

Estudios económicos y financieros

PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL
Abril de 2012

**Reanudación del crecimiento,
peligros persistentes**



Fondo Monetario Internacional

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

Edición en inglés

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

Edición en español

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

Cataloging-in-Publication Data

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

Semiannual
Some issues have also thematic titles.
Has occasional updates, 1984

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

HC10.80

ISBN 978-61635-271-4 (edición impresa)
ISBN 978-14755-883-78 (PDF)
ISBN 978-14755-076-90 (epub)
ISBN 978-14755-634-50 (Mobipocket)

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

Supuestos y convenciones	ix
Información y datos adicionales	x
Prefacio	xi
Introducción	xiii
Resumen ejecutivo	xv
Capítulo 1. Perspectivas y políticas mundiales	1
Evolución reciente	1
¿Qué es lo que salió mal en la zona del euro?	3
Perspectivas	5
Riesgos	16
Retos de política económica	22
Sección especial: Análisis de los mercados de materias primas	31
Referencias	53
Capítulo 2. Perspectivas nacionales y regionales	55
Europa: Crisis, recesión y contagio	56
Estados Unidos y Canadá: La economía cobra cierto ímpetu	62
Asia: El crecimiento se está moderando	66
América Latina y el Caribe: Una ruta de avance hacia un crecimiento continuo	70
Comunidad de Estados Independientes: Los precios de las materias primas son el principal canal de contagio	74
Oriente Medio y Norte de África: Crecimiento estancado, perspectivas inciertas	78
África subsahariana: La capacidad de resistencia no debe dar lugar a la autocomplacencia	81
Sección especial: Efectos transfronterizos del desapalancamiento de los bancos de la zona del euro	85
Referencias	98
Capítulo 3. Medidas frente al endeudamiento de los hogares	99
Cómo la deuda de los hogares puede frenar la actividad económica	102
Medidas frente al endeudamiento de los hogares: Estudios de casos	111
Resumen e implicaciones para las perspectivas	129
Apéndice 3.1. Elaboración y fuentes de datos	129
Apéndice 3.2. Metodología estadística y pruebas de robustez	130
Referencias	137

Capítulo 4. Las fluctuaciones de precios de las materias primas y los países exportadores de materias primas	141
Las fluctuaciones de precios de las materias primas y el desempeño macroeconómico	145
Factores determinantes de los mercados de materias primas y sus efectos macroeconómicos	155
Respuestas óptimas de la política fiscal a los shocks de los mercados de materias primas	159
Repercusiones mundiales de las políticas nacionales de los países exportadores de materias primas	166
Conclusiones y lecciones para la política económica	169
Apéndice 4.1. Descripción de los datos	170
Apéndice 4.2. Propiedades estadísticas de los ciclos de precios de las materias primas	175
Apéndice 4.3. Descripción del modelo de autorregresión vectorial	175
Apéndice 4.4. Las características básicas del GIMF y su aplicación a una economía exportadora de petróleo pequeña y abierta	181
Referencias	189
Anexo: Deliberaciones del Directorio Ejecutivo del FMI sobre las perspectivas, marzo de 2012	193
Apéndice estadístico	197
Supuestos	197
Novedades	198
Datos y convenciones	198
Clasificación de los países	199
Características generales y composición de los grupos que conforman la clasificación de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	200
Cuadro A. Clasificación según los grupos utilizados en <i>Perspectivas de la economía mundial</i> y la participación de cada grupo en el PIB agregado, la exportación de bienes y servicios y la población, 2011	201
Cuadro B. Economías avanzadas por subgrupos	202
Cuadro C. Unión Europea	202
Cuadro D. Economías emergentes y en desarrollo por regiones y fuentes principales de ingresos de exportación	203
Cuadro E. Economías emergentes y en desarrollo por regiones, posición externa neta y clasificación de países pobres muy endeudados	204
Recuadro A1. Supuestos de política económica en que se basan las proyecciones para algunas economías	206
Lista de cuadros	212
Producto (cuadros A1–A4)	213
Inflación (cuadros A5–A7)	221
Políticas financieras (cuadro A8)	227
Comercio exterior (cuadro A9)	228
Transacciones en cuenta corriente (cuadros A10–A12)	230
Balanza de pagos y financiamiento externo (cuadros A13–A14)	237
Flujo de fondos (cuadro A15)	239
Escenario de referencia a mediano plazo (cuadro A16)	243

Perspectivas de la economía mundial: Temas seleccionados**245****Recuadros**

Recuadro 1.1. Participación de la fuerza laboral en Europa y en Estados Unidos durante y después de la Gran Recesión	42
Recuadro 1.2. La recuperación mundial: ¿en qué punto estamos?	44
Recuadro 1.3. ¿Hacia dónde va el superávit externo de China?	49
Recuadro 2.1. Vinculaciones Este-Oeste y efectos de contagio en Europa	95
Recuadro 3.1. La Corporación de Préstamos a Propietarios de Viviendas de Estados Unidos (HOLC)	132
Recuadro 3.2. Reestructuración de la deuda de los hogares en Islandia	134
Recuadro 4.1. Efectos macroeconómicos de los shocks de precios de las materias primas en los países de bajo ingreso	183
Recuadro 4.2. La volatilidad de precios de las materias primas y el reto para el desarrollo en los países de bajo ingreso	187
Recuadro A1. Supuestos de política económica en que se basan las proyecciones para algunas economías	206

Cuadros

Cuadro 1.1. Panorama de las proyecciones de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	2
Cuadro 1.SE.1. Porcentaje de la varianza de los precios de las materias primas asociada a factores comunes estáticos	32
Cuadro 1.SE.2. Demanda mundial de petróleo y producción por región	39
Cuadro 1.SE.3. Media y desviaciones estándar de la producción de petróleo	40
Cuadro 1.3.1. Valores estimados de los factores que incidieron en la disminución del superávit en cuenta corriente de China; 2007–11	51
Cuadro 2.1. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Europa	59
Cuadro 2.2. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías avanzadas	65
Cuadro 2.3. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Asia	69
Cuadro 2.4. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de América	73
Cuadro 2.5. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en la Comunidad de Estados Independientes	77
Cuadro 2.6. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Oriente Medio y Norte de África	80
Cuadro 2.7. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de África subsahariana	84
Cuadro 3.1. Programas con apoyo del gobierno para reestructuraciones extrajudiciales de la deuda en determinados estudios de casos	120
Cuadro 3.2. Consumo real tras colapsos del mercado inmobiliario: Robustez	131
Cuadro 4.1. Desempeño económico promedio de los países exportadores netos de materias primas; 1970–2010	147
Cuadro 4.2. Desempeño económico de los países exportadores netos de materias primas en la década de 2000	148

Cuadro 4.3. Relación entre las fluctuaciones de precios de las materias primas y las crisis bancarias en los países exportadores de materias primas	151
Cuadro 4.4. Efectos dinámicos de los shocks de los mercados mundiales de materias primas	156
Cuadro 4.5. Efectos macroeconómicos internos de los shocks de los mercados mundiales de materias primas	158
Cuadro 4.6. Comparación de los instrumentos de política frente a aumentos permanentes de las regalías petroleras	168
Cuadro 4.7. Intensidad de las materias primas dentro de la exportación	173
Cuadro 4.8. Propiedades estadísticas de los precios reales de las materias primas	178
Cuadro A1. Resumen del producto mundial	213
Cuadro A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total	214
Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real	215
Cuadro A4. Economías emergentes y en desarrollo: PIB real	217
Cuadro A5. Resumen de la inflación	221
Cuadro A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor	222
Cuadro A7. Economías emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor	223
Cuadro A8. Principales economías avanzadas: Saldo fiscal y deuda del gobierno general	227
Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial	228
Cuadro A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente	230
Cuadro A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente	232
Cuadro A12. Economías emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente	233
Cuadro A13. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos financieros netos	237
Cuadro A14. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos financieros privados	238
Cuadro A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial	239
Cuadro A16. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo	243

Gráficos

Gráfico 1.1. Indicadores mundiales	3
Gráfico 1.2. Evolución reciente de los mercados financieros	4
Gráfico 1.3. Indicadores de crecimiento corrientes y anticipados	5
Gráfico 1.4. Condiciones en los mercados emergentes	6
Gráfico 1.5. Condiciones en los mercados de crédito	7
Gráfico 1.6. Efectos de contagio de la zona del euro	8
Gráfico 1.7. Políticas monetarias y fiscales	9
Gráfico 1.8. Balances y tasas de ahorro	12
Gráfico 1.9. Inflación mundial	13
Gráfico 1.10. Economías de mercados emergentes	14
Gráfico 1.11. Desequilibrios mundiales	15
Gráfico 1.12. Riesgos para las perspectivas mundiales	16
Gráfico 1.13. Riesgos de recesión y deflación	17
Gráfico 1.14. Escenario a la baja de <i>Perspectivas de la economía mundial</i> correspondiente a un aumento de las tensiones en torno al sector bancario y la deuda soberana en la zona del euro	18
Gráfico 1.15. Escenario a la baja de <i>Perspectivas de la economía mundial</i> correspondiente a una perturbación en la oferta mundial de petróleo	19
Gráfico 1.16. Escenario a la baja de <i>Perspectivas de la economía mundial</i> correspondiente a una reevaluación del crecimiento del producto potencial en las economías emergentes	20
Gráfico 1.17. Escenario al alza de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	21

Gráfico 1.18. Indicadores de sobrecalentamiento de las economías del G-20	28
Gráfico 1.19. Necesidades de política económica en las economías de mercados emergentes	29
Gráfico 1.SE.1. Los precios de las materias primas y la economía mundial	31
Gráfico 1.SE.2. China: Evolución reciente de los mercados de materias primas	34
Gráfico 1.SE.3. Oferta de materias primas y evolución de los inventarios I	36
Gráfico 1.SE.4. Oferta de materias primas y evolución de los inventarios II	38
Gráfico 1.1.1. Evolución de la participación de la fuerza laboral durante la Gran Recesión y la recuperación	42
Gráfico 1.2.1 Dinámica de las recuperaciones mundiales: Variables seleccionadas	45
Gráfico 1.2.2. Crecimiento durante las recesiones y recuperaciones mundiales: Variables seleccionadas	47
Gráfico 1.3.1. Cuenta corriente de China y sus componentes; 1971–2011	49
Gráfico 1.3.2. Inversión china en activos fijos; 2004–11	50
Gráfico 1.3.3. Rentabilidad del sector manufacturero de China; 2003–11	50
Gráfico 1.3.4. Saldo en cuenta corriente de China como proporción del PIB mundial; 2006–17	51
Gráfico 1.3.5. China: Variación de la participación en el mercado mundial; 2001–10	52
Gráfico 2.1. Revisiones de las proyecciones de crecimiento de 2012 de <i>Perspectivas de la economía mundial</i> y vinculaciones comerciales con Europa	55
Gráfico 2.2. Efectos de una intensificación de la crisis de la zona del euro en distintas regiones	56
Gráfico 2.3. Europa: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB de 2012	57
Gráfico 2.4. Europa: Nuevamente en recesión	58
Gráfico 2.5. Vinculaciones comerciales y financieras con la zona del euro	61
Gráfico 2.6. Estados Unidos y Canadá: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB de 2012	63
Gráfico 2.7. Estados Unidos: Salir adelante con impulso propio	64
Gráfico 2.8. Asia: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB de 2012	67
Gráfico 2.9. Asia: El crecimiento se está moderando	68
Gráfico 2.10. América Latina y el Caribe: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB de 2012	71
Gráfico 2.11. América Latina: Posibles tendencias a la baja	72
Gráfico 2.12. Comunidad de Estados Independientes: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB de 2012	75
Gráfico 2.13. Comunidad de Estados Independientes (CEI): Impulsada por los precios de las materias primas, frenada por vientos en contra provenientes de la zona del euro	76
Gráfico 2.14. Oriente Medio y Norte de África: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB de 2012	78
Gráfico 2.15. Oriente Medio y Norte de África: Un mar de problemas	79
Gráfico 2.16. África subsahariana: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB de 2012	82
Gráfico 2.17. África subsahariana: Una continua capacidad de resistencia	83
Gráfico 2.SE.1. Participación de los bancos de la zona del euro en la actividad crediticia a escala mundial, septiembre de 2011	87
Gráfico 2.SE.2. Exposición regional a los activos externos de los bancos	88
Gráfico 2.SE.3. Vulnerabilidades regionales	89
Gráfico 2.SE.4. Evolución de los activos externos de los bancos ajustados en el tiempo	90
Gráfico 2.SE.5. Impacto potencial del despalancamiento de los bancos de la zona del euro en el crecimiento	93
Gráfico 2.1.1. Europa oriental: Vinculaciones financieras con Europa occidental	95

Gráfico 3.1. Deuda de los hogares, precios inmobiliarios y préstamos hipotecarios en mora; 2002–10	100
Gráfico 3.2. La Gran Recesión: Reducción del consumo frente al aumento de la deuda de los hogares antes de una crisis	103
Gráfico 3.3. Actividad económica durante colapsos del mercado inmobiliario	105
Gráfico 3.4. Riqueza de los hogares y consumo de los hogares	106
Gráfico 3.5. Deuda de los hogares durante colapsos del mercado inmobiliario	107
Gráfico 3.6. Consumo de los hogares	108
Gráfico 3.7. Actividad económica durante la Gran Recesión en Estados Unidos	109
Gráfico 3.8. Desajuste estimado de los precios de la vivienda en Estados Unidos	111
Gráfico 3.9. Ejecuciones hipotecarias y deuda de los hogares durante la Gran Depresión en Estados Unidos	116
Gráfico 3.10. Balances de los hogares durante la Gran Recesión en Islandia	117
Gráfico 3.11. El mercado inmobiliario de Estados Unidos; 2000–11	125
Gráfico 3.12. Deuda pública en los países escandinavos; 1988–95	127
Gráfico 4.1. Precios mundiales de las materias primas; 1970–2011	142
Gráfico 4.2. Porcentaje de las exportaciones netas de materias primas dentro del total de exportación y del PIB	143
Gráfico 4.3. Desempeño macroeconómico de los países exportadores de materias primas durante las fluctuaciones de precios de las materias primas	150
Gráfico 4.4. Desempeño macroeconómico de los países exportadores de cuatro grandes materias primas durante las fluctuaciones de precios de las materias primas	152
Gráfico 4.5. Régimen cambiario y desempeño de los países exportadores durante las fluctuaciones de precios de las materias primas	153
Gráfico 4.6. Apertura de la cuenta de capital y desempeño de los países exportadores durante las fluctuaciones de precios	154
Gráfico 4.7. Efectos de los shocks de los mercados de materias primas en el producto real	157
Gráfico 4.8. Determinantes de los precios del petróleo, ciclos y desempeño de los países exportadores netos de petróleo	159
Gráfico 4.9. Efectos dinámicos en un país exportador de petróleo pequeño y abierto de una reducción pasajera de la oferta de petróleo en el resto del mundo	162
Gráfico 4.10. Efectos dinámicos en un país exportador de petróleo pequeño y abierto de un aumento pasajero de la liquidez en el resto del mundo	163
Gráfico 4.11. Orientación óptima de la política fiscal con distintos marcos de política y características estructurales	164
Gráfico 4.12. Duración de las fases ascendentes y descendentes de los precios de las materias primas	176
Gráfico 4.13. Amplitud de las fases ascendentes y descendentes de los precios de las materias primas	177
Gráfico 4.14. Correlación entre el crecimiento del PIB real mundial y los errores de proyección de los precios del petróleo	180
Gráfico 4.1.1. Nivel general de inflación de los países de bajo ingreso e índice de precios mundiales de las materias primas	183
Gráfico 4.1.2. Impacto inflacionario del aumento de precios de las materias primas en los países de bajo ingreso en 2011 y 2012	184
Gráfico 4.1.3. Impacto del aumento de precios de las materias primas en el saldo fiscal de los países de bajo ingreso en 2012	185
Gráfico 4.1.4. Impacto del aumento de precios de las materias primas en la balanza comercial de los países de bajo ingreso en 2012	185

SUPUESTOS Y CONVENCIONES

En la preparación de las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* se han adoptado los siguientes supuestos: el promedio de los tipos de cambio efectivos reales permaneció constante en su nivel del período comprendido entre el 13 de febrero y el 12 de marzo de 2012, con excepción de las monedas que participan en el mecanismo de tipos de cambio 2 (MTC 2) de Europa, que se ha supuesto permanecieron constantes en términos nominales en relación con el euro; las autoridades nacionales mantendrán la política económica establecida (los supuestos concretos sobre la política fiscal y monetaria de determinadas economías se indican en el recuadro A1 del apéndice estadístico); el precio medio del petróleo será de \$114,71 el barril en 2012 y \$110,00 el barril en 2013, y en el mediano plazo se mantendrá constante en términos reales; el promedio de la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) para depósitos a seis meses en dólares de EE.UU. será de 0,7% en 2012 y 0,8% en 2013; la tasa de los depósitos a tres meses en euros será, en promedio, 0,8% en 2012 y 2013, y el promedio de la tasa de los depósitos a seis meses en yenes japoneses será de 0,6% en 2012 y 0,1% en 2013. Naturalmente, estas son hipótesis de trabajo, no pronósticos, y la incertidumbre que conllevan se suma al margen de error que de todas maneras existiría en las proyecciones. Las estimaciones y proyecciones se basan en la información estadística disponible hasta comienzos de abril de 2012.

En esta publicación se utilizan los siguientes símbolos:

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

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

El signo \$ corresponde al dólar de EE.UU.

Al igual que en la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, no se incluyen los datos fiscales y los datos de la deuda externa de Libia correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.

No se incluyen los datos de la República Árabe Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.

Al igual que en la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, los datos de Sudán correspondientes a 2011 excluyen a Sudán del Sur a partir del 9 de julio. Los datos de 2012 en adelante se refieren al Estado actual de Sudán.

Cuando no se menciona la fuente en los cuadros y gráficos, los datos provienen de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

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

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

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

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

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

INFORMACIÓN Y DATOS ADICIONALES

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

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

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

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

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

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

PREFACIO

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

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

Los principales colaboradores fueron Abdul Abiad, John Bluedorn, Rupa Duttagupta, Deniz Igan, Florence Jaumotte, Joong Shik Kang, Daniel Leigh, Andrea Pescatori, Shaun Roache, John Simon, Steven Snudden, Marco E. Terrones y Petia Topalova. Colaboraron también Bas Bakker, Julia Bersch, Phakawa Jeasakul, Edda Rós Karlsdóttir, Yuko Kinoshita, M. Ayhan Kose, Prakash Loungani, Frañek Rozwadowski y Susan Yang. Gavin Asdorian, Shan Chen, Angela Espiritu, Nadezhda Lepeshko, Murad Omoev, Ezgi O. Ozturk, Katherine Pan, David Reichsfeld, Jair Rodriguez, Marina Rousset, Min Kyu Song y Bennet Voorhees colaboraron en las tareas de investigación. Christopher Carroll, Kevin Clinton, José De Gregorio y Lutz Killian proporcionaron comentarios y sugerencias. Tingyun Chen, Mahnaz Hemmati, Toh Kuan, Rajesh Nilawar, Emory Oakes y Steve Zhang brindaron apoyo técnico. Skeeter Mathurin y Claire Bea se encargaron de la preparación del texto en inglés. Linda Griffin Kean, del Departamento de Relaciones Externas, editó el manuscrito en inglés y coordinó la producción de la publicación, con la colaboración de Lucy Scott Morales. Amrita Dasgupta, Anastasia Francis, Aleksandr Gerasimov, Wendy Mak, Shamiso Mapondera, Nhu Nguyen y Pavel Pimenov proporcionaron respaldo técnico adicional en calidad de consultores externos. La versión en español estuvo a cargo de la Sección de Español y Portugués del Departamento de Tecnología y Servicios Generales.

El análisis se ha enriquecido con sugerencias y comentarios de funcionarios de otros departamentos del FMI, y de los directores ejecutivos, que debatieron este informe el día 30 de marzo de 2012. No obstante, cabe aclarar que las proyecciones y consideraciones de política económica corresponden al personal técnico del FMI y no deben atribuirse a los directores ejecutivos ni a las autoridades nacionales que representan.

INTRODUCCIÓN

Poco después de cerrar la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, la zona del euro sufrió otra crisis aguda.

Las preocupaciones del mercado en torno a la sostenibilidad fiscal en España e Italia provocaron un brusco aumento de los rendimientos de los bonos soberanos. Al ponerse en duda el valor de algunos de los activos de los bancos, surgieron interrogantes con respecto a la capacidad de los bancos para convencer a los inversionistas de que renovaran sus préstamos. Preocupados por el financiamiento, los bancos congelaron el crédito. La confianza decayó y la actividad se desplomó.

La situación mejoró gracias a contundentes políticas de respuesta. Las elecciones en España y el nombramiento de un nuevo primer ministro en Italia devolvieron cierta tranquilidad a los inversionistas. La adopción de un pacto fiscal demostró el compromiso de los Estados miembros de la Unión Europea para hacer frente a sus déficits y su deuda. Un factor importantísimo fue que la liquidez proporcionada por el Banco Central Europeo (BCE) eliminó el riesgo de refinanciación a corto plazo de los bancos, lo cual a su vez redujo la presión sobre los bonos soberanos.

Pasada la crisis, y gracias a una dosis de buenas noticias acerca de la economía estadounidense, el optimismo ha retornado en cierta medida. Ese optimismo debería permanecer mesurado. Aun sin otra crisis en Europa, la mayoría de las economías avanzadas siguen enfrentándose a importantes factores que frenan el crecimiento. Y el riesgo de otra crisis todavía está muy presente y podría afectar tanto a las economías avanzadas como a las emergentes.

Antes que nada, quisiera referirme al escenario base. Es inevitable preguntarse por qué la demanda no es más fuerte en las economías avanzadas, pese a que se prevé que las tasas de interés nominales permanecerán cercanas a cero por algún tiempo. La razón es que esas economías se enfrentan, en distintas combinaciones, a dos factores básicos que

frenan el crecimiento: la consolidación fiscal y el desapalancamiento de los bancos. Ambos factores son consecuencia de ajustes necesarios, pero ambos reducen el crecimiento a corto plazo.

La consolidación fiscal está en curso en la mayoría de las economías avanzadas. Con una reducción media del déficit primario ajustado en función del ciclo económico un poco inferior a 1 punto porcentual del PIB este año, y con un multiplicador de 1, la consolidación fiscal restará aproximadamente 1 punto porcentual al crecimiento en las economías avanzadas este año.

El desapalancamiento bancario está afectando a Europa principalmente. Si bien ese desapalancamiento no implica necesariamente una disminución del crédito al sector privado, los datos indican que está contribuyendo a una contracción de la oferta de crédito. Nuestras mejores estimaciones apuntan a que el fenómeno del desapalancamiento quizá reste otro punto porcentual al crecimiento en la zona del euro este año.

Según nuestros pronósticos, que tienen en cuenta estos efectos, el crecimiento seguirá siendo débil, especialmente en Europa, y persistirán por algún tiempo altos niveles de desempleo.

Las economías emergentes no son inmunes a estas circunstancias. El lento crecimiento en las economías avanzadas ha supuesto un menor crecimiento de las exportaciones. Y la incertidumbre financiera, sumada a variaciones bruscas del apetito de riesgo, ha dado lugar a flujos de capitales volátiles. Sin embargo, la mayoría de las economías emergentes han gozado de suficiente margen de maniobra para aplicar políticas que les han permitido mantener un crecimiento sólido. Como es usual, una aseveración de este tipo oculta las diversas condiciones que reinan en los distintos países. Algunos tienen que vigilar el sobrecalentamiento, mientras que otros aún presentan brechas negativas del producto y pueden beneficiarse de políticas de apoyo al crecimiento. En términos generales, si bien hemos revisado nuestro pronóstico un tanto a la baja con respecto a septiembre, seguimos

proyectando un crecimiento sostenido en las economías emergentes.

En cuanto a los riesgos, sin duda la tensión geopolítica que afecta al mercado petrolero es uno de ellos. Sin embargo, el riesgo principal radica en la posibilidad de otra crisis en Europa. La construcción de los cortafuegos, una vez concluida, constituirá un importante avance. De ser necesario, pueden movilizarse fondos para ayudar a ciertos países a superar los efectos adversos de los cambios en la actitud de los inversionistas y concederles más tiempo para poner en marcha la consolidación y las reformas fiscales. Sin embargo, los cortafuegos por sí solos no pueden resolver los difíciles problemas fiscales, de competitividad y de crecimiento a los que se enfrentan algunos de estos países. Las malas noticias en el frente macroeconómico o político siguen acarreado el riesgo de que se desencadene una dinámica similar a la que se observó el último trimestre del año pasado.

En lo que se refiere a las políticas, muchos de los debates giran en torno a la mejor forma de equilibrar los efectos negativos a corto plazo con los efectos positivos a largo plazo de la consolidación fiscal y el desapalancamiento de los bancos.

Respecto a la política fiscal, la cuestión se ve complicada por la presión que ejercen los mercados a favor de una consolidación fiscal inmediata. Y algo que complica aún más la situación es que los mercados parecen algo esquizofrénicos: piden consolidación fiscal, pero reaccionan mal cuando esta reduce el crecimiento. La estrategia correcta sigue siendo la misma de antes. Si bien se necesita un cierto ajuste inmediato para lograr credibilidad, el objetivo debe ser conseguir compromisos creíbles a largo plazo, a través de una combinación de decisiones que moderen la tendencia del gasto y establezcan instituciones y reglas fiscales que reduzcan automáticamente el gasto y los déficits a lo largo del tiempo. Los avances en este sentido han sido insuficientes, en especial en Estados Unidos y Japón. Si no se progresa más, el nivel actual de consolidación fiscal a corto plazo parece apenas adecuado.

El desapalancamiento de los bancos plantea un doble desafío. Al igual que en el caso de la política

fiscal, el primer desafío es determinar el ritmo correcto de desapalancamiento general. El segundo consiste en asegurar que el desapalancamiento no dé lugar a una compresión del crédito, ya sea a escala interna o externa. La recapitalización parcial de los bancos con fondos públicos ya no parece figurar entre los planes, pero quizá sí debería figurar. En la medida en que promueva el crédito y la actividad, podría financiarse por sí sola fácilmente, más que muchas de las otras medidas fiscales.

En cuanto a las políticas encaminadas a reducir los riesgos, el debate sin duda se centra en Europa. Se deberían tomar medidas para reducir los vínculos entre las entidades soberanas y los bancos, medidas que pueden ir desde la creación de sistemas de garantía de depósitos y resolución bancaria a escala de la zona del euro hasta la introducción de ciertas formas de Eurobonos, como por ejemplo la creación de un mercado común de letras denominadas en euros. Estas medidas se necesitan con urgencia y podrían resultar útiles si se produjera otra crisis próximamente.

Desde una perspectiva más amplia, la prioridad más importante, pero al mismo tiempo la más difícil de lograr, quizá sea alcanzar de manera duradera un crecimiento más alto en las economías avanzadas y especialmente en Europa. Un bajo nivel de crecimiento no solo implica un pronóstico de base menos favorable, sino también un ajuste fiscal más duro y riesgos más elevados. De momento, la atención debería centrarse en medidas que aumenten la demanda; sin embargo, en el futuro debería centrarse también en medidas que fomenten el crecimiento potencial. La solución ideal sería la que permitiera lograr ambos objetivos, pero esas soluciones tienden a escasear. En términos más realistas, la búsqueda tiene que enfocarse en reformas que produzcan efectos positivos a largo plazo, pero que a corto plazo no depriman la demanda. Determinar cuáles son estas reformas y analizar sus posibles desventajas a corto plazo deben ser prioridades de la agenda de políticas.

Olivier Blanchard
Consejero Económico

Las perspectivas mundiales están mejorando gradualmente tras el fuerte revés que sufrieron en 2011, pero los riesgos a la baja siguen siendo elevados. La mejora de la actividad en Estados Unidos durante el segundo semestre de 2011 y la adopción de políticas más apropiadas en la zona del euro en respuesta a la agudización de la crisis económica han reducido la amenaza de una abrupta desaceleración mundial. Por lo tanto, es probable que en las principales economías avanzadas se reinicie una recuperación débil, y se prevé que en la mayoría de las economías emergentes y en desarrollo la actividad seguirá siendo relativamente sólida. No obstante, los avances recientes son muy frágiles. Las autoridades tienen que seguir implementando los cambios fundamentales que son necesarios para lograr un crecimiento saludable a mediano plazo. Dadas las amplias brechas del producto en las economías avanzadas, las autoridades también tienen que calibrar las políticas con miras a apoyar un crecimiento que aún es débil a corto plazo.

Según las proyecciones, el crecimiento mundial se contraerá de aproximadamente 4% en 2011 a alrededor de 3½% en 2012 debido a la atonía de la actividad durante el segundo semestre de 2011 y el primer semestre de 2012. En la actualización de enero de 2012 de *Perspectivas de la economía mundial* ya se habían revisado a la baja las proyecciones de septiembre de 2011, teniendo en cuenta sobre todo el daño causado por el empeoramiento de las condiciones en el sector de las entidades soberanas y los bancos en la zona del euro. Para la mayoría de las economías, incluida la zona del euro, la proyección actual es de un crecimiento ligeramente más alto que el pronosticado en la actualización de enero de 2012 de *Perspectivas de la economía mundial*. Como se expone en el capítulo 1, se prevé que gracias a la reacceleración de la actividad en el transcurso de 2012 el crecimiento mundial retornará a aproximadamente 4% en 2013. Aún se prevé que la zona del euro sufrirá una recesión leve

en 2012 como resultado de la crisis de la deuda soberana y una merma general de la confianza, los efectos del desapalancamiento de los bancos en la economía real y el impacto de la consolidación fiscal en respuesta a las presiones del mercado. Debido a los problemas en Europa, la actividad seguirá siendo decepcionante en el caso de las economías avanzadas como grupo, en donde la expansión será tan solo de aproximadamente 1½% en 2012 y 2% en 2013. La creación de empleo en estas economías probablemente seguirá siendo lenta, y los desempleados necesitarán más medidas de apoyo a sus ingresos y ayuda en lo que se refiere a desarrollo de aptitudes, reconversión laboral y búsqueda de empleo. Se proyecta que el crecimiento del PIB real en las economías emergentes y en desarrollo se desacelerará de 6¼% en 2011 a 5¾% en 2012, pero después repuntará a 6% en 2013 gracias a la aplicación de políticas macroeconómicas más laxas y al fortalecimiento de la demanda externa. Los efectos de contagio de la crisis de la zona del euro, que se analizan en el capítulo 2, tendrán una incidencia fuerte en el resto de Europa; otras economías probablemente experimentarán una mayor volatilidad financiera, pero su actividad no se verá perjudicada considerablemente a menos que la crisis de la zona del euro se intensifique una vez más.

Las políticas han contribuido mucho a reducir el riesgo sistémico, pero no pueden interrumpirse. Las operaciones de financiación a un plazo más largo de tres años que ofrece el Banco Central Europeo (BCE), un cortafuegos europeo más resistente, los programas de ajuste fiscal de mayor alcance y el emprendimiento de importantes reformas en los mercados de productos y de trabajo ayudaron a estabilizar las condiciones en la zona del euro, aliviando la presión sobre los bancos y las entidades soberanas, aunque persisten las preocupaciones. Además, la reciente prórroga de la reducción de los impuestos sobre la nómina y las prestaciones por desempleo en Estados Unidos evitó un abrupto endurecimiento de las políticas fiscales que habría sido perjudicial para la economía

estadounidense. En términos más generales, muchas economías avanzadas han dado pasos importantes en el diseño y la ejecución de programas sólidos de consolidación fiscal a mediano plazo. Por su parte, las economías emergentes y en desarrollo continúan beneficiándose de anteriores mejoras de las políticas. Sin embargo, si no se toman más medidas, los problemas podrían recrudecerse fácilmente en la zona del euro y la política fiscal podría tornarse repentinamente más restrictiva en Estados Unidos en 2013.

Por lo tanto, los riesgos a la baja siguen dominando, como se ha venido observando en ediciones recientes de *Perspectivas de la economía mundial*. Desafortunadamente, algunos de los riesgos señalados previamente se han materializado, y las proyecciones en el presente estudio son tan solo moderadamente más favorables que las indicadas en un escenario a la baja previo¹. La preocupación más inmediata sigue siendo que una intensificación de la crisis de la zona del euro desencadene una fuga generalizada hacia activos de menor riesgo. Este escenario, que se analiza a fondo en la presente edición, indica que el producto mundial y de la zona del euro podría contraerse 2% y 3½%, respectivamente, a lo largo de un horizonte de dos años en relación con las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*. Otra posibilidad es que la incertidumbre política provoque una escalada de los precios del petróleo: un aumento de estos precios de alrededor de 50% reduciría el producto mundial en 1¼%. Los efectos en el producto podrían amplificarse mucho si las tensiones estuvieran acompañadas de una volatilidad financiera sustancial y pérdidas de confianza. Además, la aplicación de políticas macroeconómicas excesivamente restrictivas podría empujar a otra de las principales economías a una situación de deflación sostenida o a un período prolongado de actividad muy débil. Otros riesgos latentes son las perturbaciones en los mercados mundiales de bonos y divisas debidas a los elevados déficits presupuestarios en Japón y Estados Unidos y una rápida desaceleración de la actividad en algunas economías emergentes. No obstante, el crecimiento también podría ser superior a lo proyectado si se

aplican políticas más apropiadas, si se tornan más favorables las condiciones financieras y si disminuyen las tensiones geopolíticas.

Es necesario reforzar las políticas para consolidar la débil recuperación y contener numerosos riesgos a la baja. A corto plazo, esto exigirá una intensificación de los esfuerzos para hacer frente a la crisis de la zona del euro, una menor austeridad fiscal en respuesta a la desaceleración de la actividad, la continua aplicación de políticas monetarias muy laxas y abundante liquidez para el sector financiero.

- En la zona del euro, la reciente decisión de combinar el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) es un hecho positivo que, junto con otras iniciativas europeas recientes, afianzará el mecanismo europeo de control de crisis y apoyará los esfuerzos del FMI para consolidar el cortafuegos mundial. Está en curso una consolidación fiscal que en grado es suficiente, pero que debe estructurarse de tal manera que evite una contracción excesiva de la demanda a corto plazo. Dadas las perspectivas de una inflación interna muy baja, existe margen para distender aún más la política monetaria; deberían mantenerse las medidas de apoyo no convencionales (particularmente las operaciones de financiación a plazo más largo y las compras de bonos públicos) para garantizar condiciones ordenadas en los mercados de financiamiento y así facilitar el efecto de traspaso de la política monetaria a la economía real. Además, es necesario recapitalizar los bancos, lo cual puede requerir apoyo directo a través de un FEEF/MEDE más flexible.
- En Estados Unidos y Japón, el ajuste fiscal previsto a corto plazo es suficiente, pero sigue siendo urgente definir trayectorias para una consolidación fiscal firme y sostenida a mediano plazo. Además, dada la bajísima presión inflacionaria interna, es posible que en Japón se necesite una política monetaria más laxa para garantizar que se alcance la meta de inflación a mediano plazo. Estados Unidos quizá también necesite aplicar una política más laxa si la actividad amenaza con decepcionar.
- En términos más generales, dadas las débiles perspectivas de crecimiento en las principales

¹Véase el escenario a la baja en la actualización de enero de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*.

economías, aquellas que dispongan de margen de maniobra de política fiscal —en términos de solidez de sus cuentas fiscales y credibilidad en los mercados— pueden reconsiderar el ritmo de consolidación. Otras economías deben permitir que los estabilizadores automáticos actúen libremente mientras estén en condiciones de financiar sin problema déficits más altos.

Más hacia futuro, el desafío consiste en mejorar las débiles perspectivas a mediano plazo de las principales economías avanzadas. Las prioridades más importantes siguen siendo realizar una reforma fundamental del sector financiero; lograr mayores avances en términos de consolidación fiscal, incluida una reforma amplia de los regímenes de prestaciones sociales, y efectuar reformas estructurales para estimular el producto potencial. Aparte de introducir nuevas regulaciones consensuadas (como Basilea III) en cada país, la reforma del sector financiero ha de abordar muchas deficiencias que la crisis financiera dejó al descubierto, como los problemas relacionados con las instituciones consideradas demasiado grandes o complejas para quebrar, el sistema bancario paralelo y la colaboración transfronteriza entre los supervisores bancarios. Las reformas del gasto relacionado con el envejecimiento de la población son cruciales porque pueden reducir considerablemente el gasto sin repercutir demasiado en la demanda actual. Estas medidas pueden demostrar la capacidad de las autoridades para actuar con decisión y, por ende, pueden ayudar a restablecer la confianza del mercado en la sostenibilidad de las finanzas públicas. A su vez, esto puede ampliar el margen de maniobra para la aplicación de políticas fiscales y monetarias en apoyo del saneamiento financiero y la demanda, pero sin invocar el fantasma del financiamiento público mediante déficit y sus implicaciones inflacionarias. Es necesario desplegar reformas estructurales en muchos frentes: por ejemplo, en la zona del euro, para mejorar la capacidad de las economías para adaptarse a los shocks de competitividad, y en Japón, para promover la participación en la fuerza laboral.

Las políticas enfocadas en los mercados inmobiliarios pueden acelerar la mejora de los balances de los hogares y, por tanto, estimular un consumo que de otra manera sería anémico. Los países que han adop-

tado ese tipo de políticas, como Islandia, han obtenido muchos resultados positivos, como se explica en el capítulo 3. En Estados Unidos, el gobierno ha intentado llevar adelante varios programas pero, dado su escaso éxito, actualmente se ha propuesto una estrategia más enérgica. En otras regiones, las autoridades han dejado que los bancos y los hogares busquen la solución a los problemas. En general, los temores acerca del riesgo moral —es decir, el peligro de que quienes asumieron riesgos excesivos o realizaron inversiones inmobiliarias especulativas queden exentos de responsabilidad— han impedido avanzar. Estas cuestiones son similares a las que tanto están complicando la solución de la crisis de la zona del euro, solo que en Europa el argumento del riesgo moral se aplica a países en lugar de a particulares. Pero en ambos casos, las intervenciones focalizadas para apoyar la demanda pueden ser más eficaces que programas macroeconómicos mucho más costosos. Y el problema del riesgo moral puede abordarse en parte a través de una mejor regulación y supervisión.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo siguen cosechando los frutos de sus sólidas políticas macroeconómicas y estructurales, pero a escala interna han ido acumulándose vulnerabilidades. Muchas de estas economías han evolucionado de manera inusualmente favorable a lo largo del último decenio, gracias al rápido crecimiento del crédito o a los altos precios de las materias primas. En la medida en que sea un síntoma de profundización financiera, el aumento del crédito es positivo para el crecimiento. Pero en la mayoría de las economías el crédito no puede seguir expandiéndose al ritmo actual sin que surjan preocupaciones acerca de la calidad de los préstamos de los bancos. Otra consideración es que los precios de las materias primas probablemente no aumentarán al ritmo acelerado de la última década, aunque se produzcan escaladas a corto plazo debidas a tensiones geopolíticas. Esto significa que es muy probable que tanto en el terreno fiscal como en otros ámbitos las políticas tengan que adaptarse a un menor crecimiento del producto potencial, tema que se examina en el capítulo 4.

A corto plazo, el desafío clave para las economías de mercados emergentes y en desarrollo consiste en calibrar adecuadamente las políticas macroeconómicas para hacer frente a importantes riesgos a

la baja provenientes de las economías avanzadas, pero controlando al mismo tiempo las presiones de sobrecalentamiento derivadas del dinamismo de la actividad, el fuerte crecimiento del crédito, los flujos de capitales volátiles, los niveles aún altos de los precios de las materias primas y el resurgimiento de riesgos relacionados con los precios de la energía que inciden en la inflación y los saldos fiscales. La respuesta apropiada variará según el caso. En las economías que han normalizado en gran parte sus políticas macroeconómicas, a corto plazo la atención debe centrarse en las medidas de respuesta ante la moderación de la demanda externa proveniente de las economías avanzadas. Al mismo tiempo, estas economías tienen que estar preparadas para hacer frente a los efectos de contagio negativos y a los flujos de capitales volátiles. Otras economías deben seguir recomponiendo su margen de maniobra para la aplicación de políticas macroeconómicas y reforzar las políticas y los marcos prudenciales. Las autoridades monetarias tienen que procurar que el alza de los precios del petróleo no genere una presión inflacionaria más generalizada, y la política fiscal tiene que contener el daño en los balances del sector público focalizando los subsidios estrictamente en los hogares más vulnerables.

Dados los acontecimientos más recientes, no cabe esperar un nuevo agravamiento de los desequilibrios mundiales en cuenta corriente tras la importante reducción que experimentaron durante la Gran Recesión. Esto se debe en gran medida a que el aumento excesivo del consumo que caracterizó a las economías

que acumularon grandes déficits externos antes de la crisis ha sido aprovechado al máximo y no se ha visto compensado por un aumento del consumo en las economías con superávit. Por lo tanto, la economía mundial ha sufrido reducciones de la demanda y del crecimiento en todas las regiones en relación con los años de auge justo antes de la crisis. La reorientación de la actividad en las economías superavitarias clave hacia un mayor consumo, con el apoyo de tipos de cambio que dependan más de las fuerzas del mercado, ayudaría a afianzar las perspectivas de esas economías y las del resto del mundo.

La austeridad por sí sola no puede resolver el malestar económico en las principales economías avanzadas. Las políticas también han de facilitar los ajustes y enfocarse mejor en los problemas fundamentales —el debilitamiento de la situación de los hogares en Estados Unidos y de las entidades soberanas en la zona del euro—, aprovechando para ello recursos provenientes de otros países que gozan de una situación más holgada. Las autoridades tienen que procurar no asignar demasiada importancia a los riesgos que entrañan las políticas no convencionales de apoyo monetario, y no limitar el margen del que disponen los bancos centrales para aplicar políticas. Es cierto que las políticas no convencionales no pueden reemplazar una reforma fundamental, pero sí pueden limitar el riesgo de que otra de las grandes economías caiga en una trampa de deuda y deflación que podría perjudicar gravemente las perspectivas de mejores políticas y un crecimiento mundial más dinámico.

Evolución reciente

Las perspectivas mundiales están afianzándose gradualmente tras el fuerte revés que sufrieron en 2011, pero los riesgos a la baja siguen siendo elevados. A lo largo del tercer trimestre, el crecimiento se ajustó en términos generales a las estimaciones presentadas en la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*. En muchas economías emergentes y en desarrollo el PIB real fue un tanto inferior a lo previsto, pero el crecimiento registró un alza sorpresiva en las economías avanzadas. Sin embargo, la actividad experimentó un deterioro abrupto durante el cuarto trimestre, sobre todo en la zona del euro (gráfico 1.1, paneles 1 y 2).

- El futuro de la Unión Económica y Monetaria (UEM) fue rodeándose de incertidumbre a medida que la crisis de la deuda soberana provocaba fuertes aumentos de las tasas de bonos públicos clave (gráfico 1.2, paneles 2 y 3). El desplome de la confianza y la agudización de la tensión financiera fueron factores importantes que contribuyeron a la contracción de 1,3% (anualizada) que sufrió la economía de la zona del euro. El PIB real también se contrajo en Japón, debido a perturbaciones relacionadas con las inundaciones en Tailandia y la contracción de la demanda mundial. En Estados Unidos, en cambio, la actividad se aceleró conforme se afianzaban el consumo y los inventarios. El crédito y el mercado laboral también empezaron a dar signos de vida.
- En las economías emergentes y en desarrollo, en donde también incidieron factores importantes no relacionados con la crisis de la zona del euro, la actividad se atenuó pero siguió siendo relativamente vigorosa (gráfico 1.1, panel 3). En las economías emergentes de Asia y América Latina, el comercio exterior y la producción se desaceleraron apreciablemente, en parte a raíz de factores cíclicos, como la reciente aplicación de políticas más restrictivas. En la región de Oriente Medio y Norte de África (OMNA), la actividad permaneció

contenida en medio de la tensión social y la incertidumbre geopolítica. En África subsahariana, el crecimiento ha mantenido en gran medida su pujanza gracias a la solidez de los precios de las materias primas. En las economías emergentes de Europa, el débil crecimiento de la zona del euro tuvo una incidencia mayor que en otras regiones. Pero las preocupaciones en torno a una desaceleración potencialmente brusca en Turquía y un debilitamiento del marco de políticas en Hungría también perjudicaron la actividad.

Si bien siempre se pensó que la recuperación sería débil y vulnerable debido al legado de la crisis financiera, otros factores han incidido de manera importante: en el caso de la zona del euro, las deficiencias en el diseño de la UEM; en Estados Unidos, un enconado debate en torno a la consolidación fiscal que socavó la confianza de los mercados financieros, y en otras regiones, catástrofes naturales y altos precios del petróleo debidos a perturbaciones en la oferta. Por este motivo, las proyecciones de un crecimiento tan solo moderado que se presentan en esta edición y en ediciones previas de *Perspectivas de la economía mundial* se basan en distintas circunstancias y regiones (gráfico 1.1, panel 4). Algunas de esas circunstancias ya están disipándose, y eso apoyará una reaceleración de la actividad.

Los indicadores de alta frecuencia apuntan a un crecimiento algo más dinámico. Los indicadores del índice de gerentes de compra de manufacturas (PMI, por sus siglas en inglés) de las economías avanzadas y de mercados emergentes se desplazaron ligeramente hacia arriba en el trimestre más reciente (gráfico 1.3, panel 1). Los efectos perturbadores en las cadenas de suministro relacionados con las inundaciones en Tailandia parecen estar en remisión, con un consiguiente fortalecimiento de la producción industrial y el comercio exterior en varias economías asiáticas. Además, las tareas de reconstrucción siguen estimulando el producto en Japón. Las condiciones financieras mundiales han mejorado: los datos han resultado ser más sólidos de lo previsto por el mercado, y los

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

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	Interanual						T4 a T4		
	2010	2011	Proyecciones		Diferencia con las proyecciones de enero de 2012		Estimaciones 2011	Proyecciones	
			2012	2013	2012	2013		2012	2013
Producto mundial¹	5,3	3,9	3,5	4,1	0,2	0,1	3,2	3,7	4,1
Economías avanzadas	3,2	1,6	1,4	2,0	0,2	0,1	1,2	1,6	2,2
Estados Unidos	3,0	1,7	2,1	2,4	0,3	0,2	1,6	2,0	2,6
Zona del euro	1,9	1,4	-0,3	0,9	0,2	0,1	0,7	-0,2	1,4
Alemania	3,6	3,1	0,6	1,5	0,3	0,0	2,0	0,9	1,6
Francia	1,4	1,7	0,5	1,0	0,3	0,0	1,3	0,5	1,4
Italia	1,8	0,4	-1,9	-0,3	0,2	0,3	-0,4	-2,0	0,7
España	-0,1	0,7	-1,8	0,1	-0,2	0,4	0,3	-2,5	1,3
Japón	4,4	-0,7	2,0	1,7	0,4	0,1	-0,6	2,0	1,8
Reino Unido	2,1	0,7	0,8	2,0	0,2	0,0	0,5	1,5	2,3
Canadá	3,2	2,5	2,1	2,2	0,3	0,2	2,2	2,0	2,3
Otras economías avanzadas ²	5,8	3,2	2,6	3,5	0,0	0,1	2,5	3,6	2,9
Economías asiáticas recientemente industrializadas	8,5	4,0	3,4	4,2	0,1	0,1	3,1	4,8	3,1
Economías de mercados emergentes y en desarrollo³	7,5	6,2	5,7	6,0	0,2	0,1	5,8	6,3	6,4
África subsahariana	5,3	5,1	5,4	5,3	-0,1	0,0	...	...	...
Sudáfrica	2,9	3,1	2,7	3,4	0,1	0,0	2,6	3,0	3,7
América Latina y el Caribe	6,2	4,5	3,7	4,1	0,2	0,1	3,6	3,9	4,8
Brasil	7,5	2,7	3,0	4,1	0,1	0,1	1,4	4,7	3,4
México	5,5	4,0	3,6	3,7	0,1	0,2	3,7	3,6	3,8
Comunidad de Estados Independientes	4,8	4,9	4,2	4,1	0,5	0,3	3,7	3,8	4,0
Rusia	4,3	4,3	4,0	3,9	0,7	0,4	3,7	3,9	4,1
Excluido Rusia	6,0	6,2	4,6	4,6	0,2	-0,1	...	...	...
Economías en desarrollo de Asia	9,7	7,8	7,3	7,9	0,0	0,1	7,2	8,1	7,7
China	10,4	9,2	8,2	8,8	0,1	0,0	8,9	8,4	8,4
India	10,6	7,2	6,9	7,3	-0,1	0,0	6,1	6,9	7,2
ASEAN-5 ⁴	7,0	4,5	5,4	6,2	0,2	0,6	2,5	8,5	5,5
Europa central y oriental	4,5	5,3	1,9	2,9	0,8	0,5	3,8	1,6	3,6
Oriente Medio y Norte de África	4,9	3,5	4,2	3,7	0,6	-0,2	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>									
Unión Europea	2,0	1,6	0,0	1,3	0,1	0,1	0,9	0,2	1,7
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	4,2	2,8	2,7	3,3	0,3	0,1	2,3	2,7	3,4
Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)	12,9	5,8	4,0	5,6	0,2	0,2	...	...	...
Importaciones									
Economías avanzadas	11,5	4,3	1,8	4,1	-0,2	0,2	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo	15,3	8,8	8,4	8,1	1,3	0,4	...	...	...
Exportaciones									
Economías avanzadas	12,2	5,3	2,3	4,7	-0,1	0,0	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo	14,7	6,7	6,6	7,2	0,5	0,2	...	...	...
Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)									
Petróleo ⁵	27,9	31,6	10,3	-4,1	15,2	-0,5	20,8	10,8	-6,2
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	26,3	17,8	-10,3	-2,1	3,7	-0,4	-6,4	0,1	-2,4
Precios al consumidor									
Economías avanzadas	1,5	2,7	1,9	1,7	0,3	0,4	2,8	1,7	1,6
Economías emergentes y en desarrollo ³	6,1	7,1	6,2	5,6	0,0	0,1	6,5	5,5	4,5
Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)⁶									
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU.	0,5	0,5	0,7	0,8	-0,2	-0,1	...	...	...
Sobre los depósitos en euros	0,8	1,4	0,8	0,8	-0,3	-0,4	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses	0,4	0,3	0,6	0,1	0,0	-0,1	...	...	...

Nota: Se parte del supuesto de que los tipos de cambio efectivos reales se mantienen constantes a los niveles vigentes entre el 13 de febrero y el 12 de marzo de 2012. En los casos en que las economías no se enumeran en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de la economía. Los datos trimestrales agregados se han ajustado estacionalmente.

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

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

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

⁴Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

⁵Promedio simple de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate. El precio promedio del petróleo fue \$104,01 el barril en 2011; el precio supuesto en base a los mercados de futuros es \$114,71 en 2012 y \$110,00 en 2013.

⁶Tasa a seis meses para Estados Unidos y Japón, y a tres meses para la zona del euro.

temores de una inminente crisis bancaria o soberana en la zona del euro han disminuido. Los factores que han ayudado a aplacar esos temores son la reciente mejora de la capacidad de las principales economías de la periferia para renovar la deuda soberana, la reducción de los diferenciales interbancarios y soberanos en relación con los niveles máximos registrados en diciembre y la reapertura parcial de los mercados de financiamiento bancario; pero aun así, persisten preocupaciones (gráfico 1.2, paneles 2 y 3). En términos más generales, la volatilidad de los mercados ha disminuido y han repuntando los flujos de capitales a las economías de mercados emergentes (gráfico 1.4, paneles 1 y 2). La apreciación de las monedas ha dado lugar a nuevas intervenciones cambiarias (por ejemplo, en Brasil y Colombia).

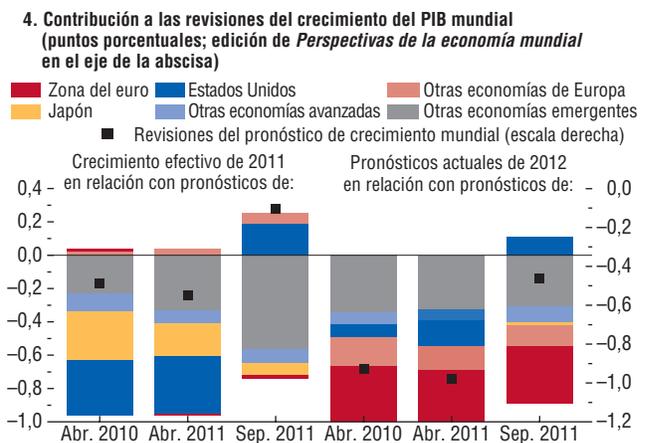
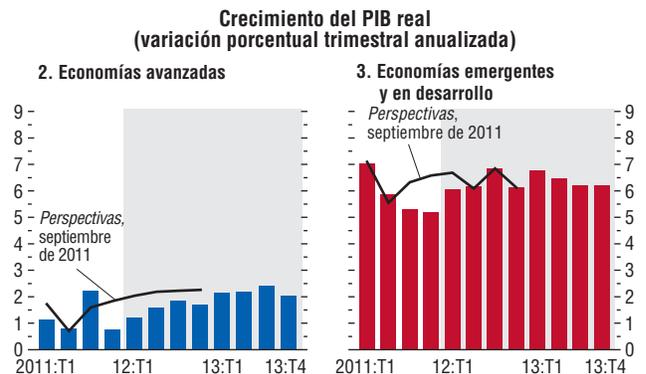
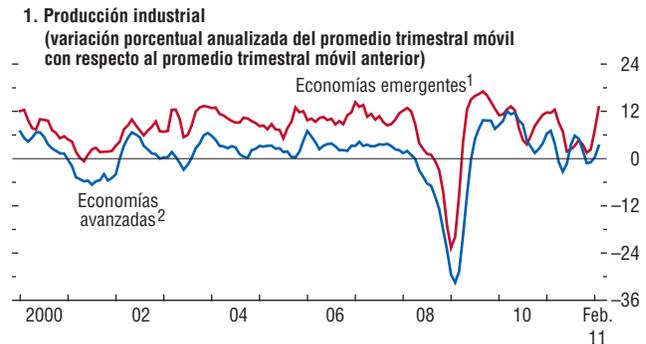
Las políticas han contribuido mucho a las recientes mejoras, pero varios problemas fundamentales aún carecen de solución. Las operaciones de financiación a plazo más largo de tres años ofrecidas por el Banco Central Europeo (BCE) han impedido una inminente compresión de la liquidez que podría haber desembocado en una crisis bancaria. Estas medidas —aunadas al compromiso reciente de ampliar tanto el cortafuegos como las reformas fiscales y estructurales de la zona del euro (especialmente en España e Italia)— redujeron las primas de riesgo soberano, pese a que últimamente han vuelto a incrementarse. La reciente decisión de prorrogar la reducción de los impuestos sobre la nómina y las prestaciones por desempleo evitó un endurecimiento excesivo de las políticas fiscales que habría sido perjudicial para la economía estadounidense. Sin embargo, en los mercados aún hay mucha preocupación en torno a las perspectivas de las economías más débiles de la zona del euro. Por otro lado, los problemas derivados de la distribución del riesgo y la estructura de gobierno en la zona del euro y de la consolidación fiscal a mediano plazo en Estados Unidos y Japón exigen tomar medidas adicionales.

¿Qué es lo que salió mal en la zona del euro?

La crisis de la zona del euro es producto de la interacción entre varios factores subyacentes. Al igual que en otras economías avanzadas, dichos factores incluyen la valoración equivocada del riesgo, la falta de disciplina de política macroeconómica a lo

Gráfico 1.1. Indicadores mundiales

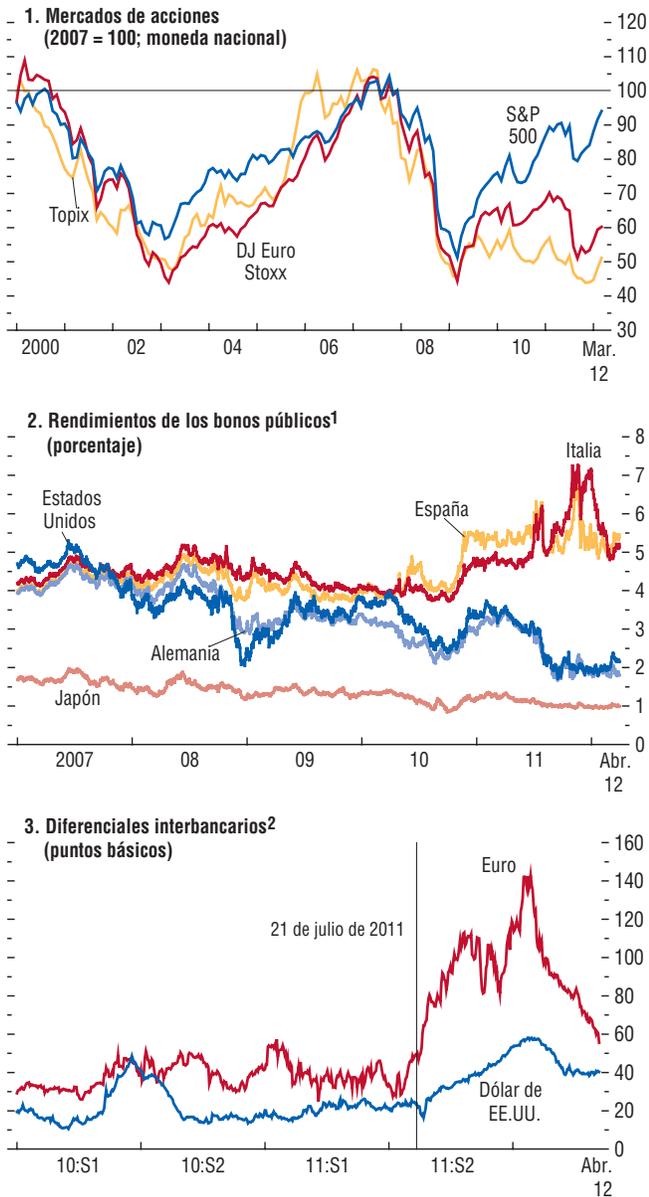
Los indicadores del comercio y la producción mundiales retrocedieron durante el segundo semestre de 2011. Se proyecta un repunte de la actividad a partir del segundo trimestre de 2012. Los casos en que no se cumplieron las proyecciones estuvieron relacionados con los acontecimientos en Estados Unidos y Japón en 2011, y con la evolución de Europa, en particular la zona del euro, en 2012.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
 1 Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela.
 2 Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, la República Checa, Singapur, Suecia, Suiza y la zona del euro.

Gráfico 1.2. Evolución reciente de los mercados financieros

Las condiciones financieras empeoraron considerablemente en el cuarto trimestre de 2011 pero han mejorado desde entonces. Los datos económicos arrojan alzas sorprendentes, muy particularmente en el caso de Estados Unidos, y las medidas de política han logrado reducir las primas de riesgo de las entidades soberanas y los bancos en la zona del euro.



Fuentes: Bank of America/Merrill Lynch; Bloomberg Financial Markets; Citigroup, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Bonos públicos a 10 años.

²Tasa interbancaria de oferta de Londres a tres meses menos tasa de letras públicas a tres meses.

largo de muchos años y la debilidad de los marcos y las políticas prudenciales. Al interactuar con leyes específicas de la UEM, estos factores aceleraron la acumulación de desequilibrios excesivos en los sectores públicos y privados de varias economías de la zona del euro, dejándolas expuestas a las secuelas de la Gran Recesión. Las consecuencias de la crisis resultante han sido drásticas.

Si bien los niveles generales de deuda pública y externa de la zona del euro son más bajos que los de Estados Unidos y Japón, la crisis ha dejado al descubierto deficiencias en la estructura de gobierno de la UEM. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento, cuyo fin era introducir disciplina fiscal, no impidió que se adoptaran políticas fiscales equivocadas. La integración de los mercados aumentó y dio lugar a una enorme cantidad de préstamos bancarios transfronterizos, pero la supervisión y regulación siguieron circunscritas al ámbito nacional. El BCE tenía expresamente *prohibido* actuar como prestamista de última instancia, y sin embargo los mercados operaron bajo el supuesto de que las autoridades —gobiernos y bancos centrales— estarían listas a ofrecer una red de seguridad en el caso de que las cosas salieran mal. La percepción de que las economías o los sistemas bancarios eran demasiado grandes o complejos para quebrar dio pie a la idea de que sus pasivos gozaban de garantías implícitas. En estas circunstancias, las fuerzas del mercado no funcionaron debidamente: los riesgos soberanos y de crédito se subestimaron y recibieron valoraciones equivocadas, dando lugar a grandes divergencias entre los saldos fiscales y de cuenta corriente externa de los distintos países.

Desde el estallido de la crisis, la zona del euro ha tenido que elaborar nuevos mecanismos de apoyo para los países miembros muy endeudados y al mismo tiempo imponer una fuerte austeridad fiscal. Las preocupaciones en torno a los rescates de inversionistas y las cargas a las que se vieron sometidas los presupuestos públicos llevaron a los países de la zona del euro a considerar la reestructuración de la deuda soberana de Grecia. El agravamiento de la crisis griega a mediados de año, mientras continuaban las negociaciones acerca de la participación del sector privado, introdujo en los mercados la preocupación de que otras entidades soberanas pudieran considerar

la reestructuración de la deuda como una alternativa parcial a la fuerte austeridad fiscal y al apoyo proveniente de otros países de la zona del euro. Los mercados revaluaron el riesgo de los bonos italianos en particular, lo cual se vio reflejado en rebajas de los títulos empresariales, bancarios y públicos. Cuando concluyeron las pruebas de resistencia realizadas por la Autoridad Bancaria Europea (ABE), la zona del euro no contaba ni con una hoja de ruta bien definida ni con recursos visiblemente disponibles para recapitalizar a los bancos que lo necesitaban.

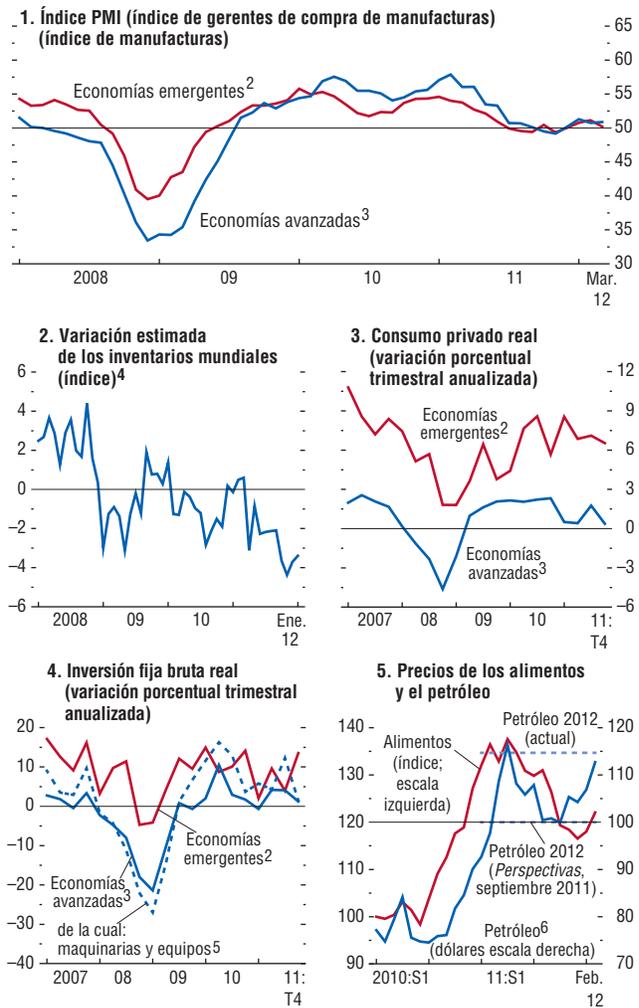
Se están desplegando medidas de política para resolver los problemas, y los avances se han acelerado desde septiembre. Entre las medidas adoptadas están la reciente decisión de combinar el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEFF); la introducción, por parte del BCE, de operaciones de financiación a plazo más largo de tres años; la publicación, por parte de la ABE, de planes de recapitalización de los bancos; la decisión adoptada en la cumbre de diciembre para proceder a la implementación del tratado del MEDE a mediados de 2012 y para mejorar la estructura de gobierno y la coordinación de las políticas fiscales, y medidas nacionales para fortalecer los saldos fiscales e introducir reformas estructurales, como por ejemplo en España e Italia. El riesgo de una crisis también ha disminuido gracias a los avances registrados en Grecia, aunque los problemas en ese país y en otras economías de la periferia de la zona del euro probablemente persistirán por un buen tiempo.

Perspectivas

Las perspectivas de la economía mundial están mejorando lentamente una vez más, pero aún son muy frágiles. El crecimiento del PIB real debería recuperarse gradualmente durante 2012–13 con respecto al punto mínimo al que llegó en el primer trimestre de 2012 (cuadro 1.1; gráfico 1.1, paneles 2 y 3). Los factores que impulsarán la reacceleración son la mejora de las condiciones financieras, la aplicación de políticas monetarias acomodaticias, un ritmo de ajuste fiscal similar al de 2011 y factores especiales (reconstrucción en Japón y Tailandia). Sin embargo, la recuperación seguirá siendo vulnerable a varios riesgos a la baja importantes. En lo que

Gráfico 1.3. Indicadores de crecimiento corrientes y anticipados¹

Los principales indicadores sugieren que la caída de la actividad está llegando a su fin. La reposición de los inventarios y la inversión pueden impulsar el producto mundial conforme sigan perdiendo fuerza las perturbaciones de la oferta debidas al terremoto y el tsunami en Japón y a las inundaciones en Tailandia. Se proyectan aumentos mucho menores de los precios del petróleo que en 2011, lo cual apoyará en cierta medida el crecimiento del consumo.



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

¹Los agregados regionales no incluyen todas las economías. En los casos de algunas economías, los datos mensuales se interpolan a partir de series trimestrales.

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

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

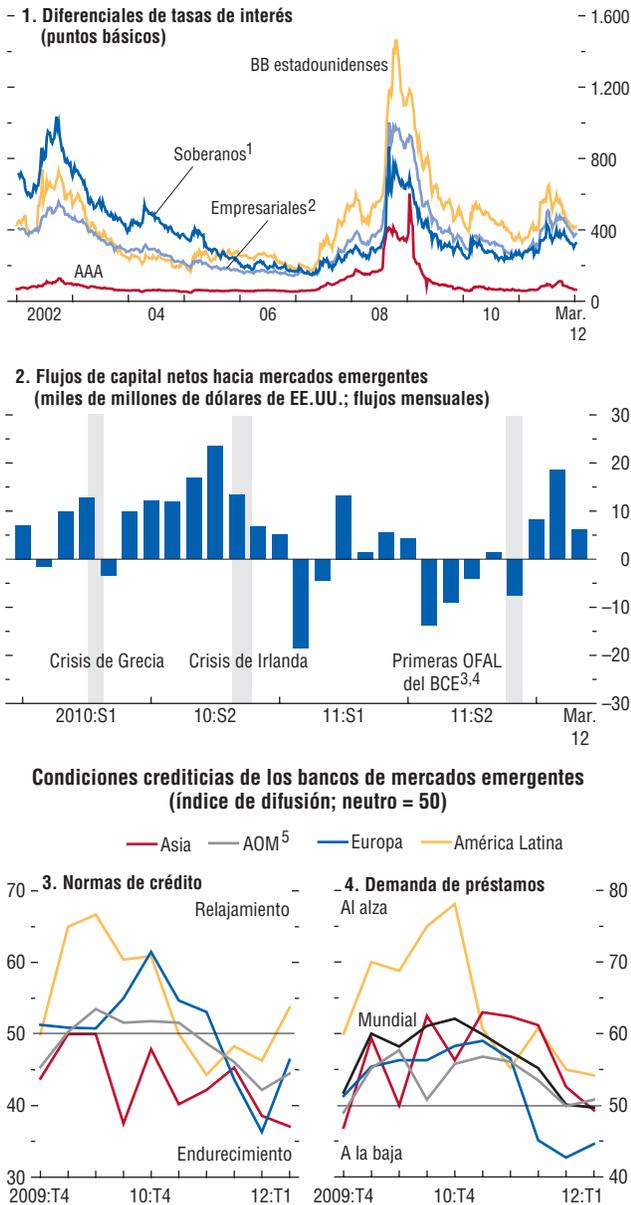
⁴Sobre la base de desviaciones respecto de la relación (de cointegración) estimada entre la producción industrial y las ventas minoristas a escala mundial.

⁵Promedios 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.

⁶Dólares de EE.UU. por barril: Promedio simple de los precios de entrega inmediata de las variedades U.K. Brent, Dubai Fateh y West Texas Intermediate.

Gráfico 1.4. Condiciones en los mercados emergentes

Las condiciones financieras en los mercados emergentes empezaron a endurecerse durante el cuarto trimestre de 2011. Los diferenciales de las tasas de interés aumentaron en medio de una aversión general al riesgo. Las condiciones de financiamiento empeoraron para los bancos, contribuyendo a un endurecimiento de las normas de crédito, y las entradas de capital disminuyeron. No obstante, esos flujos están retornando con nuevo ímpetu, y las primas de riesgo están reduciéndose una vez más.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Capital Data; EPFR Global; Haver Analytics; IIF Emerging Markets Bank Lending Survey, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Diferencial del índice EMBI Global de JPMorgan.

²Diferencial del índice CEMBI Broad de JPMorgan.

³OFAL = Operaciones de financiación a plazo más largo.

⁴BCE = Banco Central Europeo.

⁵AOM= África y Oriente Medio.

se refiere a los riesgos provenientes de Europa, las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* parten del supuesto de que las autoridades impedirán que otra economía de la periferia de la zona del euro caiga en una espiral descendente como la que afectó a Grecia. Sin embargo, se supone que el apoyo adicional solo se hará efectivo si volviera a agravarse la turbulencia en los mercados. Por lo tanto, se prevé que los diferenciales soberanos y las tensiones del sistema bancario de la zona del euro seguirán siendo volátiles y disminuirán solo gradualmente.

Condiciones financieras más restrictivas, sobre todo en la zona del euro

Se proyecta que las condiciones financieras se tornarán más favorables, pero que seguirán siendo más restrictivas que las supuestas en la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*. En la edición de abril de 2012 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o *GFSR*) se destaca que los riesgos para la estabilidad financiera siguen estando en niveles elevados en relación con los de hace seis meses, a pesar de las políticas adoptadas para contener las crisis bancaria y de la deuda en la zona del euro. Las entidades soberanas y los bancos de la zona del euro enfrentan importantes necesidades de refinanciamiento en 2012, que se estima ascienden a un 23% del PIB. Es probable que las presiones de desapalancamiento también permanezcan en niveles elevados, dada la reducción de \$2,6 billones que sufrirán los balances de los bancos en los próximos dos años. Estas presiones tenderán a afectar principalmente a las economías en la periferia de la zona del euro y a las economías emergentes de Europa, pero en las economías del núcleo de la zona serán un lastre para el crecimiento que podría hacerse más pesado en caso de deteriorarse las condiciones de financiamiento.

Las operaciones de financiación a plazo más largo del BCE evitaron una crisis por falta de liquidez al sustituir el financiamiento privado con financiamiento oficial, pero persisten deficiencias fundamentales. La reciente evaluación por parte de la ABE de los planes de capitalización de los bancos hace pensar que, en conjunto, las medidas tomadas con respecto al capital subsanarán debidamente los déficits,

limitando así el impacto negativo en el crédito a la economía real. Las operaciones de financiación a plazo más largo también han ayudado a reactivar la demanda de títulos soberanos (inclusive por parte de los bancos), lo que contribuye a reducir las primas de riesgo. Las primas más bajas han propiciado una recuperación de los precios de las acciones y han mitigado las presiones para un rápido desapalancamiento de los bancos. Además, los mercados pueden haber interpretado las operaciones de financiación a plazo más largo como una señal de la mayor determinación del BCE para hacer lo necesario a fin de estabilizar las condiciones financieras.

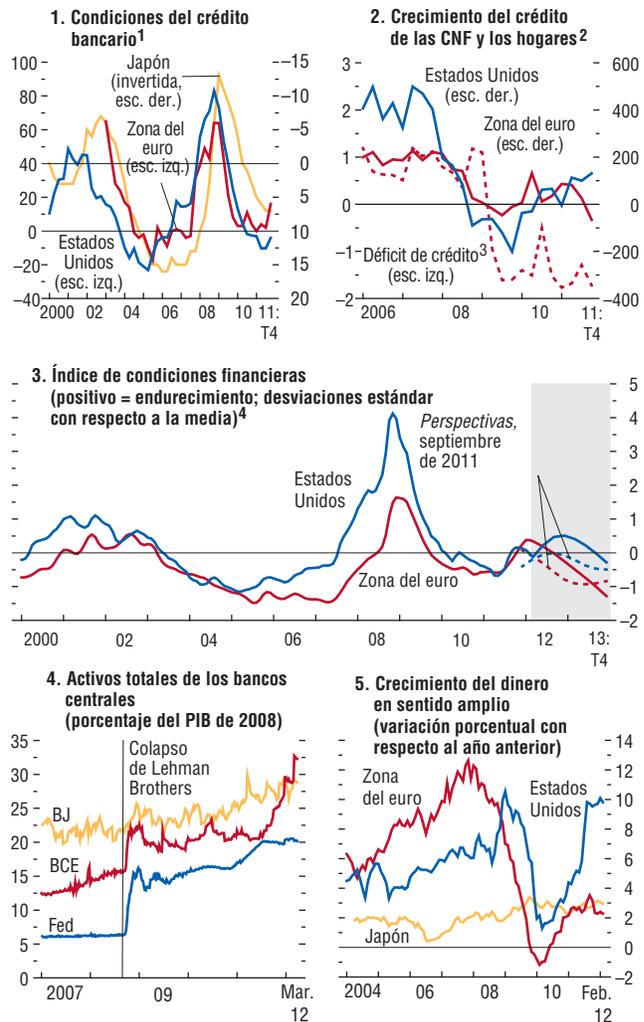
Sin embargo, la tensión en los mercados de financiamiento soberano persiste y es probable que retroceda solo lentamente con respecto a los niveles actuales, a medida que los gobiernos vayan recuperando la confianza de los inversionistas a base de una consolidación y una reforma estructural exitosas. Junto con la actividad más débil, esta tensión seguirá afectando los mercados de financiamiento corporativo. Mientras eso suceda, el riesgo de un recrudecimiento de la tensión seguirá incidiendo en las condiciones financieras.

En estas circunstancias, los préstamos bancarios en las economías de la zona del euro golpeadas por la crisis, que ya han disminuido marcadamente, probablemente permanecerán en niveles muy bajos (gráfico 1.5, panel 1), dado que los bancos están procurando sanear sus balances para evitar intervenciones o procesos de resolución del gobierno y para recuperar el acceso a los mercados de financiamiento¹. En las economías del núcleo de la zona, las condiciones financieras probablemente seguirán siendo mucho menos restrictivas que en las economías de la periferia. No obstante, los cálculos de la edición de abril de 2012 del informe *GFSR* correspondientes a un escenario basado en las “políticas vigentes” parecen indicar que, aun si el grado de incertidumbre es elevado, el desapalancamiento de los balances podría causar una reducción considerable de los préstamos a la zona del euro en general,

¹Sin embargo, se prevé que el menor nivel de préstamos contribuirá solo moderadamente a elevar los coeficientes de capital de nivel 1 al 9% recomendado por la ABE, de acuerdo con los planes de los bancos (véase también la edición de abril de 2012 del informe *GFSR*).

Gráfico 1.5. Condiciones en los mercados de crédito

Las condiciones de crédito se tornaron mucho más restrictivas en la zona del euro recientemente, y el crecimiento del crédito decayó a fines de 2011. La evolución fue más positiva en Estados Unidos y Japón. Cabe esperar cierto relajamiento de las condiciones en el futuro. Los balances de los bancos centrales se expandieron notablemente en Estados Unidos y la zona del euro, pero no en Japón. El crecimiento de la masa monetaria en sentido amplio siguió siendo tenue en la zona del euro y Japón, pero se aceleró en Estados Unidos, en consonancia con el repunte de la actividad.



Fuentes: Banco Central Europeo (BCE); Banco de Japón (BJ); Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; Reserva Federal (Fed), y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Porcentaje de encuestados que declararon que las normas de crédito eran “considerablemente” o “un poco” más estrictas que tres meses antes, menos los que declararon que eran “considerablemente” o “un poco” menos estrictas. Encuesta sobre la evolución de las normas de préstamos o líneas de crédito a empresas en la zona del euro; promedio de encuestas sobre la evolución de las normas de préstamos comerciales/ industriales e inmobiliarios comerciales en Estados Unidos; índice de difusión de condiciones “acomodaticias” menos “estrictas”, encuesta Tankan de actitud de préstamo de las instituciones financieras de Japón.

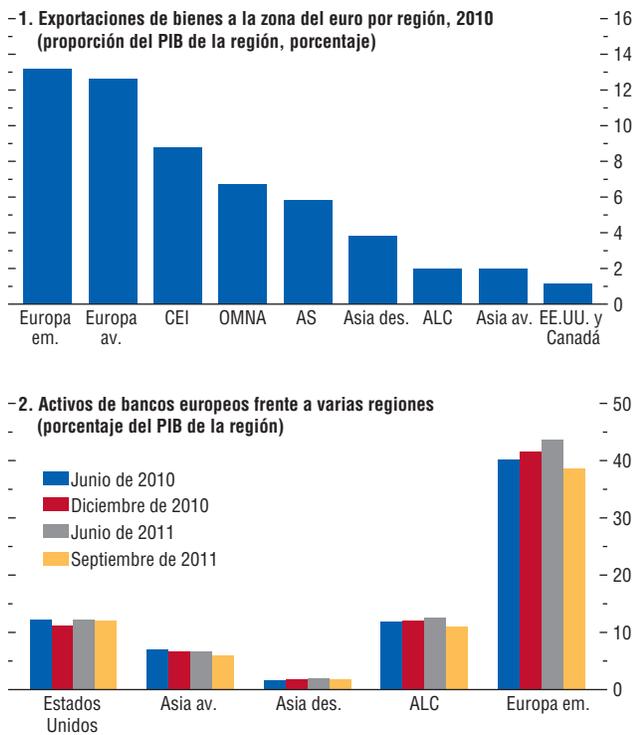
²CNF: Corporaciones no financieras. Variación del nivel de montos pendientes de pago en miles de millones de unidades monetarias locales.

³El déficit de crédito es el residuo de una regresión del crecimiento del crédito real al sector privado sobre el crecimiento del PIB real de la zona del euro.

⁴Los datos históricos son mensuales y los pronósticos son trimestrales.

Gráfico 1.6 Efectos de contagio de la zona del euro¹

Los efectos de contagio de la zona del euro a la actividad en otras regiones tenderán a ser limitados, excepto en Europa, donde existen estrechas vinculaciones entre el comercio y los bancos.



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; FMI, *Direction of Trade Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ALC: América Latina y el Caribe; AS: África subsahariana; Asia av.: economías avanzadas de Asia; Asia des.: economías en desarrollo de Asia; CEI: Comunidad de Estados Independientes; EE.UU.: Estados Unidos; Europa av.: economías avanzadas de Europa, excluidos los países de la zona del euro; Europa em.: economías emergentes de Europa; OMNA: Oriente Medio y Norte de África.

y la mayor parte de esa reducción ocurriría en las economías de la periferia.

Fuera de Europa, los efectos de contagio provenientes de la zona del euro probablemente tendrán un efecto limitado en la actividad económica mientras la crisis de la zona del euro se mantenga contenida, tal como suponen las proyecciones. Los principales canales de contagio son una disminución de la confianza, una merma del comercio exterior y aumento de la tensión financiera (gráfico 1.6). Estas cuestiones se analizan más a fondo en el capítulo 2 y en la sección especial sobre los efectos transfronterizos del capítulo 2:

- Los mercados de bonos de Alemania, Estados Unidos, Japón, el Reino Unido y Suiza se han beneficiado de flujos en busca de un refugio seguro, con lo cual han bajado las tasas de los bonos públicos a largo plazo (véase el gráfico 1.2, panel 2). Esto ha neutralizado los efectos de la creciente aversión al riesgo en el costo de financiamiento corporativo en algunos de esos mercados. En Japón y Suiza, la entrada de capitales ha generado una considerable volatilidad del tipo de cambio, dando lugar a intervenciones oficiales.
- Los efectos de contagio derivados de la turbulencia en la zona del euro ocasionaron una caída significativa de las entradas de capitales a muchas economías de mercados emergentes, con un consiguiente aumento de los diferenciales de tasas de interés y una reducción de los precios de los activos. Sin embargo, la reciente disipación de las tensiones ya ha provocado un cambio drástico en la dirección de los flujos (véase el gráfico 1.4, panel 2). Los efectos reales de las salidas de capitales fueron pequeños en la mayoría de las regiones, y en buena medida eso se debió a que ayudaron a reducir la sobrevaluación de las monedas y a atenuar la presión sobre los sectores que estaba sobrecalentándose. Es probable que persista la volatilidad de los flujos de capitales, lo cual complicaría la formulación de las políticas. Como se señala en la edición de abril de 2012 del informe *GFSR*, dado que muchas economías de mercados emergentes están en una etapa más avanzada del ciclo crediticio, el margen de maniobra para relajar las políticas de crédito si los flujos de capitales se deterioraran es ahora menor.

Los efectos de contagio derivados del desapalancamiento de los bancos se están sintiendo más intensamente, sobre todo en Europa (gráfico 1.6, panel 2). Las economías de Europa central y oriental y varias economías de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) son las más vulnerables y ya registraron un desapalancamiento apreciable durante el tercer trimestre de 2011, que probablemente haya continuado a un ritmo más acelerado en el cuarto trimestre. Pero aun así, algunas de las economías más grandes siguen recibiendo importantes flujos de cartera. En otras economías de mercados emergentes, o bien la exposición al desapalancamiento de los bancos europeos es más limitada o bien las instituciones locales tienen la capacidad para intervenir, aunque a un costo más alto. Sin embargo, si las perturbaciones en la zona del euro se agudizan, es muy probable que el acceso al financiamiento también se restrinja en otras regiones.

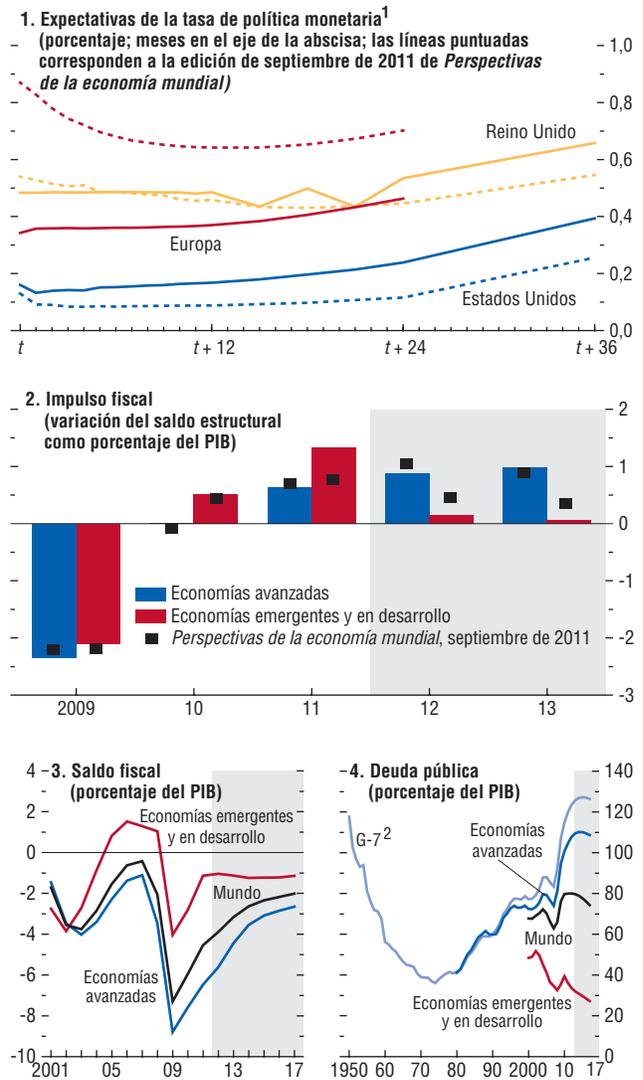
Los acontecimientos apuntan en general a un endurecimiento moderado de las condiciones financieras en el resto de los países del mundo, salvo en Estados Unidos. El comportamiento de los préstamos bancarios de ese país y encuestas recientes indican un relajamiento gradual de las condiciones, pero a partir de niveles muy restrictivos. Los préstamos de bancos medianos y pequeños quizá se vean restringidos por algún tiempo debido a problemas en los mercados de financiamiento y a la debilidad de las carteras vinculadas al sector inmobiliario. En muchos mercados emergentes, las encuestas sobre préstamos apuntan a un endurecimiento de las condiciones debido a mayores dificultades de acceso al financiamiento local e internacional (gráfico 1.4, paneles 3 y 4). El crecimiento de los préstamos bancarios se desaceleró en China e India, en medio de preocupaciones en torno al deterioro de la calidad de la cartera de préstamos. El alto y persistente nivel del aumento de los préstamos, o la aceleración del mismo, está generando en distinto grado inquietudes en Argentina, Brasil, Colombia, Indonesia y Turquía.

Relajamiento moderado de las condiciones monetarias mundiales

Se prevé en general que la política monetaria mantendrá una orientación acomodaticia (gráfico 1.7, panel 1). Muchos bancos centrales ya han

Gráfico 1.7. Políticas monetarias y fiscales

Se prevé que las tasas de interés de política monetaria permanecerán invariables por un período prolongado en las economías avanzadas. Se proyecta que la política fiscal seguirá tornándose más restrictiva en 2012 pero en general al mismo ritmo que en 2011: más rápido en las economías avanzadas pero menos rápido en las economías emergentes y en desarrollo. Asimismo, según las proyecciones la deuda pública alcanzará un nivel muy alto en las economías avanzadas en 2017, pero permanecerá en niveles bajos en las economías emergentes y en desarrollo.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Las expectativas se basan en la tasa de fondos federales (Estados Unidos), la tasa media interbancaria a un día en libras esterlinas (Reino Unido) y las tasas a término ofrecidas en el mercado interbancario en euros (Europa); datos actualizados al 3 de abril de 2012.
²El G-7 está integrado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido.

respondido a la desaceleración de la actividad con recortes de las tasas de interés de política monetaria (Australia, Brasil, Filipinas, Indonesia, Israel, Rumania, Tailandia, Turquía y la zona del euro). Recientemente, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra ampliaron sus intervenciones de política económica no convencionales y la Reserva Federal mostró su intención condicional de mantener las tasas de interés en niveles excepcionalmente bajos por lo menos hasta finales de 2014, lo cual puede haber ayudado a una reducción de las tasas de interés más prolongada y a un debilitamiento del dólar de EE.UU.

- Para Estados Unidos y Japón se prevé que las tasas permanecerán cercanas al límite inferior cero por lo menos los próximos dos años. En la zona del euro, los mercados, al calcular los precios, ya consideran un descenso moderado de las tasas; se prevé que en otras economías avanzadas las tasas de política monetaria se mantendrán en su nivel actual o descenderán moderadamente.
- Se prevé que en las distintas economías de mercados emergentes las tasas permanecerán estables o bajarán en cierta medida. En las economías en las que las medidas macroprudenciales han logrado aplacar el sobrecalentamiento de los mercados inmobiliarios, las autoridades pueden suavizar algunas de esas medidas.

La política fiscal seguirá endureciéndose

En 2012 la política fiscal a escala mundial se endurecerá un poco menos que en 2011, debido sobre todo a las tareas de reconstrucción en Japón y a las políticas mucho menos restrictivas que aplicarán las economías de mercados emergentes. El endurecimiento se concentrará en las economías avanzadas (gráfico 1.7, paneles 2 y 3).

- En la zona del euro se proyecta que la retracción fiscal en 2012 será de alrededor de $1\frac{1}{2}\%$ del PIB, es decir, un aumento frente a la retracción de aproximadamente 1% del PIB en 2011. Se proyecta que en Estados Unidos el endurecimiento en 2012 será de aproximadamente un $1\frac{1}{4}\%$ del PIB, es decir, un aumento frente al endurecimiento de menos de $\frac{3}{4}\%$ del PIB en 2011. En Japón, el gasto en tareas de reconstrucción relacionadas con el terremoto (equivalente a $\frac{3}{4}\%$ del PIB)

contribuirá a un aumento del déficit estructural de aproximadamente $\frac{1}{2}\%$ del PIB. Para 2013 se prevé que el ritmo de endurecimiento disminuirá en la zona del euro pero se acelerará en Estados Unidos y Japón.

- En las economías emergentes y en desarrollo se proyecta que el ritmo de aplicación de políticas fiscales más restrictivas disminuirá de aproximadamente $1\frac{1}{4}\%$ del PIB en 2011 a menos de $\frac{1}{4}\%$ del PIB en 2012, sobre todo como resultado de una menor austeridad fiscal en algunas de las principales economías de mercados emergentes (por ejemplo, China, India, Rusia).

Las relaciones deuda bruta/PIB seguirán aumentando en muchas economías avanzadas, con un incremento particularmente marcado en las economías del G-7, a aproximadamente 130% en 2017. Si no se toman más medidas que las actualmente previstas, se prevé que los coeficientes de endeudamiento ascenderán a 256% en Japón, 124% en Italia, cerca de 113% en Estados Unidos y 91% en la zona del euro a lo largo del horizonte del pronóstico. En las economías de la zona del euro que pertenecen al G-7, estos coeficientes se alcanzarían en 2013, y posteriormente descenderían, mientras que en los casos de Japón y Estados Unidos se proyecta que los coeficientes de endeudamiento aumentarán a lo largo de todo el horizonte del pronóstico, que se extiende hasta 2017. En marcado contraste, muchas economías emergentes y en desarrollo registrarán reducciones de las relaciones deuda/PIB, observándose que para 2017 la relación general para todo el grupo habrá descendido a menos de 30%. En la edición de abril de 2012 del informe *Monitor Fiscal* se presentan más detalles a nivel de país y se analiza la forma en que los supuestos sobre el crecimiento y las tasas de interés inciden en la dinámica de la deuda.

Los precios de las materias primas son volátiles o están a la baja

Durante 2010 y comienzos de 2011 los precios del petróleo subieron drásticamente a alrededor de \$115 el barril, para luego retroceder a \$110 el barril, y actualmente han vuelto a repuntar a \$115 el barril (gráfico 1.3, panel 5). La producción se recuperó en Libia pero decayó en varios otros productores de

la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), mientras que la producción fuera de la OPEP siguió siendo relativamente floja. Además, los riesgos geopolíticos —especialmente los que emanan de la República Islámica del Irán— han incrementado los precios del crudo. Las proyecciones para 2012–13 suponen que los precios del petróleo descenderán a aproximadamente \$110 el barril en 2013, conforme a los precios en los mercados de futuros, pero en el entorno actual los bajos niveles de existencias y la limitada capacidad excedentaria constituyen importantes riesgos al alza.

Los precios de otras materias primas recientemente han recibido un impulso temporal gracias a resultados macroeconómicos mejores de lo previsto, pero siguen siendo mucho más bajos que en 2011. Las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* suponen reducciones del índice de precios de materias primas no petroleras de 10,3% en 2012 y 2,7% en 2013 (cuadro 1.1). Un factor importante de estas reducciones es la mejora de las perspectivas de la oferta de alimentos durante 2012. Las existencias aún están en niveles bajos, lo cual entraña riesgos, pero parecen estar retornando a niveles más normales. Esto es una buena noticia para muchos hogares vulnerables.

Pronóstico para 2012–13

Según los pronósticos, el crecimiento del PIB real se desacelerará de aproximadamente 4% en 2011 a alrededor de 3½% en 2012, para después retornar a 4% en 2013 (cuadro 1.1). Para las economías avanzadas se proyecta un crecimiento de aproximadamente 1½% en 2012 y 2% en 2013. En vista de la poca confianza, la consolidación fiscal y el carácter aún restrictivo de las condiciones financieras en varias economías, se pronostica que el PIB de la zona del euro se contraerá aproximadamente ¼% en 2012, tras haberse expandido alrededor de 1½% en 2011. Gracias a la mejora de las condiciones financieras y la aplicación de políticas fiscales menos restrictivas, el crecimiento debería repuntar a aproximadamente 1% en 2013; no obstante, la brecha del producto se situará por encima de 2% del PIB potencial, lo cual representa un aumento con respecto al nivel de alrededor de 1½% en 2011. Se

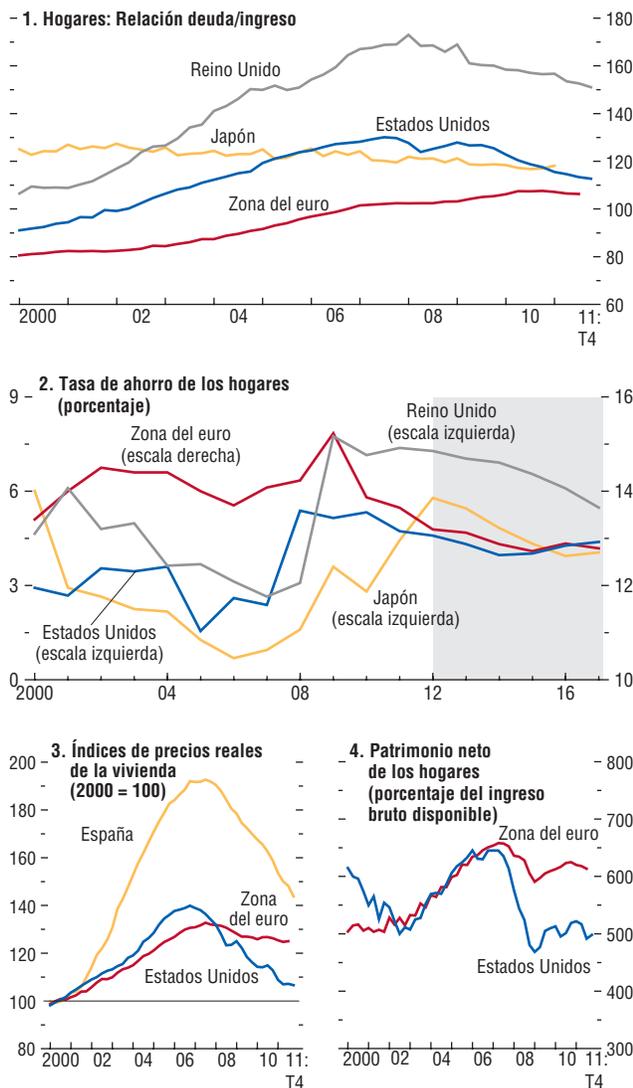
proyecta que el crecimiento del PIB real de Estados Unidos se recuperará un poco en relación con 2011, a aproximadamente 2% a 2½% durante 2012–13, lo cual implica solo una modesta variación de la brecha del producto, la cual es de 5% del PIB. En el caso de Japón se proyecta que el PIB real crecerá aproximadamente 2% en 2012, recuperando así las pérdidas que sufrió el producto en 2011 a raíz del terremoto y las inundaciones en Tailandia. Las condiciones en el mercado de trabajo probablemente seguirán siendo muy difíciles en muchas economías avanzadas. Una inquietud adicional es que buena parte del crecimiento del PIB, después de que alcanzara el nivel mínimo, se ha visto reflejado en las utilidades (recuadro 1.1), y es probable que transcurra algún tiempo hasta que las condiciones propicien aumentos sostenidos de los salarios reales. Por lo tanto, los gobiernos tienen que proporcionar un nivel adecuado de asistencia a los desempleados mediante programas de sostén de ingresos, desarrollo de aptitudes y capacitación profesional y recursos para la búsqueda de empleo.

Las proyecciones apuntan a que la expansión en las economías emergentes y en desarrollo se mantendrá en alrededor de 5½% a 6% hasta 2013. Se prevé que las repercusiones negativas de la zona del euro se verán en gran medida neutralizadas por el relajamiento de la política monetaria y la moderación de las políticas fiscales restrictivas, excepto en varias economías de Europa central y oriental y de la CEI. En las economías emergentes de Asia, la recuperación tras las inundaciones en Tailandia y la mayor demanda de Japón ayudarán a impulsar el producto. En América Latina, las condiciones financieras y los precios de las materias primas siguen siendo favorables; el reciente endurecimiento de las políticas frenará la actividad por algún tiempo, pero las perspectivas deberían mejorar más adelante en 2012. En la región de OMNA, las perspectivas a corto plazo plantean un desafío. No se prevé un repunte del crecimiento de los países importadores de petróleo en vista de la mayor incertidumbre interna y las difíciles condiciones externas, y las perspectivas de los países exportadores de petróleo también son moderadas debido al estancamiento de la producción de petróleo y gas natural. (El aumento del crecimiento proyectado para 2012 se debe al repunte de la actividad

Gráfico 1.8. Balances y tasas de ahorro

(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

La situación de los balances ha mejorado en Estados Unidos pero el patrimonio neto de los hogares sigue siendo bajo, y eso está perjudicando el consumo. De acuerdo con las proyecciones, las tasas de ahorro se moverán lateralmente. En la zona del euro, los balances se han fortalecido en menor medida, y es posible que los precios inmobiliarios necesiten nuevas correcciones.



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

en Libia). En las economías de África subsahariana, la actividad debería seguir siendo relativamente vigorosa gracias a una creciente producción de petróleo crudo y minerales. Los problemas de los mercados laborales en las economías emergentes y en desarrollo son muy diversos. Las tasas de desempleo son muy altas en varias economías de Europa central y oriental y de la CEI golpeadas por la crisis y en la región de OMNA, donde la creación de empleo ha sido escasa, aunque muchos jóvenes están entrando a la fuerza laboral. En cambio, en muchas economías emergentes de Asia y América Latina las tasas de desempleo son relativamente bajas gracias al crecimiento vigoroso de los últimos años.

Según los pronósticos, la dinámica del consumo mejorará moderadamente en 2012 en relación con 2011. El continuo desapalancamiento de los hogares y los gobiernos significa que el consumo de los hogares no se acelerará mucho en las principales economías avanzadas (gráfico 1.3, panel 3). Esto contrasta radicalmente con la dinámica del consumo en las economías emergentes y en desarrollo, que hasta ahora han sido el exponente de la recuperación (recuadro 1.2). En Estados Unidos se prevé que el consumo resistirá el endurecimiento de la política fiscal gracias a las mejoras registradas en el mercado laboral y a un menor número de alzas de los precios de la energía y los alimentos. Se proyecta que la tasa de ahorro se mantendrá en general estable, en alrededor de 4% y 4½%. El bajo nivel de los precios inmobiliarios está deprimiendo el patrimonio neto, lo cual incentiva el ahorro, incluso pese a que las relaciones deuda/ingreso han vuelto a descender a los niveles de 2004 (gráfico 1.8, panel 1). En la zona del euro las perspectivas del consumo son relativamente débiles debido a la decaída de la confianza, el empleo y el ingreso y al alto nivel de deuda en varias economías de la periferia. Es posible que Alemania y unos pocos países más rompan esta tendencia. Se prevé que en muchas economías emergentes y en desarrollo el consumo seguirá siendo robusto, en concordancia con el dinamismo de los mercados de trabajo.

La mayor incertidumbre, la aceleración del desapalancamiento de los bancos en la zona del euro y la compresión del crédito en algunas economías de mercados emergentes hacen pensar que el crecimiento de la inversión fija tenderá a desacelerarse

(gráfico 1.3, panel 4). La inversión (incluidos los inventarios) podría verse impulsada temporalmente por la necesidad de ampliar la capacidad para que la producción supla las pérdidas relacionadas con las catástrofes naturales (gráfico 1.3, panel 2). Pero la elevada incertidumbre y las condiciones financieras más restrictivas generarán un impulso en sentido contrario en la zona del euro y en las economías de Europa central y oriental y de la CEI. En varias economías de mercados emergentes, particularmente en China, los mercados inmobiliarios están enfriándose, con la consiguiente desaceleración de la inversión en construcción.

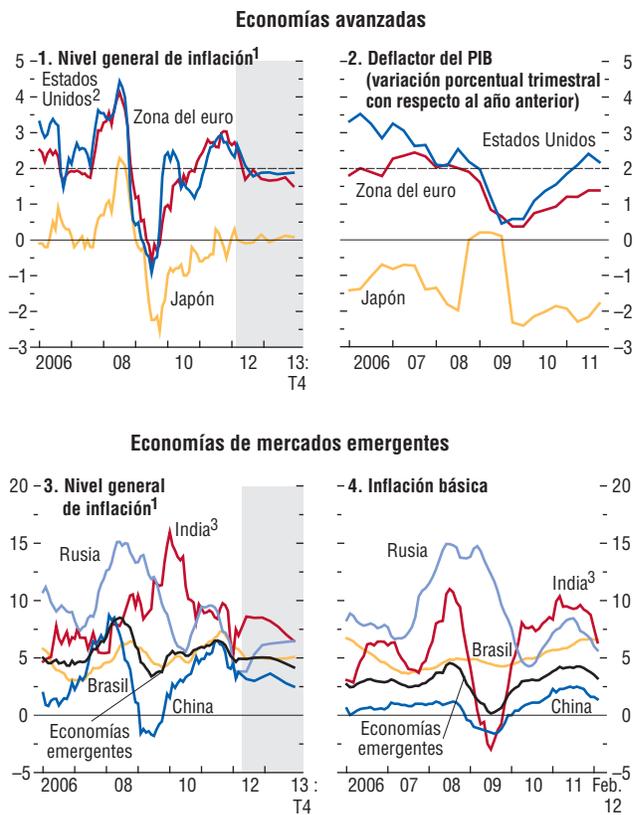
Pese a que en las principales economías avanzadas se observa una apreciable capacidad ociosa, otras economías operarán cerca o por encima del nivel de plena capacidad, y por lo tanto la dinámica de la inflación variará (gráfico 1.9).

- El alza más lenta de precios de las materias primas ha contenido el nivel general de inflación en las principales economías avanzadas. Al mismo tiempo, la inflación básica y los aumentos salariales han permanecido en niveles bajos. En los últimos años, los costos laborales unitarios han retrocedido en Estados Unidos y se han estancado en la zona del euro. Como las condiciones en los mercados de trabajo están mejorando tan solo gradualmente, se proyecta que el nivel general de inflación en Estados Unidos disminuirá a alrededor de 2% en 2013 (gráfico 1.9, panel 1). La proyección para la zona del euro es de alrededor de 1½% para 2013. Se proyecta que en Japón los precios en general se desplazarán lateralmente.
- En las distintas economías de mercados emergentes las perspectivas de inflación son más diversas (gráfico 1.9, paneles 3 y 4). Como se observa en el capítulo 2, la reciente moderación de la inflación se debe en parte a los menores precios de las materias primas. En las economías emergentes de Europa el panorama es ambiguo, pero se prevé que las presiones remitirán en 2012. En las economías emergentes de Asia la inflación general está desacelerándose y se prevé que se mantendrá en esa trayectoria. No obstante, se proyecta que la inflación permanecerá en niveles elevados en ciertas partes de la región, especialmente en India, y que se acelerará en Indonesia. En América

Gráfico 1.9. Inflación mundial

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

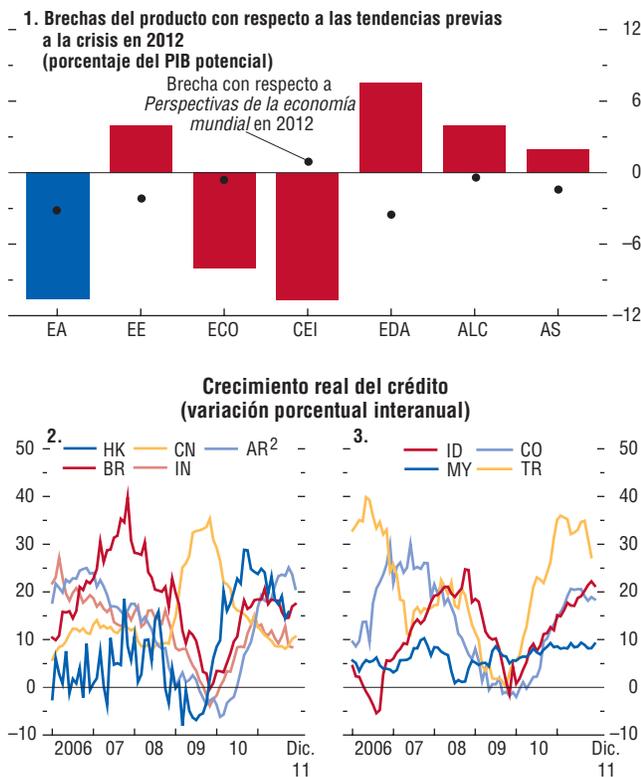
La presión inflacionaria está cediendo. En las principales economías avanzadas se prevé que la presión inflacionaria interna, medida en función del deflactor del PIB, permanezca en niveles bajos. En las economías de mercados emergentes, la presión varía ampliamente pero en general se proyecta que retrocederá de forma moderada.



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
¹Los datos históricos son mensuales y los pronósticos son trimestrales.
²Deflactor del gasto de consumo personal.
³Índice de precios al consumidor para trabajadores industriales en el caso del nivel general de inflación; índice de precios al por mayor, excluidos alimentos y energía, en el caso de la inflación básica.

Gráfico 1.10. Economías de mercados emergentes¹

Muchas economías emergentes de Asia y América Latina están creciendo a un ritmo superior al de la tendencia previa a la crisis, y se proyecta que, a diferencia de muchas economías avanzadas, esa trayectoria continuará. Aun así, las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* todavía detectan cierta capacidad ociosa. El crecimiento del crédito en estas economías también permanece en niveles altos. Por lo general, los períodos de fuerte crecimiento del PIB real y el crédito van seguidos de períodos de menor crecimiento del PIB real.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ALC: América Latina y el Caribe; AR: Argentina; AS: África subsahariana; BR: Brasil; CEI: Comunidad de Estados Independientes; CN: China; CO: Colombia; EA: Economías avanzadas; EAD: Economías de Asia en desarrollo; ECO: Europa central y oriental; EE: Economías emergentes; HK: RAE de Hong Kong; ID: Indonesia; IN: India; MY: Malasia; TR: Turquía. Crédito se refiere a crédito bancario al sector privado.
²El crédito nominal se deflacta utilizando la estimación del personal técnico del FMI para el promedio de la inflación provincial.

Latina, muchas de las principales economías están funcionando en un nivel cercano a la plena capacidad, y los pronósticos apuntan a que la inflación solo disminuirá moderadamente. Se prevé que en la CEI, OMNA y partes de África subsahariana la presión inflacionaria permanecerá en niveles muy elevados debido a la aplicación de políticas macroeconómicas laxas y a perturbaciones en la oferta.

Perspectivas a mediano plazo y desequilibrios mundiales

A mediano plazo las perspectivas siguen siendo muy complicadas para las economías avanzadas, pero mucho mejores para las economías emergentes y en desarrollo. Una cuestión clave es la posibilidad de que los pronósticos para las economías emergentes de Asia y América Latina sean demasiado optimistas si se tienen en cuenta las revisiones a la baja del producto potencial de las economías avanzadas (gráfico 1.10, panel 1) y los resultados de los últimos dos años, que han sido moderados pero persistentemente inferiores a lo previsto (véase el gráfico 1.1, panel 4). En ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial* se han citado como factores determinantes del crecimiento las tasas altas de crecimiento del crédito (gráfico 1.10, paneles 2 y 3), el dinamismo de la actividad vinculada al sector inmobiliario y la solidez de los precios de las materias primas. Los datos indican que los episodios de fuerte crecimiento del crédito y del PIB por lo general van seguidos de episodios de mucho menor crecimiento. Lo mismo sucede tras los episodios de auge de los precios de las materias primas, que se analizan en más detalle en el capítulo 4. Por lo tanto, las autoridades no deberían suponer que el sólido desempeño reciente, que en buena parte obedece a estos mismos factores, es un buen indicador del desempeño futuro.

Según las últimas proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*, ya no cabe esperar un agravamiento de los desequilibrios mundiales, debido sobre todo a la contribución de menores superávits en Japón y los países exportadores de petróleo y menores déficits en Estados Unidos y otras regiones (gráfico 1.11, panel 3). La acusada caída del

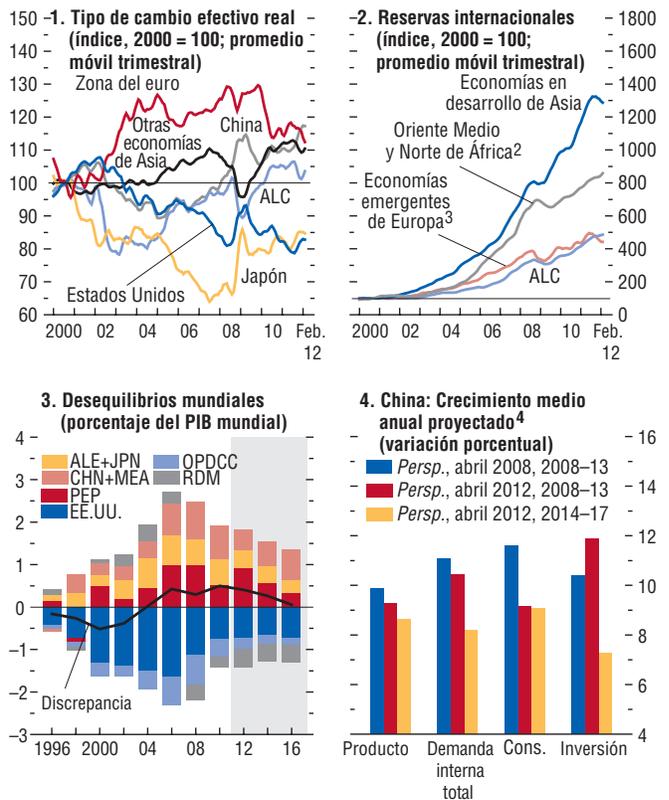
consumo en Estados Unidos y otras economías deficitarias, en relación con las proyecciones previas a la crisis, no se ha visto compensada por un mayor crecimiento de la demanda interna en las economías con superávits, incluido China, y el resultado ha sido una importante contracción de la demanda mundial con respecto a las proyecciones previas a la crisis. Esta circunstancia refleja excesos en las economías deficitarias que debieron corregirse y deficiencias de las políticas adoptadas en las economías superavitarias.

Las implicaciones de las nuevas proyecciones de la cuenta corriente son aún objeto de estudio mientras se elabora una nueva metodología para evaluar la consistencia multilateral de los tipos de cambio efectivos reales. Las variaciones más importantes entre las principales monedas desde la publicación de la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* han sido un aumento de 6% a 7% de los tipos de cambio efectivos reales del dólar de EE.UU. y el renminbi, y una fuerte revisión a la baja del pronóstico a mediano plazo del superávit en cuenta corriente de China. No obstante, se sigue previendo que el superávit de este país aumentará con respecto a los niveles actuales a medida que evolucionen los factores cíclicos (recuadro 1.3), y que alcanzará una proporción relativamente alta del PIB. Por lo tanto, no se pronostica una reducción de la contribución de las economías emergentes de Asia a los saldos en cuenta corriente (véase el gráfico 1.11, panel 3). Además, la reducción del desequilibrio externo de China ha traído aparejada una creciente tensión a raíz de desequilibrios internos (altos niveles de inversión y escaso consumo) que aún deben resolverse. Para ello se necesitan reformas estructurales y ajustes del tipo de cambio adicionales para que los incentivos se centren menos en la inversión, particularmente en el sector de bienes transables, y más en el incremento del ingreso de los hogares y el consumo.

Muchas economías de mercados emergentes siguen acumulando reservas internacionales u otros activos externos (gráfico 1.11, panel 2). En algunos casos, este comportamiento es comprensible; en otros, las reservas han alcanzado niveles elevadísimos, y su continua acumulación refleja un interés por mantener competitivo el tipo de cambio.

Gráfico 1.11. Desequilibrios mundiales¹

Recientemente, el dólar de EE.UU., el yen y el renminbi se han apreciado en términos efectivos reales, mientras que la mayoría de las otras monedas se han depreciado. Las principales economías emergentes, excepto China, han seguido acumulando reservas internacionales. Ya no se proyecta una ampliación de los desequilibrios mundiales. La revisión más reciente de las proyecciones de la cuenta corriente a mediano plazo se debe principalmente a una reducción del superávit de China.



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

¹ALC: América Latina y el Caribe; ALE+JPN: Alemania y Japón; CHN+MEA: China, Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia; EE.UU.: Estados Unidos; OPDCC: Bulgaria, Croacia, Eslovenia, España, Estonia, Grecia, Hungría, Irlanda, Letonia, Lituania, Polonia, Portugal, el Reino Unido, la República Checa, la República Eslovaca, Rumania y Turquía; PEP: Países exportadores de petróleo; RDM: Resto del mundo.

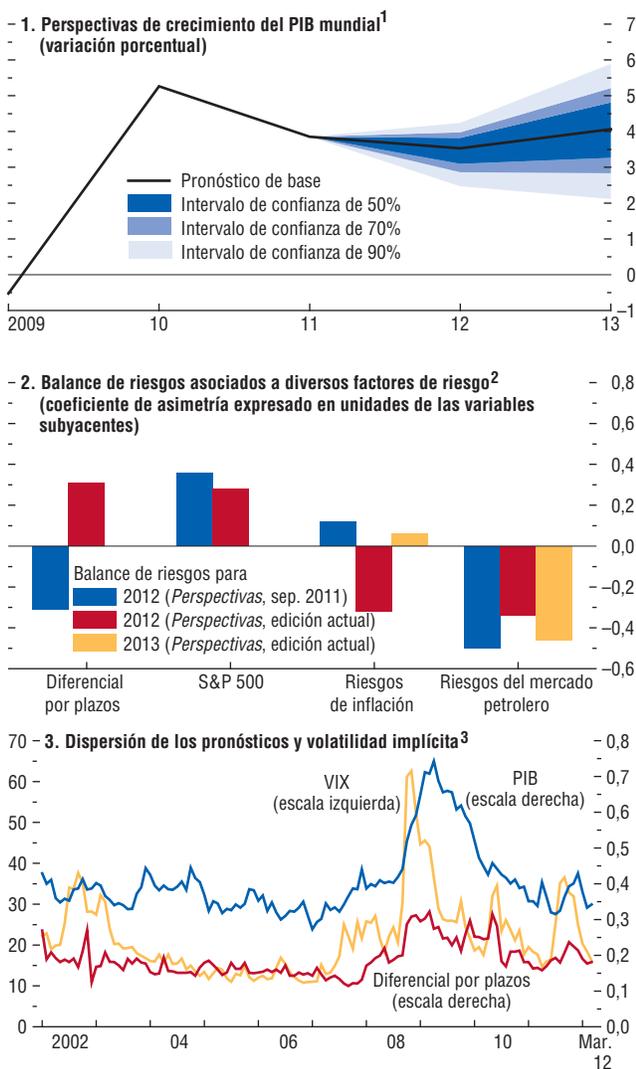
²Arabia Saudita, Bahrein, Djibouti, Egipto, los Emiratos Árabes Unidos, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Omán, Qatar, la República Árabe Siria, la República Islámica del Irán, la República del Yemen y Sudán.

³Bulgaria, Croacia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumania y Turquía.

⁴Variables en términos reales. Consumo es el consumo total. *Persp.* es *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 1.12. Riesgos para las perspectivas mundiales

Los riesgos en torno a las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* han disminuido, en concordancia con los indicadores de mercado, pero aún siguen siendo importantes y se inclinan a la baja. Los distintos indicadores no apuntan en un mismo sentido. Los indicadores de la inflación y los precios del petróleo señalan riesgos a la baja para el crecimiento, mientras que el diferencial por plazos y los precios de las opciones del índice S&P 500 señalan riesgos al alza.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Consensus Economics; Mercado de Opciones de Chicago, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹El gráfico de abanico muestra la incertidumbre en torno al pronóstico central de *Perspectivas de la economía mundial* 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 de la edición de abril de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*.

²Los valores correspondientes a los riesgos de inflación y los riesgos del mercado petrolero se registran con el signo opuesto, dado que representan riesgos a la baja para el crecimiento.

³El PIB mide la dispersión de los pronósticos del PIB para las economías del G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido), Brasil, China, India y México. VIX: Índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago. El diferencial por plazos mide la dispersión de los diferenciales por plazos implícitos en los pronósticos de las tasas de interés para Alemania, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido.

Riesgos

Las recientes medidas de política han ayudado a atenuar los riesgos, como lo confirman varios indicadores del riesgo de mercado, pero la situación de la economía mundial sigue siendo inusualmente vulnerable. Los dos riesgos más inmediatos son un recrudecimiento de la crisis de la zona del euro y la agudización de la incertidumbre geopolítica, que podría desencadenar un fuerte aumento del precio de petróleo. Otros riesgos que cabe mencionar son la creciente presión deflacionaria, especialmente en partes de la zona del euro; también, a mediano plazo, perturbaciones en los mercados mundiales de bonos debidas, por un lado, a economías políticas que tienden a ser accidentadas y a niveles elevados de déficit presupuestario y deuda en Estados Unidos y Japón; y por otro lado, a debilitamientos de auges crediticios en algunas economías de mercados emergentes. Asimismo hay riesgos al alza: el crecimiento podría resultar más fuerte de lo proyectado si en Estados Unidos y la zona del euro la recuperación se acelerara gracias a una respuesta más vigorosa de las políticas frente a la crisis de la zona del euro y a un resurgimiento de la confianza, y si las tensiones geopolíticas disminuyeran y la prima de riesgo de los precios del petróleo se redujera. El aumento de la confianza y la disipación de las perturbaciones de la oferta también podrían propiciar repuntes más vigorosos del consumo de bienes duraderos y de la inversión a escala mundial, impulsados por la solidez general de los balances de las empresas y el menor costo del capital.

El gráfico de abanico tradicional indica que los riesgos se han moderado en relación con las provisiones de la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* (gráfico 1.12, panel 1). El ancho de la banda de confianza de 90% del pronóstico es un poco menor que en septiembre. Esta disminución se debe a una menor dispersión de los pronósticos de los analistas para el diferencial por plazos, los precios del petróleo y el índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago (índice VIX) (gráfico 1.12, panel 3). En la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, los indicadores cuantitativos señalaban que el riesgo de una desaceleración mundial

grave —es decir, de que el crecimiento mundial caiga por debajo de 2% en 2012— era de aproximadamente 10%. Según la metodología elaborada por el personal técnico del FMI, esa probabilidad ha disminuido a alrededor de 1% para 2012. El gráfico de abanico se basa en cuatro indicadores de riesgo (gráfico 1.12, panel 2):

- *Diferencial por plazos*: Según los pronósticos de *Consensus Forecasts* para las tasas de interés, el crecimiento presenta riesgos al alza en 2012.
- *S&P 500*: Los precios de las opciones indican riesgos al alza para el crecimiento en 2012.
- *Inflación*: En 2012 la inflación presenta un riesgo al alza, lo cual según el gráfico de abanico representa un riesgo a la baja para el crecimiento mundial².
- *Mercado del petróleo*: Los riesgos a lo largo de 2013 siguen estando al alza en el caso de los precios del petróleo, lo que implica riesgos a la baja para el crecimiento mundial.

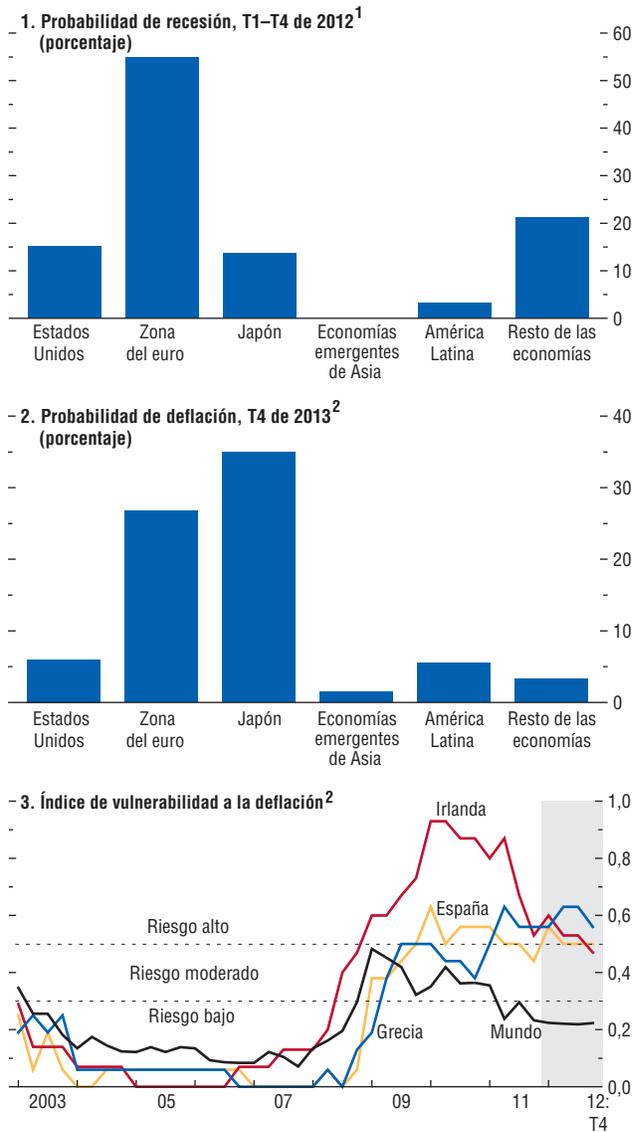
El gráfico de abanico ofrece una perspectiva de mercado sobre los riesgos, mientras que el Modelo de Proyección Mundial (GPM, por sus siglas en inglés) emplea análisis y proyecciones del personal del FMI basados en modelos relativos al PIB y la inflación. Las estimaciones basadas en el GPM hacen pensar que aún hay un riesgo importante de que se produzca una recesión nueva (o prolongada) en varias economías avanzadas. La probabilidad de crecimiento negativo del producto en 2012 es de aproximadamente 55% en la zona del euro, 15% en Estados Unidos, 14% en Japón y 3% en América Latina (gráfico 1.13, panel 1). Nuevos shocks o errores en la aplicación de las políticas podrían empujar a una de las principales economías avanzadas hacia una deflación prolongada.

A mediano plazo, la amenaza de una espiral de deuda y deflación sigue estando presente en varias economías; esta circunstancia se observa especialmente en la zona del euro, donde el crecimiento

²Basándose en la experiencia, la metodología del gráfico de abanico supone que la causalidad va de la inflación al crecimiento, y no viceversa. Un riesgo de menor inflación significa que podría aplicarse una política monetaria más laxa de lo previsto, lo cual generaría un mayor crecimiento. Véase un análisis más a fondo en Elekdag y Kannan (2009). Sin embargo, en la actualidad las principales economías avanzadas disponen de mucho menos margen de costumbre para recortar las tasas de interés.

Gráfico 1.13. Riesgos de recesión y deflación

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

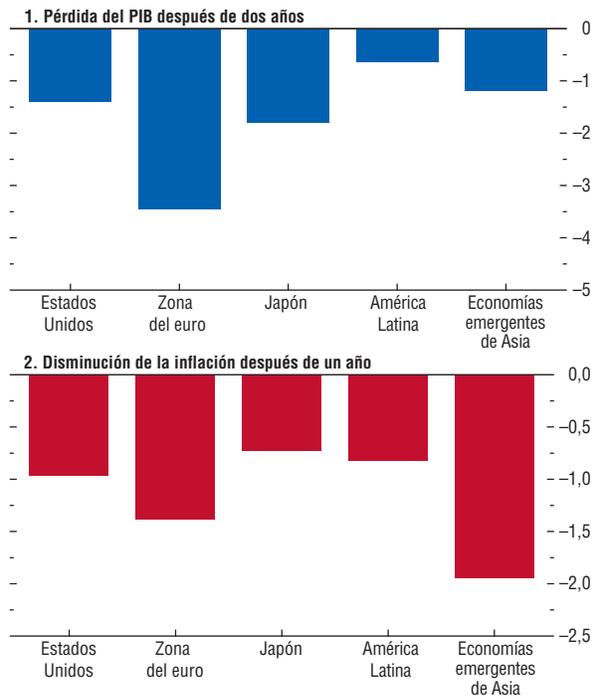


Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
¹América Latina: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; Economías emergentes de Asia: China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia; resto de las economías: Argentina, Australia,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

Gráfico 1.14. Escenario a la baja de *Perspectivas de la economía mundial* correspondiente a un aumento de las tensiones en torno al sector bancario y la deuda soberana en la zona del euro

(Desviación porcentual o en puntos porcentuales con respecto al escenario base de Perspectivas de la economía mundial)

Este escenario emplea una versión de seis regiones del Modelo Económico Mundial (GEM) para estimar el impacto mundial de una agudización del círculo vicioso entre las tensiones bancarias y de la deuda soberana en la zona del euro. Se supone que los bancos endurecen las normas crediticias y restringen el crecimiento del crédito para reponer las reservas de capital, de conformidad con el escenario de aplicación de “políticas deficientes” presentado en la edición de abril de 2012 del informe *GFSR*. Las perspectivas menos favorables de crecimiento resultantes agudizan las preocupaciones acerca de la sostenibilidad fiscal, y los diferenciales soberanos aumentan temporalmente 100 puntos básicos. Ante la mayor preocupación en el mercado, varias entidades soberanas de la zona del euro se ven obligadas a realizar una fuerte consolidación fiscal inicial —equivalen en promedio a 1 punto porcentual del PIB adicional en 2012 y 2013— que deprime aún más la demanda y el crecimiento a corto plazo. Además, se supone que el crédito en otras regiones se contrae conforme al escenario de “políticas deficientes” presentado en el informe *GFSR*. La política monetaria en muchas economías avanzadas está restringida por el límite cero de las tasas de interés nominal, lo cual amplifica el impacto negativo de estas condiciones adversas en la actividad. Las implicaciones macroeconómicas mundiales se presentan a continuación.



Fuente: Simulaciones del GEM.

del deflactor del PIB se ha situado durante ya tres años en tan solo alrededor de 1%. Los pronósticos de inflación basados en el GPM indican que en el último trimestre de 2013 la probabilidad de una caída de los precios al consumidor es superior a 25% en la zona del euro y a 35% en Japón (gráfico 1.13, panel 2). En cambio, en el caso de Estados Unidos esa probabilidad es de menos de 10%. Según un indicador compuesto, los riesgos de una deflación sostenida a escala mundial han disminuido desde 2008 (gráfico 1.13, panel 3)³. No obstante, la presión deflacionaria es considerable en varias economías de la periferia de la zona del euro (España, Grecia, Irlanda).

Aumento de las tensiones en torno al sector bancario y la deuda soberana en la zona del euro

A corto plazo, uno de los principales riesgos a la baja es una reagudización de las interacciones negativas entre la calidad de los activos bancarios y el riesgo soberano en la zona del euro. En el gráfico 1.14 se presenta un escenario a la baja en el que se supone que los bancos endurecen las normas crediticias y restringen el crecimiento del crédito para reponer las reservas de capital, de conformidad con el escenario de aplicación de “políticas deficientes” presentado en la edición de abril de 2012 del informe *GFSR*. Las resultantes perspectivas menos favorables de crecimiento provocan una agudización de las preocupaciones acerca de la sostenibilidad fiscal y un aumento de los diferenciales soberanos. Además, ante la mayor preocupación en el mercado, varias entidades soberanas de la zona del euro se ven obligadas a realizar consolidaciones fiscales con ajustes concentrados en la etapa inicial, lo cual deprime aún más la demanda y el crecimiento a corto plazo. Esto a su vez provoca un mayor deterioro de la calidad de los activos bancarios —debido a las mayores pérdidas por tenencias de deuda soberana— y un aumento de la morosidad de la cartera de préstamos al sector privado, que conduce a un mayor endurecimiento de las normas de crédito, y así sucesivamente. En la simu-

³Véanse detalles sobre la elaboración de este indicador en Decressin y Laxton (2009).

lación, la inversión privada se reduce casi un 15% (con respecto a las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*). El producto de la zona del euro se contrae aproximadamente 3½% con respecto al pronóstico de *Perspectivas de la economía mundial*, y la inflación interna descendería y se aproximaría a cero. Suponiendo que las contracciones del crédito en otras regiones se asemejan a las del escenario de aplicación de “políticas deficientes” del informe *GFSR*, y teniendo en cuenta los efectos de contagio por vía del comercio internacional, el producto mundial sería aproximadamente 2% inferior al proyectado en *Perspectivas de la economía mundial*. Las repercusiones de este escenario en las distintas regiones se analizan en el capítulo 2.

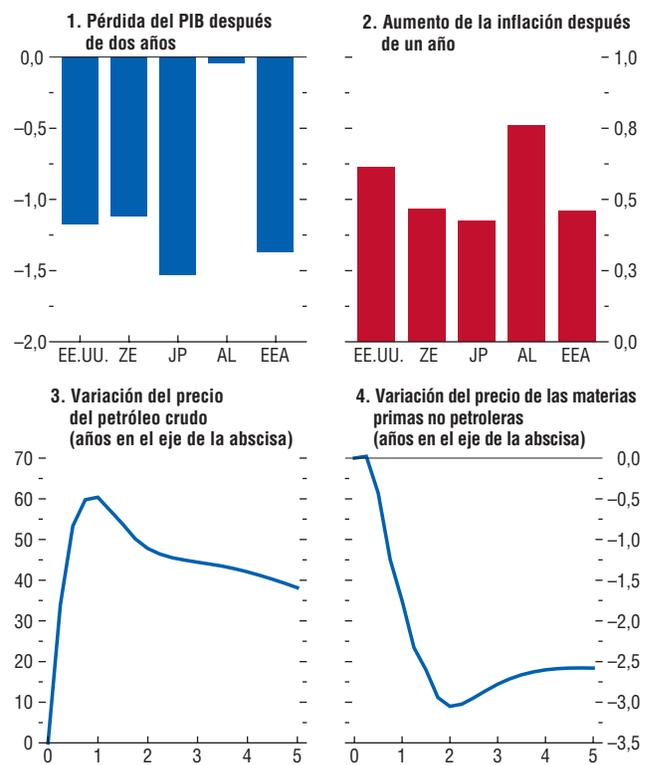
Shock adverso de la oferta de petróleo

El impacto en los precios del petróleo debido a una perturbación real o potencial del suministro de petróleo relacionada con acontecimientos en la República Islámica del Irán —el tercer productor mundial de petróleo crudo— sería importante si no se viera contrarrestado por aumentos de la oferta proveniente de otras regiones. Una suspensión de las exportaciones de Irán a las economías de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (si no es compensada) probablemente provocaría un alza inicial del precio del petróleo de alrededor de 20% a 30%, que tendería a aliviarse a medida que se vaya recurriendo a suministros provenientes de otros productores o de las reservas de emergencia; es probable que parte de este efecto ya esté considerado en los precios. Un aumento de la incertidumbre acerca de perturbaciones en la oferta de petróleo podría desencadenar una escalada mucho mayor de los precios. En el gráfico 1.15 se presenta un escenario a la baja en el que un shock de oferta negativo eleva el precio real del petróleo en un poco más de 50% en promedio en los dos primeros años. Esto reduce el ya lento crecimiento del ingreso real de los hogares e incrementa los costos de producción, con la consiguiente disminución de la rentabilidad. Los factores mencionados socavan la recuperación del consumo privado y del crecimiento de la inversión en las economías de todas las regiones, con la excepción de los países exportadores

Gráfico 1.15. Escenario a la baja de *Perspectivas de la economía mundial* correspondiente a una perturbación en la oferta mundial de petróleo¹

(Desviación porcentual o en puntos porcentuales con respecto al escenario base de *Perspectivas de la economía mundial*)

Este escenario emplea una versión de seis regiones del Modelo Económico Mundial (GEM) para estimar el impacto mundial de una perturbación en la oferta mundial de petróleo. El impacto en los precios del petróleo debido a una mayor preocupación en torno a un shock de la oferta relacionado con Irán (o una interrupción efectiva del suministro) sería fuerte si no se viera contrarrestado por aumentos de la oferta proveniente de otras regiones, dados los niveles limitados de existencias y la capacidad excedentaria y las condiciones del mercado físico que se prevé seguirán siendo restrictivas a lo largo de 2012. En este escenario, un shock de oferta negativo eleva el precio real del petróleo en promedio a un poco más del 50% por encima del escenario base de *Perspectivas de la economía mundial* durante los dos primeros años, después el precio se estabiliza alrededor de un 40% por encima del escenario base. Esto reduce el ya lento crecimiento del ingreso real de los hogares e incrementa los costos de producción, con la consiguiente disminución de la rentabilidad. Los factores mencionados socavan la recuperación del consumo privado y del crecimiento de la inversión en las economías de todas las regiones, con la excepción de los países exportadores netos de petróleo. El impacto macroeconómico se presenta en los gráficos a continuación. El impacto a corto plazo podría ser mucho mayor si el shock petrolero adverso minara la confianza o se propagara a los mercados financieros, efectos que no se consideran en este escenario.

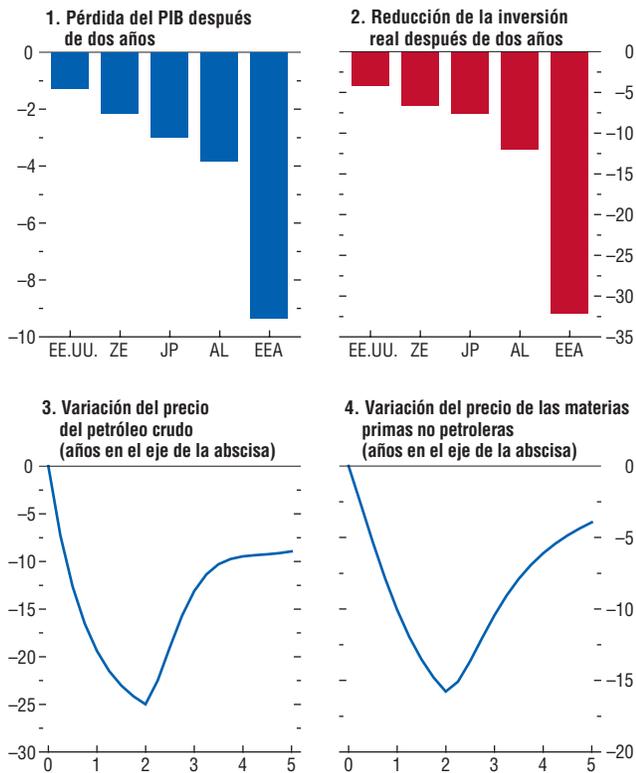


Fuente: Simulaciones del GEM.
¹EE.UU.: Estados Unidos; ZE: Zona del euro; JP: Japón; AL: América Latina; EEA: Economías emergentes de Asia.

Gráfico 1.16. Escenario a la baja de *Perspectivas de la economía mundial* correspondiente a una revaluación del crecimiento del producto potencial en las economías emergentes¹

(Desviación porcentual o en puntos porcentuales con respecto al escenario base de *Perspectivas de la economía mundial*)

Este escenario emplea una versión de seis regiones del Modelo Económico Mundial (GEM) para estimar el impacto mundial de una revaluación del crecimiento del producto potencial en las economías emergentes que también provoca una desaceleración del crecimiento del crédito. En este escenario, el crecimiento del crédito en las economías emergentes de Asia se reduce 3% cada año, a lo largo de cinco años, en relación con la trayectoria implícita de las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*. Se supone asimismo que el nivel a largo plazo del PIB potencial de las economías emergentes de Asia se reduce aproximadamente 10% debido a que la inversión se basó en expectativas demasiado optimistas sobre el crecimiento de la demanda externa. Se supone además que la menor demanda de las economías emergentes de Asia provoca una caída de precios de las materias primas que perjudica a las economías emergentes, particularmente en América Latina. Las expectativas del crecimiento potencial se rebajan para todas estas economías, y el nivel del producto disminuye alrededor de 5% a largo plazo, con una desaceleración proporcional del crecimiento del crédito. En las economías avanzadas también se registra una leve desaceleración del crecimiento del crédito, y se supone que la respuesta de política monetaria ante el shock externo adverso está restringida porque las tasas de interés de política monetaria han llegado al límite cero. Las implicaciones macroeconómicas de este escenario se presentan a continuación.



Fuente: Simulaciones del GEM.

¹EE.UU.: Estados Unidos; ZE: Zona del euro; JP: Japón; AL: América Latina; EEA: Economías emergentes de Asia.

netos de petróleo. A escala mundial, el producto se contrae aproximadamente un 1¼%. El impacto a corto plazo podría ser mucho mayor si el shock petrolero adverso minara la confianza o se propagara a los mercados financieros, efectos que no se consideran en este escenario.

Revaluación del crecimiento potencial del producto en las economías de mercados emergentes

Otro riesgo a la baja es el que se deriva de una revaluación fundamental del nivel de crecimiento sostenible en las economías de mercados emergentes. El factor desencadenante podría ser el endurecimiento de las normas crediticias por parte de los bancos y las autoridades a raíz de preocupaciones acerca de la calidad de las carteras de préstamo, preocupaciones que surgen al revaluarse la viabilidad de algunos proyectos de inversión que se financiaron durante la rápida expansión reciente del crédito. En el gráfico 1.16 se presenta un escenario a la baja en el que el crecimiento del crédito en las economías emergentes de Asia se reduce 3% cada año, a lo largo de cinco años, en relación con la trayectoria implícita en las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*. Se supone asimismo que el nivel a largo plazo del PIB potencial de las economías emergentes de Asia se reduce aproximadamente 10% debido a que la inversión previa se basó en un crecimiento demasiado optimista de la demanda externa. En este escenario, la menor demanda de Asia provoca una caída de precios de las materias primas que perjudica a los países que las exportan. Las expectativas de crecimiento potencial se rebajan para todas estas economías, el nivel del producto disminuye alrededor de 5% y el crecimiento del crédito se desacelera proporcionalmente. En las economías avanzadas también se registra una leve desaceleración del crecimiento del crédito, y se supone que la respuesta de política monetaria ante el shock externo adverso está restringida por el límite cero de las tasas de interés. Sin embargo, los efectos perjudiciales en la economía real son más pequeños que en las economías de mercados emergentes, pero aun así considerables; el producto se reduce 3% en Japón, 2¼% en la zona del euro y 1¼% en Estados Unidos.

Mejora de las perspectivas en la zona del euro y disminución de las tensiones en los mercados mundiales de crédito y petróleo

Para este escenario se suponen diversas mejoras. Las políticas en la zona del euro son más sólidas de lo proyectado, conforme al escenario de “aplicación cabal de las políticas” presentado en la edición de abril de 2012 del informe *GFSR*, y eso propicia una disminución mayor de lo previsto de las tensiones en torno al sector bancario y la deuda soberana (gráfico 1.17). Se supone que el promedio de la prima de riesgo soberano de la zona del euro disminuye 50 puntos básicos y que, en relación con el escenario base, el crédito al sector privado se expande. Fuera de la zona del euro las condiciones crediticias también se tornan menos restrictivas, sobre todo en Estados Unidos, donde se supone que el crédito a la pequeña y mediana empresa repunta mucho más que en el escenario base de *Perspectivas de la economía mundial*. Se supone además que las tensiones geopolíticas ceden y que el precio del petróleo se sitúa aproximadamente 10% por debajo del nivel de base. Según este escenario, en 2013 el PIB mundial es aproximadamente 1½% más alto gracias a mejoras de aproximadamente 2¼% en la zona del euro, alrededor de 1½% en Estados Unidos, cerca de 1½% en las economías emergentes de Asia y ¾% en Japón. La mejora en América Latina es más modesta debido a que los precios más bajos del petróleo son un freno para los países exportadores de la región.

Riesgos extremos

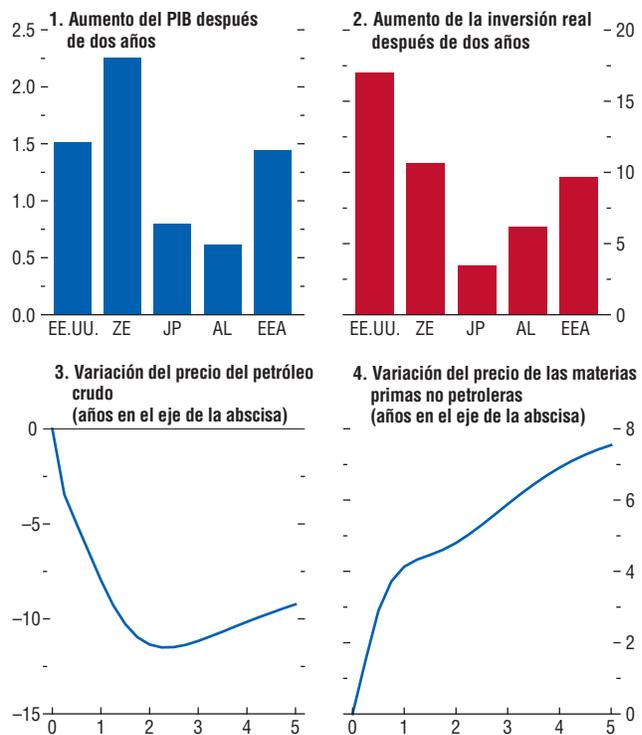
Existen riesgos extremos que son difíciles de cuantificar pero que merecen atención:

- Las consecuencias potenciales de una cesación de pagos y una salida desordenada de un país miembro de la zona del euro son impredecibles, y por lo tanto no es posible proyectarlas en un escenario específico. De ocurrir tal evento, otras economías de la zona del euro con similares características percibidas de riesgo también podrían verse sometidas a una fuerte presión, con un consecuente pánico generalizado en los mercados financieros y fugas de depósitos de varios sistemas bancarios. Ante estas circunstancias no se puede descartar una ruptura de la zona del euro. Los efectos de contagio financieros y reales a otras regiones, en especial a las economías

Gráfico 1.17. Escenario al alza de *Perspectivas de la economía mundial*¹

(Desviación porcentual o en puntos porcentuales con respecto al escenario base de *Perspectivas de la economía mundial*)

Este escenario emplea una versión de seis regiones del Modelo Económico Mundial (GEM) para estimar el impacto mundial de una disipación mayor de lo previsto de las tensiones en torno al sector bancario y la deuda soberana en la zona del euro, una mejora de las condiciones en los mercados de crédito privados en otras regiones y un descenso de los precios mundiales del petróleo. Se supone que el promedio del diferencial de riesgo soberano de la zona del euro disminuye 50 puntos básicos, y que, en relación con el escenario base, el crédito al sector privado se expande conforme al escenario de “aplicación cabal de las políticas” presentado en el informe *GFSR*. Fuera de la zona del euro las condiciones crediticias también se tornan menos restrictivas, sobre todo en Estados Unidos. Se supone que el precio del petróleo se sitúa aproximadamente 10% por debajo del precio del escenario base de *Perspectivas de la economía mundial*. Las implicaciones macroeconómicas de este escenario se presentan a continuación.



Fuente: Simulaciones del GEM.
¹EE.UU.: Estados Unidos; ZE: Zona del euro; JP: Japón; AL: América Latina; EEA: Economías emergentes de Asia.

emergentes de Europa, probablemente serían de gran magnitud. Esto podría causar fuertes shocks políticos que podrían elevar la tensión económica a niveles muy por encima de los registrados tras el derrumbe de Lehman.

- En el actual entorno en el que el margen de maniobra para la aplicación de políticas es limitado, también es posible que varios shocks adversos interactúen entre sí y provoquen una fuerte desaceleración parecida a la de los años treinta. Por ejemplo, una agudización de la preocupación acerca de un shock en la oferta de petróleo relacionado con la República Islámica del Irán podría causar una escalada de los precios del petróleo que deprimiría el producto en la zona del euro, amplificando las interacciones negativas entre los sectores de hogares, entidades soberanas y bancos. Entre tanto, el shock de los precios del petróleo también podría dar lugar a una revaluación de la sostenibilidad de los auges crediticios y del crecimiento potencial en las economías emergentes de Asia, lo que provocaría aterrizajes bruscos en estas economías. Esto a su vez podría ocasionar un desplome de los precios de las materias primas no petroleras que perjudicaría a muchas economías emergentes y en desarrollo, particularmente en América Latina y África. En términos más generales, un aumento simultáneo de la aversión mundial al riesgo podría inducir una repentina interrupción de los flujos de capitales a las economías emergentes y en desarrollo.
- Los mercados de deuda soberana en Japón y Estados Unidos han permanecido en calma e incluso se han beneficiado de los flujos que buscan un refugio seguro. No obstante, si se sigue sin adoptar y ejecutar planes firmes de consolidación a mediano plazo, estas economías podrían perder su atractivo como refugio seguro, riesgo que es especialmente pertinente en el caso de Japón. Esta circunstancia podría desestabilizar gravemente los mercados mundiales de bonos, con repercusiones potencialmente graves en el producto mundial.

Retos de política económica

Las principales preocupaciones son que la economía mundial siga siendo susceptible a importantes

riesgos a la baja que minan la confianza de consumidores e inversionistas y que la recuperación siga siendo anémica en las principales economías avanzadas, con grandes brechas del producto que persistan por algún tiempo. Estos desafíos exigen la toma de medidas de política adicionales, especialmente en las economías avanzadas: implementar planes de consolidación fiscal a mediano plazo evitando ajustes excesivos; mantener una orientación muy acomodaticia de la política monetaria y proporcionar abundante liquidez para ayudar a reparar los balances de los hogares y del sector financiero, y resolver la crisis de la zona del euro sin demora. En tal sentido, un avance más rápido podría reducir significativamente el riesgo de que se autoperpetúen el pesimismo y equilibrios deficientes. En el caso de las economías emergentes y en desarrollo, las políticas tienen que estar encaminadas a garantizar un aterrizaje suave de las economías que han experimentado un crecimiento sostenido y muy vigoroso del crédito.

Políticas en las economías avanzadas

Las principales economías avanzadas aún no se recuperan por completo de los shocks que desencadenaron la Gran Recesión. Para superar estos shocks se necesita mantener las tasas de política monetaria excepcionalmente bajas y las medidas de respaldo no convencionales; una consolidación fiscal limitada a corto plazo, de ser posible, y un fuerte ajuste fiscal a mediano y largo plazo. Se necesita asimismo redoblar los esfuerzos para reforzar y reformar los sectores financieros. En la zona del euro, las reformas de la estructura de gobierno y las políticas estructurales en pro de la competitividad pueden, con el tiempo, contrarrestar el impacto negativo del desapalancamiento de los balances en el producto. Sin embargo, el desafío más inmediato consiste en contener los efectos de contagio de la crisis en los países de la periferia.

Las reformas estructurales e institucionales son esenciales para reparar el daño causado por la crisis y para reducir la probabilidad de crisis futuras. Estas reformas han de abordar cuestiones muy diversas: los sistemas de pensiones y atención de la salud, los mercados de trabajo y de productos, los sectores inmobiliarios y, quizá lo más importante, los sectores

financieros. Las necesidades específicas varían entre las distintas economías y se analizan a fondo en las siguientes secciones.

Avance hacia finanzas públicas más sostenibles

En vista de que en muchas economías avanzadas las brechas del producto aún son amplias, el rumbo más adecuado para la política fiscal consiste en adoptar medidas que inflijan el menor daño posible a corto plazo en la demanda y que impidan trayectorias insostenibles a largo plazo. Las economías que no están sometidas a la presión de los mercados y cuyas tasas impositivas no son altas se beneficiarían de una expansión fiscal con equilibrio presupuestario (inclusive alrededor de las actuales trayectorias de consolidación) y de medidas amplias para afianzar la credibilidad y recortar el gasto en prestaciones sociales en el futuro.

- Dadas las preocupaciones con respecto al margen de maniobra fiscal, una expansión fiscal con equilibrio presupuestario podría respaldar la actividad y el empleo y a la vez mantener encarrilados los planes de consolidación fiscal. Por ejemplo, los aumentos temporales de impuestos acompañados de aumentos de las adquisiciones del gobierno —para atender acuciantes necesidades de infraestructura— podrían dar como fruto un aumento casi equivalente del producto⁴. El gasto público focalizado en hogares en dificultades que gastan todo su ingreso disponible arrojará un aumento similar del producto. Otra posibilidad sería recortar el gasto de bajo efecto multiplicador y al mismo tiempo incrementar el gasto de alto efecto multiplicador. Al apoyar la actividad, esta expansión fiscal con equilibrio presupuestario también podría apoyar la reducción focalizada de las relaciones deuda pública/PIB.
- En la edición de abril de 2012 del informe *Monitor Fiscal* se destacan las ventajas de fortalecer las instituciones fiscales, adoptar y comprometerse

⁴ Las simulaciones de los modelos de políticas de seis instituciones —la Reserva Federal, el BCE, la Comisión Europea, la OCDE, el Banco de Canadá y el FMI— son coherentes con este resultado. Véase Coenen *et al.* (2012). Cabe destacar que las variaciones de la política fiscal con equilibrio presupuestario son una espada de doble filo. Por el lado negativo, las reducciones temporales de impuestos y de gasto llevadas a cabo en forma paralela provocarán contracciones del producto.

a cumplir reglas fiscales sólidas y reformar los regímenes de prestaciones sociales (por ejemplo, vinculando la edad de jubilación a la esperanza de vida y mejorando los incentivos en el sector de atención de la salud). Las reformas de los regímenes de prestaciones sociales parecen constituir la opción más prometedora porque demuestran la capacidad de las autoridades para actuar. Dependiendo de su diseño, estas reformas pueden reducir los pasivos del sector público que no figuran en el balance solo con un pequeño impacto negativo a corto plazo en el producto. En este sentido, varias economías avanzadas están abordando con determinación la reforma de los sistemas de pensiones y atención de la salud, que ofrece sin duda las mayores ventajas potenciales⁵. Se ha avanzado más en lo que se refiere a la mejora de las reglas fiscales y la gobernabilidad, pero los mercados siguen cuestionando la exigibilidad de dichas reglas y persisten preocupaciones en torno a temas más generales relacionados con la gobernabilidad.

Se necesitan planes realistas de ajuste fiscal a mediano plazo para mantener o restablecer la credibilidad y para ayudar a anclar las expectativas. Muchas economías avanzadas ya han adoptado planes de este tipo. Dadas las débiles perspectivas de crecimiento en las principales economías, aquellas que dispongan de margen de maniobra de política fiscal —en términos de la solidez de sus cuentas fiscales y de su credibilidad en los mercados— pueden reconsiderar el ritmo de consolidación. Las otras economías deben permitir que los estabilizadores automáticos actúen libremente mientras estén en condiciones de financiar sin problema déficits más altos y deben estudiar medidas para lograr una expansión fiscal con equilibrio presupuestario. Por su parte, Estados Unidos y Japón deben adoptar sin demora planes creíbles de ajuste fiscal a mediano plazo. A corto plazo, según las actuales leyes de Estados Unidos muchas disposiciones tributarias caducan a partir de 2013, justo cuando entran en vigor profundos recortes automáticos del gasto. Esta circunstancia, de materializarse, sería muy perjudi-

⁵ Véase el cuadro estadístico 9 en la edición de septiembre de 2011 del informe *Monitor Fiscal*.

cial para la recuperación económica. Para reducir a un mínimo las incertidumbres consiguientes, las autoridades deben acordar lo antes posible sus planes fiscales para el próximo año y a mediano plazo. Dada la tasa de ingresos relativamente baja, las autoridades deben introducir recortes de gastos y aumentos de impuestos a mediano plazo. Japón se ha propuesto reducir el déficit primario a la mitad para 2015 y lograr un superávit primario para 2020, y las autoridades han planteado una serie de medidas para alcanzar la primera meta; por ejemplo, el incremento del impuesto sobre el consumo para que en 2015 haya aumentado al doble, es decir, a 10%. Sin embargo, se han de tomar medidas adicionales para situar la deuda en una trayectoria descendente. Las posibles medidas y sus ventajas y desventajas se analizan en el informe *Monitor Fiscal*, en su edición de abril de 2012 y en varias ediciones anteriores.

Fortalecimiento de los sectores financieros

Las autoridades de supervisión prudencial tienen ante sí importantes desafíos, tal como se analiza en la edición de abril de 2012 del informe *GFSR*. En muchas economías de gran tamaño, los sectores financieros crecieron y se apalancaron demasiado en la década previa a la crisis financiera. A la larga, la contracción y el desapalancamiento son pasos necesarios para mejorar la estabilidad del sistema: los excesos financieros fueron una importante fuente de shocks y un factor que socavó mucho la capacidad del sistema para absorber shocks de cualquier origen.

El desafío actual para las autoridades, y el que reviste más urgencia en Europa, es evitar un desapalancamiento desordenado y destructivo del sistema bancario y promover un flujo adecuado de crédito al sector privado. Esto supone encontrar un equilibrio justo entre abordar y aliviar las presiones a corto plazo y realizar un ajuste sostenido a mediano plazo. Así como un ajuste fiscal demasiado rápido puede ser contraproducente, también lo puede ser un desapalancamiento drástico de los balances. El dilema en Europa es que si bien la magnitud de la recapitalización, reestructuración o resolución de los bancos ha sido inadecuada, una contracción rápida del crédito bancario es lo contrario de lo que la economía necesita. Las autoridades de supervisión tienen que cerciorarse de que el desapalancamiento

se logre limitando el daño a la economía. Por ejemplo, si los bancos se deshacen de activos heredados o venden segmentos no esenciales de sus operaciones a instituciones sólidas, el crédito a la economía no se reducirá tanto como si recortaran el otorgamiento de nuevos préstamos o redujeran las líneas de crédito y las carteras de préstamos. Las implicaciones específicas en materia de política para las autoridades de la zona del euro se analizan más adelante.

Las autoridades en otras regiones deben estar preparadas para respaldar la liquidez en sus sistemas bancarios. No se proyecta que los efectos de desapalancamiento en la zona del euro vayan a tener un impacto importante fuera de Europa. Sin embargo, de materializarse el escenario a la baja en la zona del euro, los efectos de contagio financiero podrían amplificarse mucho. Las autoridades deben pensar en ofrecer mecanismos de respaldo de liquidez; por ejemplo, mediante líneas de *swap* con la Reserva Federal para aliviar episodios de escasez de dólares, acuerdos regionales de mancomunación de recursos o respaldo del FMI, reducción de los altos niveles de reservas externas (en algunas economías) y refuerzos de las garantías de depósitos. Se deben dar instrucciones a los bancos poco capitalizados para que incrementen sus reservas de capital. Asimismo, las autoridades deben tener en cuenta la necesidad de que el crédito siga fluyendo a los agentes afectados por el racionamiento del crédito (pequeñas y medianas empresas, hogares) y de que se mantenga el financiamiento para el comercio exterior, quizás a través de programas públicos temporales.

Sigue siendo esencial contar con mejores políticas y marcos prudenciales para reconstruir el sistema financiero mundial. Se ha avanzado mucho en el fortalecimiento de los marcos prudenciales de los bancos, aun en medio de los continuos problemas que plantean las instituciones que son demasiado grandes o demasiado complejas como para permitir su quiebra. Pero aún están pendientes muchos desafíos, como por ejemplo los siguientes: implementar regulaciones consensuadas (como Basilea III) a nivel de cada país; mejorar la regulación y supervisión del sistema bancario paralelo; garantizar que los bancos no dependan excesivamente de un financiamiento mayorista impredecible; y dotar de transparencia a los grandes mercados de derivados. Además, se debe reforzar la colaboración transfronteriza

cotidiana entre las autoridades de supervisión. Los avances desiguales o limitados en estos ámbitos constituyen una creciente preocupación.

Mantener una política monetaria laxa

En crisis financieras pasadas, los recortes de las tasas de interés y las devaluaciones cambiarias ayudaron a sacar a las economías de la recesión. No hay mucho margen para ninguna de estas opciones en las economías avanzadas más grandes, excepto en la zona del euro.

- El BCE dispone de cierto margen para reducir aún más la tasa de política monetaria dado que se proyecta un descenso de la inflación bastante por debajo del nivel “cercano pero inferior” a 2% que el BCE fija como meta a mediano plazo, y dado que los riesgos de efectos de segunda ronda debidos al alto nivel de los precios del petróleo o de alzas de los impuestos y los precios administrados parecen ser pequeños. Según las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*, el nivel general de inflación del índice de precios al consumidor descenderá a aproximadamente 1½% en 2013, es decir, por debajo de la meta del BCE⁶. Los bajos niveles de inflación interna pueden complicar la mejora, tan necesaria, de los balances de los deudores y entorpecer los ajustes que tanto se necesitan en términos de competitividad. El BCE debe mantener sus políticas no convencionales para garantizar condiciones ordenadas en los mercados de financiamiento y así facilitar el efecto de traspaso de la política monetaria a la economía real.
- Las tasas de interés de política monetaria en Estados Unidos, Japón y el Reino Unido ya han llegado o se aproximan a su límite inferior. Si los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento amenazaran con materializarse, los bancos centrales de esos países podrían reforzar sus políticas no convencionales, preferiblemente de una forma que suavice las condiciones crediticias para las pequeñas y medianas empresas y los hogares. Dada la bajísima presión inflacionaria interna en Japón, es posible que de todos modos se necesite un relajamiento de la política monetaria para

garantizar que se alcance la meta de inflación a mediano plazo.

Las autoridades también podrían considerar otras medidas focalizadas en los agentes afectados por la restricción del crédito. Como se analiza en el capítulo 3, los programas fiscales para reestructurar las hipotecas pueden ofrecer mecanismos eficientes para aliviar la situación de los hogares endeudados. En Estados Unidos, por ejemplo, los programas han beneficiado a muchos menos hogares de lo previsto inicialmente, pero ya se han adoptado medidas adicionales. En el caso de las pequeñas y medianas empresas, los costos de endeudamiento podrían reducirse directamente mediante subsidios y programas temporales ofrecidos por bancos públicos de desarrollo.

Los balances de los bancos centrales, y el margen para pérdidas en sus cuentas financieras, se han expandido considerablemente gracias a que dichas instituciones han incrementado las compras de títulos y han ampliado las normas sobre activos de garantía (gráfico 1.5, panel 4). Sin embargo, la magnitud de las expansiones de los balances da muy pocos indicios acerca del riesgo de inflación. Ante la mayor incertidumbre, los bancos y otros agentes económicos están manteniendo mucha más liquidez que antes de la crisis. A medida que mejoren las condiciones económicas y que se acelere la oferta de crédito, los bancos centrales pueden absorber liquidez, por ejemplo permitiendo que expiren las operaciones de refinanciamiento, vendiendo títulos previamente adquiridos o emitiendo sus propios valores. Los problemas surgen cuando el sector público se enfrenta a límites políticos o prácticos que afectan su capacidad a largo plazo para reducir los déficits. Si esta situación se tornara muy probable, se registraría un nivel alto y persistente de inflación. Para evitarlo, los bancos centrales tienen que preservar su independencia para procurar alcanzar una meta de inflación baja, y los presupuestos públicos deben ser sostenibles a lo largo del tiempo, en lo que se refiere tanto a su viabilidad política como al tamaño proyectado del déficit⁷. Cuanto más eficaz sea la política fiscal para hacer

⁶Una tasa media de inflación de 1½% tendrá manifestaciones muy diferentes en el núcleo y en la periferia de la zona del euro.

⁷Las reservas de capital y revaluación de los bancos centrales no son una consideración importante. Las pérdidas contables no revisten importancia, siempre que los bancos centrales gocen de independencia y que las políticas fiscales se consideren sostenibles.

frente a este desafío intertemporal, mayor será el margen de la política monetaria para ofrecer apoyo.

Hacer frente a la crisis de la zona del euro

A corto plazo la atención debe centrarse en la gestión de la crisis para impedir que se materialicen los riesgos a la baja analizados anteriormente. El suministro de suficiente liquidez ayudará a evitar costos anormales de financiamiento para las entidades soberanas y los bancos y a prevenir la posibilidad de contagio. A tales efectos, la zona del euro necesita un cortafuegos lo suficientemente amplio, resistente y flexible como para impedir el contagio y facilitar el proceso de ajuste en los países muy endeudados. La decisión reciente de combinar el MEDE y el FEEF es por tanto un hecho positivo que, junto con las otras iniciativas europeas recientes, afianzará el mecanismo europeo de control de crisis y respaldará los esfuerzos del FMI para consolidar el cortafuegos de Europa. Los mecanismos de control de crisis (FEEF/MEDE) también deben gozar de suficiente flexibilidad como para permitirles asumir participaciones directas en bancos y ayudar a la reestructuración de instituciones financieras cuando sea necesario. Esto ayudará a cortar la cadena de interacciones negativas entre los riesgos bancarios y los riesgos soberanos en la zona del euro.

También es crucial romper las interacciones negativas entre el crecimiento deficiente, el deterioro de los saldos fiscales, las crecientes necesidades de recapitalización de los bancos y el desapalancamiento; dichas interacciones elevan el riesgo de un período prolongado de deflación. El BCE debería relajar más la política monetaria para garantizar que la inflación evolucione conforme a su meta a mediano plazo y evitar los riesgos de deflación, facilitando asimismo de ese modo los ajustes que tanto se necesitan en términos de competitividad⁸. Por su parte, las autoridades bancarias nacionales deben coordinar sus labores con las autoridades de supervisión del país receptor para vigilar y limitar el desapalancamiento de sus bancos dentro del país y en el extranjero. Los supervisores bancarios deben hacer todo lo posible para evitar un desapalancamiento demasiado rápido que

⁸Los indicadores amplios de inflación interna (del PIB) se han aproximado a 1% desde 2009. En tales condiciones, el reequilibrio interno es muy difícil de lograr.

restrinja el crédito a la economía real. Para lograrlo es necesario inyectar más capital en los bancos de la zona del euro. Es posible que esto exija el uso de recursos públicos para la recapitalización, incluidos los provenientes del FEEF/MEDE.

El desafío fundamental consiste en trazar una trayectoria que ayude a retornar a un crecimiento sostenido. Las deficiencias de las reformas estructurales varían de un país a otro, pero se deben llevar a cabo esfuerzos generalizados para reducir las barreras de entrada a los mercados de productos y servicios y para permitir que los mercados de trabajo generen más empleo. Las economías con posiciones externas débiles se enfrentan a la posibilidad de tener que lograr una inflación muy baja o deflación —“devaluaciones internas”— para ayudar a restablecer la competitividad, ya que dichas economías, al ser miembros de una unión monetaria, no pueden recurrir a la depreciación de su moneda. Las devaluaciones internas, sin embargo, agravarían el problema de sobreendeudamiento en el corto a mediano plazo.

A mediano plazo será necesario tomar muchas decisiones difíciles para subsanar las deficiencias en el diseño de la UEM que contribuyeron a la crisis.

- Se necesita urgentemente un mecanismo sólido que permita la aplicación de políticas fiscales prudentes. En este sentido, el “pacto fiscal” recientemente acordado constituye un avance importante en la tarea de mejorar la credibilidad fiscal sin que esto perjudique demasiado la flexibilidad fiscal, que a su vez reviste importancia dado que se avecina un período de débil crecimiento. Sin embargo, lo que será clave es la aplicación del pacto, y esta podría exigir una participación activa de las instituciones de la UE en la definición de los presupuestos nacionales, tal como lo prevén las actuales propuestas (de doble componente, o *two pack*). También será necesario complementar el pacto fiscal con una distribución más amplia del riesgo fiscal para garantizar que la dislocación económica de un país no se convierta en una costosa crisis fiscal y financiera para toda la región.
- Se necesita asimismo un mecanismo de distribución de riesgos entre el sector privado que esté basado en un sistema financiero más integrado a

nivel de la zona del euro⁹. Esto se podría lograr avanzando hacia la adopción de un modelo de régimen común de supervisión y resolución, como por ejemplo un mecanismo de respaldo técnico y un régimen de garantía de depósitos compartidos: la responsabilidad conjunta de supervisión trae consigo responsabilidad conjunta de apoyo financiero. Actualmente, la falta de un sistema común de este tipo distorsiona la política monetaria y la competencia en el sistema financiero: en el caso de poder obtener financiamiento en el mercado, los bancos saludables de las economías de la periferia ahora solo pueden obtenerlo a un costo mucho más alto que sus similares en las economías centrales a causa de la debilidad de sus entidades soberanas. Las operaciones de financiación a plazo más largo del BCE están ayudando a corregir esta situación, aunque solo de manera temporal.

- Tiene que lograrse un mejor ajuste frente los desequilibrios reales, fiscales y financieros. Un avance más rápido hacia la creación del mercado único de bienes y servicios y de las reformas de los mercados de trabajo podría ayudar a estimular el crecimiento y el proceso de ajuste. Varias economías en la periferia de la zona del euro están llevando a cabo reformas de gran envergadura, en especial en los mercados de trabajo. Los avances en estos ámbitos revisten una importancia enorme para el buen funcionamiento de una unión monetaria.

Políticas en las economías emergentes y en desarrollo

Las economías emergentes y en desarrollo tienen que evitar estimular demasiado la actividad como estrategia para compensar la menor demanda de las economías avanzadas. En varias economías persisten presiones de sobrecalentamiento debidas al dinamismo de la actividad, el fuerte crecimiento del crédito y niveles aún altos de los precios de las materias primas (gráfico 1.18). Entre los indicadores de sobrecalentamiento, los que se refieren a la evolución externa son los que más auguran cierto grado de alivio, pero esto podría cambiar rápidamente porque los flujos de capitales están retornando. La respuesta

⁹El sector financiero, incluida la propiedad de activos financieros diversificados, representa una gran parte de la distribución del riesgo en Estados Unidos (véase Asdrubali, Sorensen y Yosha, 1996).

adecuada de política económica variará según el caso. En las economías que en gran medida han normalizado sus políticas macroeconómicas, la atención a corto plazo debe centrarse en las medidas de respuesta ante la moderación de la demanda interna y la desaceleración de la demanda externa proveniente de las economías avanzadas. Al mismo tiempo, estas economías tienen que estar preparadas para hacer frente a los efectos de contagio negativos originados en las economías avanzadas y a la volatilidad de los flujos de capitales. Otras economías deberían evitar nuevos estímulos y más bien deberían seguir recomponiendo el margen de maniobra fiscal, retirar las políticas monetarias acomodaticias y reforzar las políticas y los marcos prudenciales.

Los modelos elaborados por el personal técnico del FMI indican que la contracción monetaria, de ser necesaria, solo debe ser de carácter limitado. No obstante, las necesidades varían en las distintas economías del G-20. Es posible que se necesite una contracción, de diferente grado, en Argentina, India, Indonesia, Rusia y Turquía (gráfico 1.19, paneles 1 y 2). Las economías en las que la presión inflacionaria está disminuyendo pueden mantener las condiciones actuales (China, México), aunque en el caso de China es necesario controlar el otorgamiento de préstamos a sectores sobrecalentados (como el inmobiliario). En los países en los que las expectativas de inflación han rebasado el nivel fijado como meta, el margen de maniobra para la aplicación de políticas es ahora más limitado (Brasil). La presión inflacionaria aún es fuerte en varias economías de la región de OMNA y África subsahariana, que quizá tengan que endurecer aún más las condiciones monetarias y crediticias. De materializarse los riesgos a la baja para la demanda externa, la política monetaria en general debería ser la primera línea de defensa. En cuanto a los riesgos que plantea el alza de precios del petróleo, los bancos centrales tienen que procurar que estos no den origen a una presión inflacionaria más amplia; afortunadamente, el descenso de los precios de los alimentos, que suelen representar una proporción mucho mayor del gasto de los hogares, está ayudando a contener estos riesgos.

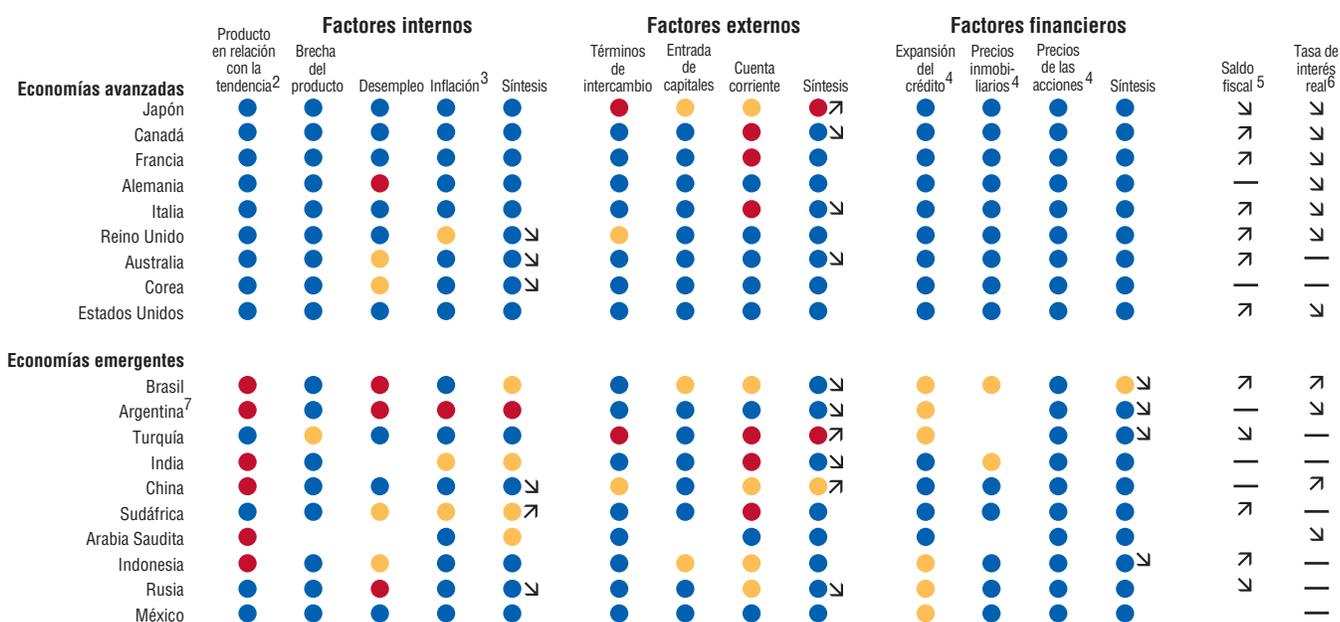
La política fiscal en las economías emergentes y en desarrollo debe responder a las condiciones y los riesgos presentes en cada caso, pero en general debe

Gráfico 1.18. Indicadores de sobre calentamiento de las economías del G-20¹

Varios indicadores apuntan a que las presiones de sobre calentamiento han disminuido en las economías de mercados emergentes. Sin embargo, esto se debe sobre todo a una reducción de los flujos de capitales y a acontecimientos en los mercados financieros, que están dando un giro y podrían dar lugar a una reanudación del sobre calentamiento.

Estimaciones de 2012 por encima del promedio de 1997–2006

● Menos de 0,5 desviaciones estándar ● Mayor o igual que 0,5 pero menor que 1,5 desviaciones estándar ● Mayor o igual que 1,5 desviaciones estándar



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

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

²El 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.

³En el caso de las siguientes economías con metas de inflación, se utilizó la tasa de inflación fijada como meta en lugar del promedio de 1997–2006 para calcular el indicador de inflación: Australia, Brasil, Canadá, Corea, Indonesia, México, el Reino Unido, Sudáfrica y Turquía. En el caso de las economías sin metas de inflación, se asigna el color rojo si la inflación es aproximadamente 10% o más, amarillo si la inflación es aproximadamente 5% a 9% y azul si la inflación es inferior a 5%.

⁴Los indicadores de expansión del crédito, aumento de los precios inmobiliarios y aumento de los precios de las acciones se calculan en base a los últimos valores de 2012 en relación con el promedio de 1997–2006 del 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 2011–12. Un aumento de más de 0,5% del PIB está indicado por una flecha ascendente; una disminución de más de 0,5% del PIB está indicada 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.

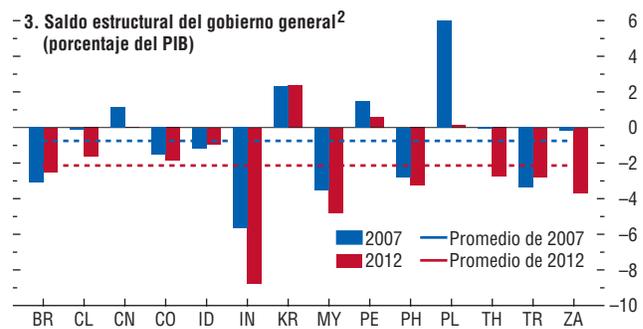
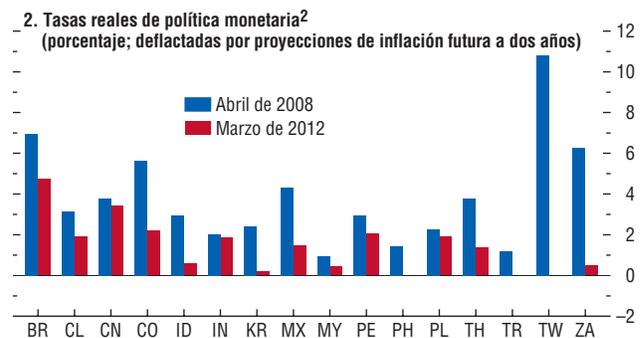
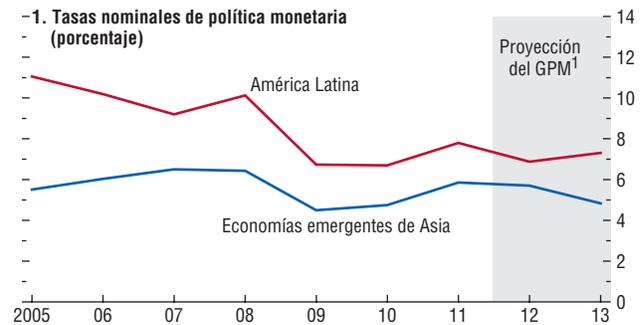
⁷Las cifras se basan en los datos oficiales del PBI de Argentina. El FMI ha pedido a Argentina que adopte medidas correctivas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PBI. El personal técnico del FMI también está utilizando otros indicadores del crecimiento del PBI a los efectos de la supervisión macroeconómica, entre los cuales se incluyen datos de analistas privados, que han mostrado desde 2008 un crecimiento del PBI real significativamente más bajo que el que indican los datos oficiales. Las variables nominales se deflactan utilizando la estimación del personal técnico del FMI sobre el promedio de la inflación provincial.

seguir recomponiendo el margen de maniobra para la adopción de políticas (gráfico 1.19, panel 3). En este contexto, la moderada contracción fiscal que está en curso parece ser adecuada (véase el gráfico 1.7, panel 2). Varias economías emergentes de Asia (con la notable excepción de India) disponen de margen de maniobra para aplicar políticas que respalden en mayor medida la actividad económica, en vista de la favorable dinámica de la deuda. Entre las economías del G-20, parecería que Argentina, India, Rusia y Turquía deberían aplicar políticas fiscales más restrictivas de las que se proyectan en la actualidad. En otras economías, los déficits, que están en niveles más altos que antes de la crisis, implican que se deben evitar nuevas medidas de estímulo, y que a la vez se debe permitir que los estabilizadores automáticos operen libremente. Las economías emergentes y en desarrollo que dependen mucho de los ingresos derivados de las materias primas y de la entrada de capitales también tienen que evaluar cuidadosamente los riesgos de una desaceleración fuerte y prolongada de ese tipo de financiamiento. En general, si los riesgos externos a la baja para el crecimiento se materializaran, se debería permitir el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, siempre que haya financiamiento disponible y que así lo permita el objetivo de garantizar la sostenibilidad. Es posible que las economías con bajos niveles de déficit y deuda también dispongan de margen para aplicar un estímulo fiscal discrecional. En China, la política fiscal debe ser la primera línea de defensa contra el debilitamiento de la demanda externa y debe promover el consumo; el exceso de crédito derivado del estímulo de 2008–09 aún está circulando a través del sistema, y un nuevo auge del crédito podría poner en peligro las carteras de préstamo de los bancos. Los riesgos para los saldos fiscales derivados de los subsidios a la energía deben contenerse focalizando esos subsidios estrictamente en los hogares más vulnerables. Los requisitos específicos se analizan en más detalle en la edición de abril de 2012 del informe *Monitor Fiscal*.

Es importante seguir reforzando las políticas y los marcos prudenciales para abordar el problema de la fragilidad financiera. En los últimos años, muchas economías emergentes y en desarrollo se expandieron con rapidez gracias al amplio crecimiento del crédito

Gráfico 1.19. Necesidades de política económica en las economías de mercados emergentes

La mayoría de las economías emergentes deberían, en principio, abstenerse de recortar las tasas de interés, pese a cierta disipación de la presión inflacionaria. Dichas economías están operando con poca capacidad ociosa, si acaso hay alguna; un crecimiento aún fuerte del crédito, y tasas de interés real más bajas que antes de la crisis. Sin embargo, en vista de los riesgos a la baja, las economías en donde las tasas de interés son relativamente altas pueden mantener o incluso recortar un poco las tasas de interés de política monetaria. Mientras tanto, muchas economías de mercados emergentes tienen que seguir reconstruyendo el margen de maniobra de la política fiscal.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
¹ GPM = Modelo de Proyección Mundial.
² BR: Brasil; CL: Chile; CN: China; CO: Colombia; ID: Indonesia; IN: India; KR: Corea; MX: México; MY: Malasia; PE: Perú; PH: Filipinas; PL: Polonia; TH: Tailandia; TR: Turquía; ZA: Sudáfrica.

y al dinamismo de los precios de los activos. En cierta medida, los auges crediticios fueron producto de la profundización financiera, que es positiva para el crecimiento. No obstante, en la mayoría de los casos esos auges plantean graves preocupaciones acerca de la calidad de las carteras de préstamos de los bancos en el futuro. En este contexto, las políticas y los marcos prudenciales más sólidos son esenciales para hacer frente a los crecientes riesgos a los que está expuesta la estabilidad financiera.

En un entorno mundial de profunda incertidumbre, la gestión de la afluencia de capitales volátiles podría convertirse en otro desafío de política para muchas economías de mercados emergentes. Algunas economías ya han empezado a usar medidas macroprudenciales diseñadas para gestionar la entrada de

capitales, como impuestos sobre determinados flujos, períodos de tenencia mínimos y requisitos específicos para determinadas monedas. Por ejemplo, Brasil e India redujeron el nivel de esos impuestos y esas restricciones a medida que disminuyeron los flujos de capitales. Recientemente Brasil ha vuelto a su anterior estrategia ahora que se ha reanudado la entrada de capitales. Hay otras herramientas macroeconómicas para hacer frente a los flujos de capitales inestables: permitir que el tipo de cambio reaccione, ajustar el nivel de las reservas internacionales externas y calibrar las políticas monetarias y fiscales. La adopción de mejores políticas y marcos prudenciales reforzados también podría desempeñar un papel importante a la hora de atenuar el impacto de los flujos de capitales volátiles en la estabilidad financiera.

Sección especial: Análisis de los mercados de materias primas

Los mercados mundiales de las materias primas perdieron parte de su dinamismo en 2011. Los precios de las materias primas aún son elevados en términos reales, pero disminuyeron durante gran parte del año pasado (gráfico 1.SE.1, panel 1), con la excepción del precio del petróleo crudo, que hacia finales del año respondió cada vez más a los riesgos geopolíticos en torno a la oferta. Los precios de las materias primas repuntaron en el primer trimestre de 2012, pero en términos generales se mantienen por debajo de los niveles registrados a finales de 2010.

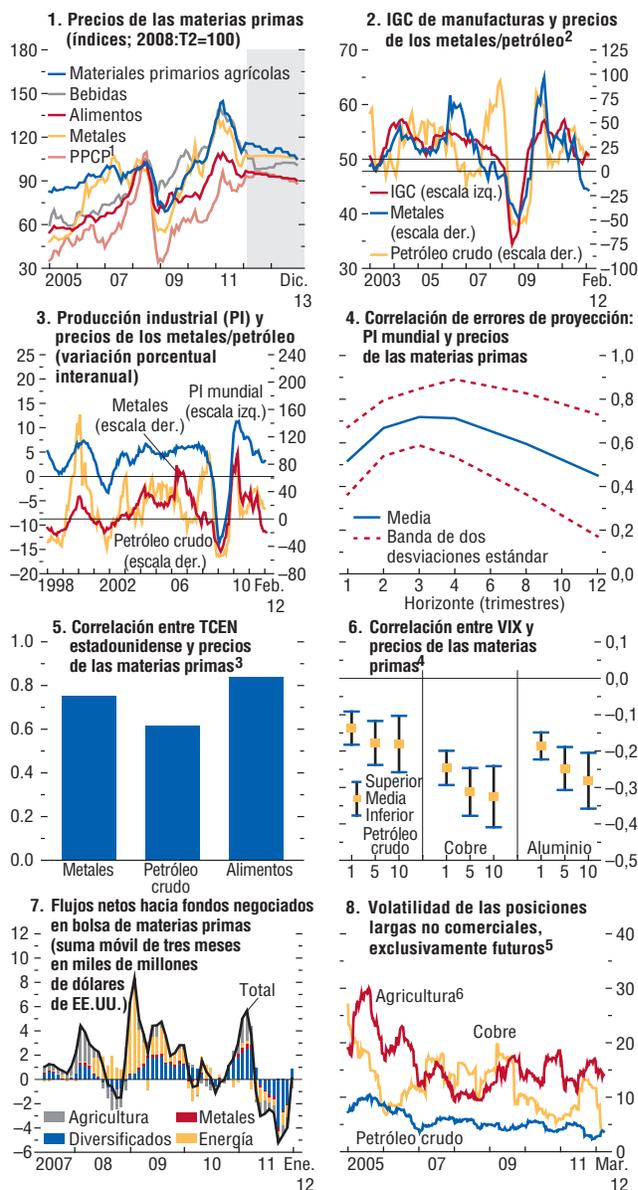
Una serie de acontecimientos han despertado dudas en cuanto a si los precios de las materias primas tienen un amplio potencial adicional al alza; así lo refleja, por ejemplo, el hecho de que los activos de materias primas ya no estén sobreponderados, como ocurrió tradicionalmente en los últimos años, sino que desde hace poco se encuentran subponderados.

El principal factor detrás de las caídas de los precios de las materias primas en 2011 fue una incertidumbre inusualmente aguda en torno a las perspectivas económicas mundiales a corto plazo. Segundo, el crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo se enfrió más de lo esperado, y la desaceleración del mercado inmobiliario chino ha reavivado las preocupaciones que despierta un aterrizaje brusco en ese país. Tercero, el auge generalizado de los mercados de las materias primas comenzó hace más o menos una década (con algunas diferencias según la materia prima), y hay dudas en cuanto a la posibilidad de que continúe, en vista de que los precios elevados han comenzado a provocar respuestas de la oferta, especialmente en el caso de algunos granos y metales básicos importantes.

Los precios del petróleo crudo han divergido de las tendencias de precios generales de las materias primas en los últimos meses. No coincidieron con los precios de otras materias primas cuando, en el segundo semestre de 2011, se corrigieron a la baja las expectativas de crecimiento mundial para 2012. Para mediados de marzo de 2012, los precios del petróleo habían superado los máximos alcanzados en abril de

Los autores son Thomas Helbling, Joong Shik Kang y Shaun Roache, con la colaboración de Marina Rousset.

Gráfico 1.SE.1. Los precios de las materias primas y la economía mundial



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

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

²Índice de gerentes de compra de manufacturas mundiales: los valores superiores a 50 indican expansión. Los precios de las materias primas están expresados como variación porcentual interanual.

³Correlación entre las desviaciones estándar bienales móviles de las variaciones mensuales del tipo de cambio efectivo nominal estadounidense y los precios de las materias primas.

⁴El gráfico muestra la correlación de errores de proyección derivada con VAR bivariadas y datos diarios; superior e inferior denotan una banda de dos desviaciones estándar; días en el eje de la abscisa.

⁵Desviaciones estándar móviles de 26 semanas de las variaciones semanales de las posiciones.

⁶Suma de maíz, trigo y soja.

Cuadro 1.SE.1. Porcentaje de la varianza de los precios de las materias primas asociada a factores comunes estáticos¹

(Con un número óptimo de factores comunes)

	Incluida la Gran Recesión (2008:T3–2009:T1)			Excluida la Gran Recesión (2008:T3–2009:T1)		
	Muestra integral	Muestra de tamaño mediano	Muestra corta	Muestra integral	Muestra de tamaño mediano	Muestra corta
	1979:T1– 2011:T2	1995:T1– 2011:T2	2003:T1– 2011:T2	1979:T1– 2011:T2	1995:T1– 2011:T2	2003:T1– 2011:T2
Materiales primarios agrícolas						
Promedio	0,42	0,48	0,60	0,37	0,40	0,51
Alimentos y bebidas						
Promedio	0,43	0,43	0,52	0,41	0,38	0,58
Metales básicos						
Promedio	0,54	0,51	0,64	0,60	0,40	0,51
Energía						
Petróleo crudo, Dated Brent	0,95	0,87	0,86	0,95	0,85	0,56
Petróleo crudo, West Texas Intermediate	0,91	0,86	0,85	0,89	0,80	0,53
Gas natural, Estados Unidos	0,25	0,31	0,37	0,18	0,17	0,19
Promedio	0,67	0,68	0,72	0,62	0,58	0,47
Promedio de todas las materias primas	0,49	0,50	0,59	0,44	0,43	0,54

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

¹Según las primeras diferencias logarítmicas de los precios de las materias primas en dólares de EE.UU. de valor constante.

2011 inmediatamente después de los trastornos de la oferta libia. La intensificación de los riesgos geopolíticos explica en gran medida la divergencia reciente de los precios del petróleo, pero otros reveses de la oferta durante el último año también ilustran lo difícil y frágil que sigue siendo el crecimiento ininterrumpido de la producción mundial de petróleo.

En el análisis de los mercados de materias primas se evalúan los factores que sustentan la evolución reciente y se estudian sus implicaciones para las perspectivas a corto plazo de los mercados de materias primas.

Los precios de las materias primas y la economía mundial

Los factores económicos mundiales, tales como la actividad industrial, son influencias comunes en los precios de todas las materias primas. Afectan a los precios a través de los mismos canales, incluidos la demanda de materias primas y el costo de mantener los inventarios. Existen abundantes datos empíricos que indican que unos pocos factores comunes, generalmente uno o dos, explican gran parte de las fluctuaciones de los precios (medidas según la varianza de las variaciones de los precios) de todos los grupos de materias primas importantes (cuadro 1.SE.1)¹⁰.

¹⁰El cuadro 1.SE.1 está basado en un modelo de factores aproximado aplicado a un panel que incluye los precios de 36

El factor común agregado de los precios de las materias primas está estrechamente vinculado a las fluctuaciones de la producción industrial mundial, un indicador que representa la actividad económica mundial. Esta relación estrecha está reflejada en la sincronización de los ciclos de precios de las materias primas con los ciclos de la actividad económica mundial (gráfico 1.SE.1, panel 2). De hecho, los puntos de inflexión de los precios de las materias primas tienden a superponerse a los puntos de inflexión de la actividad económica mundial¹¹. La producción industrial mundial también tiene un contenido predictivo de los precios de las materias primas incluidas en la muestra y, en algunos casos, incluso de algunas que no forman parte de la muestra (por

materias primas. Los factores comunes se estimaron utilizando los componentes principales, una estimación congruente aun en presencia de algunas correlaciones en serie y transversales, así como heterocedasticidad en los errores idiosincráticos de precios individuales (véase, por ejemplo, Bai y Ng, 2002). El número de factores estáticos se determinó utilizando criterios de información (Bai y Ng, 2002). Los factores estáticos representan una estructura subyacente impulsada por un número aún más pequeño de factores dinámicos (Bai y Ng, 2007). En el caso del panel de precios de 36 materias primas, el número óptimo de factores estáticos es del orden de tres a cuatro, según el período de la muestra; el número óptimo de factores dinámicos es uno a dos.

¹¹Véase el recuadro 5.2 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*.

ejemplo, Alquist, Kilian y Vigfusson, 2011, en el caso del petróleo crudo; gráfico 1.SE.1, panel 3). A la inversa, los errores de proyección de la producción industrial mundial y el factor común de los precios de las materias primas exhiben una correlación fuerte y positiva (gráfico 1.SE.1, panel 4).

Contra este telón de fondo, las disminuciones recientes de los precios de las materias primas en respuesta a la corrección a la baja cada vez más generalizada de las proyecciones del crecimiento mundial en 2011 y 2012 reflejan patrones regulares. A la inversa, cuando los indicadores anticipados del primer trimestre —sobre todo, los índices de gerentes de compra de manufacturas— sugirieron un leve aumento de la actividad a corto plazo, los precios de las materias primas cíclicas repuntaron, especialmente en el caso de los metales básicos y del petróleo crudo.

Otros acontecimientos económicos y financieros mundiales también afectaron a la baja a los precios de las materias primas en 2011. En particular, cuando la crisis de la zona del euro comenzó a agudizarse a fines del verano, el dólar de EE.UU. se apreció frente a la mayoría de las demás monedas gracias a los flujos de capital que buscaban un refugio seguro; al mismo tiempo, la volatilidad general de los mercados financieros se recrudeció. Los precios de las materias primas en dólares de EE.UU., la unidad de cuenta de la mayoría de las operaciones en los mercados de materias primas internacionales, tienden a estar negativamente correlacionados con los shocks del valor externo del dólar de EE.UU., dados los cambios del poder adquisitivo y de los costos fuera de la zona del dólar implícitos en los movimientos de la moneda estadounidense (gráfico 1.SE.1, panel 5).

Las variaciones imprevistas de la volatilidad de los mercados financieros también suelen estar negativamente asociadas a los precios mundiales de las materias primas. Los shocks del VIX, una variable representativa muy utilizada de la volatilidad de los mercados financieros, generalmente exhiben una correlación negativa con los precios de las materias primas (gráfico 1.SE.1, panel 6). La correlación negativa puede explicarse en parte debido a la intensificación de la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas a corto plazo cuando el VIX

aumenta¹². Esa intensificación de la incertidumbre también se ve reflejada en un endurecimiento de las condiciones financieras. Los aumentos consecuentes de las primas por riesgo a su vez influyen en los mercados de materias primas. En los mercados de derivados sobre materias primas, los inversionistas no comerciales buscan primas por riesgo más elevadas en sus posiciones en derivados, lo cual encarece la cobertura¹³. Este aumento, sumado al alza de las primas por riesgo del crédito vinculado a las materias primas, encarece el mantenimiento de inventarios. Como consecuencia de una mayor incertidumbre en torno a la actividad futura y de menores incentivos para mantener inventarios, los precios de entrega inmediata tienden a retroceder.

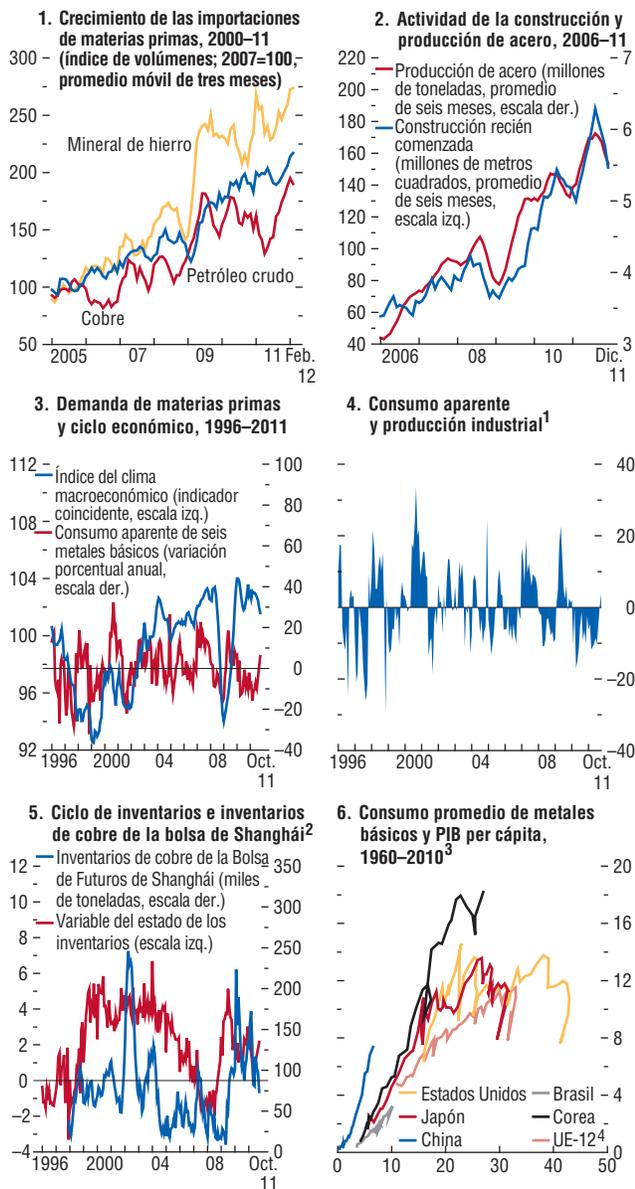
Como los derivados sobre materias primas son en efecto activos con un beta elevado basado en las perspectivas económicas mundiales a corto plazo, el aumento de la incertidumbre también ha ejercido un efecto sobre el sentimiento de los inversionistas. Además, la persistente correlación sólida entre los precios de las materias primas y los precios mundiales de las acciones, ambos impulsados por la incertidumbre, les ha restado atractivo a los activos de materias primas para propósitos de diversificación. Los inversionistas realizaron retiros de los fondos de materias primas durante gran parte de 2011 (gráfico 1.SE.1, panel 7). Globalmente, los retiros acumulados durante 2011 superaron a los efectuados durante la crisis financiera internacional de 2008–09. La agudización de la volatilidad de las posiciones en futuros no comerciales a finales de 2011 es otro reflejo de lo que parece ser una mayor renuencia a asumir riesgos en los mercados de derivados sobre materias primas (gráfico 1.SE.1, panel 8).

En el ambiente limitado de crecimiento mundial previsto para 2012–13 se proyecta que los precios de las materias primas se mantengan inalterados en términos amplios. Los precios de las materias primas cíclicas pueden repuntar si el crecimiento mundial resulta más vigoroso de lo que se espera actualmente. Sin embargo, es probable que ese repunte siga siendo moderado, dadas las pocas probabilidades de que el crecimiento de 2012 se recupere a tasas superiores a

¹²Véase, entre otros, Bloom (2009).

¹³Véanse, por ejemplo, Etula (2009) y Acharya, Lochstoer y Ramadorai (2010).

Gráfico 1.SE.2. China: Evolución reciente de los mercados de materias primas



Fuentes: CEIC; Haver Analytics; Oficina Mundial de Estadísticas del Metal; FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Diferencia entre la tasa de crecimiento anual del consumo aparente y la producción industrial en puntos porcentuales.

² Variable del estado calculada con el filtro de Kalman y un modelo de factores latentes de cuatro variables.

³ Agregado de aluminio, cobre, plomo, níquel, estaño y cinc. PIB real per cápita en miles de dólares de EE.UU. ajustados según la PPA en el eje de la abscisa; consumo de metales per cápita en kilogramos en el eje de la ordenada.

⁴ Agregado de Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Italia, Noruega, los Países Bajos, el Reino Unido, Suecia y Suiza.

las previstas antes del renovado recrudescimiento de la incertidumbre en 2011. Análogamente, incluso si fuera moderada, la reducción prevista del crecimiento potencial de China y otras economías de mercados emergentes suavizaría la presión cíclica al alza.

La desaceleración del crecimiento y el ciclo de inventarios en China

El crecimiento de China se ha moderado desde mediados de 2011, y hasta ahora hay pocos indicios de una corrección drástica del sector inmobiliario, que podría sufrir sobrecalentamiento, y la mayoría de las actividades afines, a pesar de inquietudes generalizadas en torno a un aterrizaje brusco (gráfico 1.SE.2, panel 1). Al mismo tiempo, las importaciones de materias primas y el consumo aparente de materias primas más cíclicas —especialmente metales básicos, pero también petróleo crudo— han aumentado a un ritmo sólido, en parte debido a un crecimiento persistentemente vigoroso de la inversión interna (gráfico 1.SE.2, paneles 2 y 3).

Otra inquietud surge de los niveles de los inventarios en China. Retrospectivamente, parece que la demanda de inventarios originó gran parte del drástico aumento de la demanda de materias primas en China en 2009 y comienzos de 2010. Identificar la posición de China en el ciclo de inventarios es más difícil que en el caso de otras grandes economías debido al papel clave que desempeñan los organismos estatales de gestión de las reservas, principalmente la Oficina Estatal de Reservas. Las tenencias oficiales de materias primas son bastante comunes en una serie de ámbitos, especialmente para propósitos estratégicos (por ejemplo, petróleo crudo) y en agricultura (para la seguridad alimentaria y como consecuencia de la intervención del gobierno en los mercados agrícolas). Sin embargo, en China existe también una importante participación del sector público en otras áreas. Por ejemplo, según estimaciones recientes, el inventario total de cobre de China (excluidas las tenencias en los almacenes supervisados por la Bolsa de Shanghái) asciende a 1,78 millones de toneladas; es decir, 9% de la producción anual total de 2011. (Según otras estimaciones más conservadoras, la cifra es de 1 millón de toneladas). Al mismo tiempo, los organismos chinos divulgan muy

poca información sobre el tamaño de sus existencias. Por ejemplo, en el caso del petróleo crudo y de los productos derivados, las autoridades no suministran datos sobre los niveles de inventarios, lo cual complica la evaluación de la evolución del mercado mundial de petróleo. Por lo tanto, toda evaluación del ciclo de inventarios de China debe apoyarse en datos circunstanciales. En vista de que las materias primas cíclicas, como los metales básicos, sirven de insumos en el proceso productivo, un dato podría ser la brecha entre los indicadores de la actividad económica (como las importaciones) y los indicadores de la demanda de estas materias primas (como el “consumo aparente”, definido como la producción nacional, más las importaciones, menos las exportaciones). Si la actividad repunta cuando el consumo aparente retrocede, esto podría indicar que los inventarios están disminuyendo (y viceversa). Si los tenedores de inventarios de China fijan como meta un nivel de existencias “normal” a lo largo del ciclo, esto ofrecería algunos indicios sobre las perspectivas de la demanda de inventarios, ya que una elevada acumulación de inventarios sugeriría un debilitamiento de la demanda futura (gráfico 1.SE.2, panel 4).

Otra solución sería emplear un modelo de factores dinámicos que intentara revelar el movimiento del ciclo de inventarios inobservable de metales básicos de China. Este enfoque analiza el comovimiento de una serie de indicadores que deberían servir para identificar las variaciones de la demanda de metales básicos. Los resultados aquí consignados provienen de un modelo con cuatro variables, que incluyen el indicador coincidente macroeconómico de China (incluidos la producción industrial, el empleo y otras variables representativas de la actividad), el consumo aparente y las importaciones de seis metales básicos, e inventarios de cobre depositados en los almacenes supervisados por la Bolsa de Futuros de Shanghái¹⁴.

¹⁴El modelo está especificado en un marco estado-espacio. Las cuatro ecuaciones de señales incluyen la variación logarítmica mensual ajustada estacionalmente del indicador macroeconómico de China, el consumo aparente de China y las importaciones de una serie de metales básicos, y los inventarios de cobre en la bolsa de Shanghái. Cada variable observable está estimada como una función de una variable latente o de ambas (un ciclo económico y un ciclo de inventarios de materias primas), que siguen procesos AR(1) estacionarios. Se supone que los shocks de las variables latentes son ortogonales, y las variables latentes estimadas se

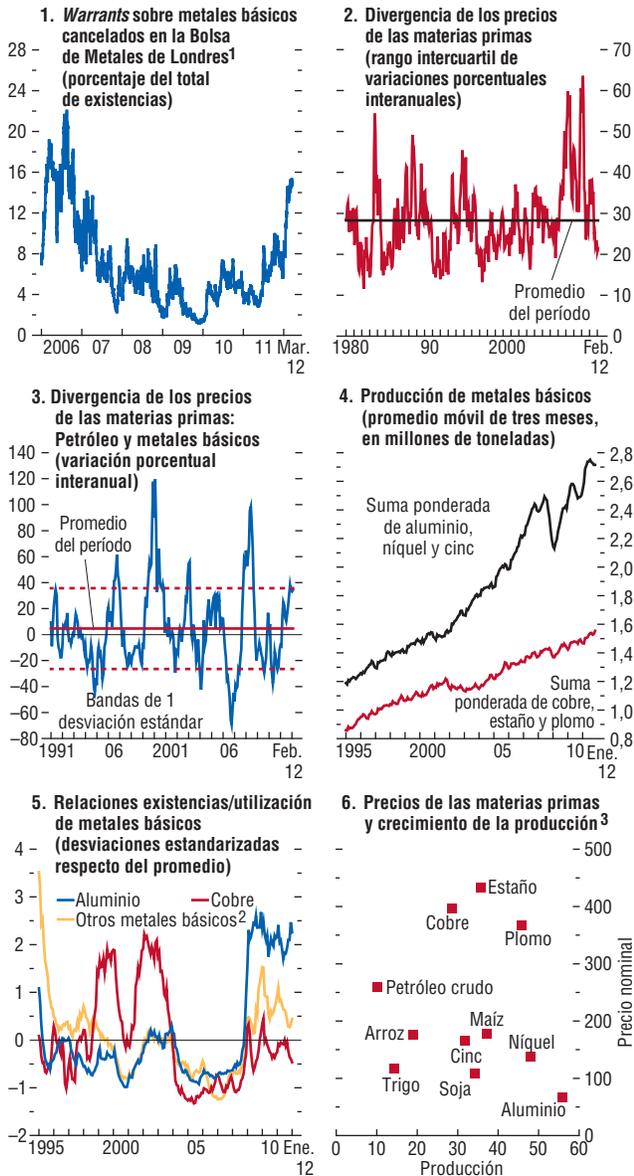
Este último indicador es más estrecho que los demás, en parte por la disponibilidad de datos. Se supone que estas variables son una función de dos variables (latentes) inobservadas que se interpretan como el ciclo económico y el ciclo de inventarios. En particular, se supone que el ciclo económico afecta a las cuatro variables, en tanto que el ciclo de inventarios afecta solamente a los indicadores de inventarios y de demanda específica de metales básicos. En China, también es probable que las fluctuaciones de sectores clave contribuyan significativamente —y al margen del ciclo económico general— a las variaciones de la demanda de metales básicos, particularmente las relacionadas con los sectores inmobiliario y de la construcción. Estos efectos no se identifican explícitamente en este modelo debido a la falta de datos¹⁵.

El ciclo de inventarios de metales básicos generado por este modelo exhibe un patrón parecido a la brecha entre el consumo aparente y la producción industrial, pero existen diferencias notables en los inventarios de la bolsa sobre los que se dispone de datos públicos (gráfico 1.SE.2, panel 5). Concretamente, la variable correspondiente al estado de los inventarios tiene un ciclo de duración más prolongado, y en el pasado sus puntos de inflexión han precedido a los de las existencias del mercado. Durante la gestación de la crisis financiera internacional, cuando los precios de las materias primas se disparaban, China parecía estar reduciendo significativamente sus inventarios. Después de la rápida acumulación de existencias que precedió al estímulo fiscal lanzado por China en 2009, hubo una reducción sostenida de las existencias hasta mediados de 2011, tras lo cual los inventarios volvieron a aumentar. Este análisis lleva a pensar que los inventarios de metales básicos ahora se encuentran, en términos generales, cerca de los niveles “normales”. Por lo tanto, es posible que la demanda a corto

recuperan utilizando el filtro de Kalman. El modelo está estimado con una probabilidad máxima y datos mensuales del período que abarca la muestra, de enero de 1995 a octubre de 2011.

¹⁵La falta de datos sobre la actividad en determinados sectores con frecuencia mensual (y una historia relativamente larga) impide hacer este tipo de análisis. En términos prácticos, los efectos sectoriales se identificarían en este modelo incluyendo un abanico de variables observables de la actividad (por ejemplo, la actividad de la construcción o edificaciones nuevas) en las ecuaciones de medición que, junto con la demanda de materias primas, están determinados en parte por ciclos sectoriales inobservables.

Gráfico 1.SE.3. Oferta de materias primas y evolución de los inventarios I



Fuentes: Bloomberg, L.P.; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; Organismo Internacional de Energía; Departamento de Agricultura de Estados Unidos; Oficina Mundial de Estadísticas del Metal, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Promedio de aluminio, cinc, cobre, estaño, níquel y plomo.

² Promedio ponderado de cinc, estaño, níquel y plomo.

³ Variación porcentual acumulada de 2003 a 2011.

plazo en China dependa mucho más de la actividad económica real que de fluctuaciones marcadas de las tenencias de inventarios deseadas.

El impacto de China en los mercados mundiales de materias primas a corto plazo dependerá de su capacidad para lograr un aterrizaje suave del crecimiento en 2012 y de la evolución de su ciclo de inventarios. De acuerdo con las proyecciones actuales de *Perspectivas de la economía mundial*, el crecimiento anual será de 8,2% en 2012, lo cual concuerda con una demanda persistentemente robusta, aunque menos vigorosa, de un amplio abanico de materias primas en China. Estas proyecciones suponen que China no inicia inesperadamente otro período de reducción de las existencias. De hecho, el reciente aumento de los *warrants* cancelados en relación con las existencias totales de los almacenes de la Bolsa de Metales de Londres, que es un indicador anticipado de las decrecientes reservas de inventarios de metales a corto plazo, refleja expectativas de un dinámico aumento de la demanda de metales básicos, lo cual concuerda con un menor grado de inquietud en torno a un aterrizaje brusco en China y con nuevos datos que apuntan a una actividad inesperadamente vigorosa en Estados Unidos (gráfico 1.SE.3, panel 1)¹⁶.

Las perspectivas de la demanda de materias primas en China a mediano plazo dependen del ritmo y de la composición del crecimiento económico. La expansión de la inversión se ha mantenido rápida tras el estímulo macroeconómico que China puso en marcha en 2009–10, en parte debido a factores cíclicos. Los factores estructurales también contribuyen a explicar el porcentaje persistentemente elevado que ocupa la inversión dentro de la economía china —incluido el costo artificialmente bajo del capital— y que está detrás de un crecimiento económico con uso sumamente intensivo de las materias primas. El gobierno chino se ha comprometido a reequilibrar la demanda, alejándola de la inversión y las exportaciones y orientándola hacia el consumo, lo cual podría moderar paulatinamente el crecimiento de la demanda de muchas materias primas. Pero en comparación con la

¹⁶ Los metales sujetos a *warrants* representan los inventarios depositados en los almacenes; los *warrants* cancelados son los metales seleccionados para la entrega. Los inversionistas cancelan sus *warrants* porque desean efectuar retiros de los almacenes.

experiencia de otras economías, la demanda per cápita de materias primas de China continuará aumentando a medida que suban los ingresos, en vista de los niveles de ingreso actuales (gráfico 1.SE.2, panel 6). Contra este telón de fondo, el principal riesgo para la demanda mundial de materias primas seguirá estando estrechamente relacionado con las perspectivas de crecimiento de China. Por el contrario, los riesgos de una transición hacia un crecimiento con uso menos intensivo de materias primas no parecen ser inminentes. A nivel más general, la industrialización, la urbanización y la convergencia de los ingresos en las economías emergentes y en desarrollo seguirán siendo fuentes importantes de aumento de la demanda de materias primas.

La divergencia de los precios de las materias primas y la evolución de la oferta

Como ya se señaló, hay factores comunes que desempeñan un papel importante en las fluctuaciones de los precios de las materias primas. No obstante, también puede haber una divergencia sustancial de las variaciones de los precios entre una materia prima y otra por obra de factores específicos. Un indicador de la divergencia de los precios, el rango intercuartil 75–25 de las variaciones de los precios —definido como la diferencia entre los percentiles 75 y 25 de la sección transversal de las variaciones de precios de las 51 materias primas que integran el índice de precios de las materias primas del FMI— muestra que la divergencia disminuyó por debajo del promedio de 30 años durante el segundo semestre de 2011 (gráfico 1.SE.3, panel 2). Esa disminución se produjo tras un aumento inusualmente fuerte que comenzó durante la crisis de los combustibles y los alimentos de 2007–08. Sin embargo, la divergencia entre las variaciones de los precios del petróleo crudo y de otras materias primas aumentó de manera pronunciada durante el segundo semestre de 2011. La divergencia de precios entre los metales básicos y el petróleo crudo, que son materias primas cíclicas, es particularmente digna de mención (gráfico 1.SE.3, panel 3).

La reducción generalizada de la divergencia de los precios de las materias primas es congruente con una situación en la cual los factores específicamente relacionados con las distintas materias primas han

perdido importancia en comparación con los factores comunes. A corto y mediano plazo, los factores específicamente vinculados con una materia prima determinada suelen ser sucesos o novedades relacionados con la oferta¹⁷. De hecho, en los mercados mundiales de alimentos, los resultados favorables de la cosecha durante el último año agrícola y las expectativas de cosechas mejores en el año agrícola actual se tradujeron en una disolución en el término de un año —como ocurre tradicionalmente— del shock adverso de la oferta que golpeó los mercados mundiales de granos en 2010. Por el contrario, los precios del petróleo se han mantenido elevados, reflejando la escasez en los mercados físicos, en gran medida como consecuencia de los shocks de la oferta ocurridos durante gran parte de 2011 y de los riesgos geopolíticos.

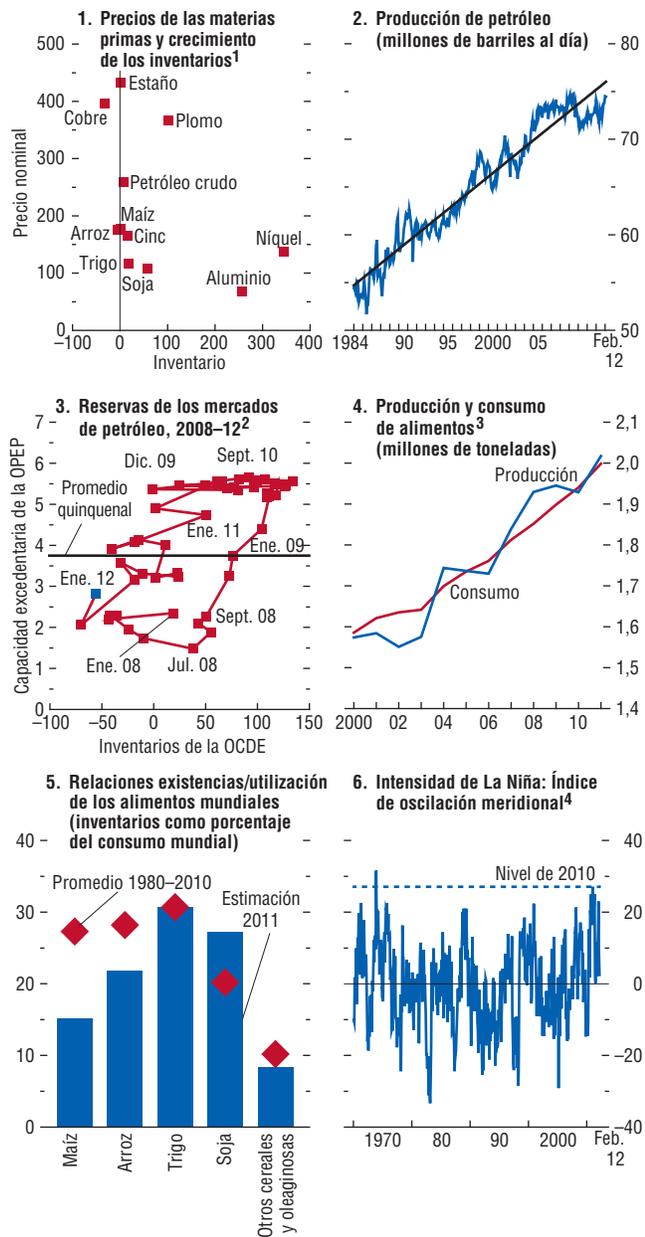
Las diferencias de las respuestas de la oferta y de los inventarios también se corresponden con la divergencia de los precios a mediano plazo. Entre 2003 y 2011, los aumentos acumulados de los precios del aluminio y del níquel fueron menores que los de otros metales básicos, producto de mayores reservas de inventarios respaldadas por respuestas más marcadas de la producción al elevado nivel de precios (gráfico 1.SE.3, paneles 4 y 5). Por el contrario, los precios del cobre y del estaño se dispararon, lo cual concuerda con reservas de inventarios más pequeñas y un crecimiento más limitado de la producción (gráfico 1.SE.3, panel 6; gráfico 1.SE.4, panel 1).

La oferta mundial de petróleo y los riesgos geopolíticos

La demanda mundial de petróleo de 2011 fue más baja que la proyectada a fines de 2010, lo cual concuerda con una actividad mundial más débil de lo previsto. Sin embargo, el déficit de la oferta de

¹⁷Los factores específicos de las distintas materias primas incluyen factores vinculados tanto con la demanda como con la oferta. Los principales factores del lado de la oferta son los resultados en términos de oferta, especialmente las cosechas, y el nivel de reservas de inventarios. Este último es importante porque la oferta efectiva durante un período está dada por la suma de la producción y las variaciones de los inventarios. Las innovaciones tecnológicas pueden ser importantes del lado de la demanda —variaciones del grado de sustitución con otras materias primas de insumo o eficiencia del uso (por ejemplo, de combustibles)— y del lado de la oferta (por ejemplo, nuevas tecnologías de extracción).

Gráfico 1.SE.4. Oferta de materias primas y evolución de los inventarios II



Fuentes: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; Organismo Internacional de Energía; Administración Nacional Oceánica y Atmosférica de Estados Unidos; Departamento de Agricultura de Estados Unidos; Oficina Mundial de Estadísticas del Metal, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Variación porcentual acumulada de 2003 a 2011.

²Existencias 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, Nigeria y Venezuela durante todo el periodo, y Libia desde noviembre de 2011).

³Suma de maíz, trigo y arroz elaborado. Año agrícola en el eje de la abscisa; 2001 denota el año agrícola 2000-01.

⁴Los valores positivos elevados a menudo indican episodios de La Niña.

flujos que caracterizó las condiciones del mercado a comienzos de 2011 —legado del pico de demanda del petróleo registrado en el segundo semestre de 2010— persistió durante gran parte del año, principalmente debido a trastornos de la oferta en grandes economías productoras de petróleo (especialmente Libia) e interrupciones por mantenimiento y otras causas más largas de lo previsto en productores que no son miembros de la OPEP, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (cuadro 1.SE.2; gráfico 1.SE.4, panel 2). La producción adicional de otros miembros de la OPEP, especialmente Arabia Saudita, y el debilitamiento de la demanda llevaron finalmente a equilibrar la oferta y la demanda a fines del último trimestre. Sin embargo, en ese momento, las existencias de petróleo industrial de las economías de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y la capacidad excedentaria de la OPEP habían caído por debajo de los promedios quinquenales, que son niveles de referencia comúnmente utilizados en la industria (gráfico 1.SE.4, panel 3). Al mismo tiempo, los riesgos geopolíticos empezaron a aumentar una vez más, incrementando la demanda precautoria de inventarios. Estos sucesos tuvieron lugar en un contexto general de persistente escasez de petróleo, en que la producción de petróleo permanecía por debajo de la tendencia¹⁸.

Los riesgos geopolíticos para la oferta de petróleo fueron una característica destacada a lo largo de 2011. Empezaron a agudizarse a comienzos de 2011 como consecuencia de los disturbios en Oriente Medio y Norte de África. Si bien los riesgos relacionados con Libia disminuyeron hacia el final del año (para febrero de 2012 la producción libia se había recuperado a aproximadamente cuatro quintos del nivel previo a los disturbios), los riesgos se han recrudecido en otros lados, incluidos la República Islámica del Irán, la República Árabe Siria, la República de Yemen, Sudán y Sudán del Sur e Iraq. Desde que el Organismo Internacional de Energía Atómica presentó su informe sobre el programa nuclear de Irán en noviembre de 2011, los riesgos relacionados con Irán son los que más inquietud

¹⁸Véase el capítulo 3 de la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Cuadro 1.SE.2. Demanda mundial de petróleo y producción por región*(Millones de barriles diarios)*

	2009	2010	2011 Proy.	2010: S2	2011: S1	Variación porcentual interanual							
						2004–06 Prom.	2007	2008	2009	2010	2011 Proy.	2010: S2	2011: S1
Demanda													
Economías avanzadas	45,7	45,1	44,7	44,9	45,2	-0,1	-3,5	-3,9	1,5	-1,3	-0,8	-0,6	-2,0
<i>de las cuales:</i>													
Estados Unidos	19,5	19,2	19,1	19,3	19,1	-0,1	-5,9	-3,7	2,2	-1,5	-0,5	-0,1	-2,9
Zona del euro	10,6	10,3	10,0	10,2	10,3	-0,4	-0,4	-5,6	-0,2	-2,9	-2,4	-2,0	-3,7
Japón	4,5	4,5	4,5	4,4	4,6	-1,8	-4,9	-8,2	1,3	0,8	0,9	-1,3	2,7
Economías asiáticas recién industrializadas	4,8	4,7	4,8	4,7	4,8	2,7	-2,7	3,3	3,9	-1,2	0,7	-1,9	-0,6
Economías emergentes y en desarrollo	42,6	44,0	45,2	43,5	44,5	3,9	2,9	2,1	5,1	3,2	2,7	3,7	2,6
<i>de las cuales:</i>													
Comunidad de Estados Independientes	4,5	4,7	4,8	4,5	4,8	2,3	2,3	-1,2	6,8	5,1	1,9	4,1	6,0
Economías asiáticas en desarrollo	24,8	25,8	26,7	26,0	25,7	3,5	1,5	4,6	5,9	4,1	3,3	5,1	3,1
China	9,1	9,5	9,9	9,5	9,5	5,4	2,2	4,1	12,5	4,9	3,9	7,8	2,2
India	3,3	3,5	3,6	3,5	3,4	4,9	4,0	4,7	2,4	4,2	3,3	3,5	5,0
Oriente Medio y Norte de África	9,3	9,4	9,7	9,2	9,6	5,2	5,0	3,6	3,2	1,1	2,8	1,3	1,0
América	5,9	6,1	6,3	6,0	6,2	4,4	4,9	0,0	5,3	3,0	2,6	3,4	2,7
Mundo	88,3	89,1	89,9	88,4	89,7	1,6	-0,7	-1,2	3,2	0,8	0,9	1,5	0,2
Producción													
OPEP (composición actual) ^{1,2}	34,8	35,8	36,2	35,5	36,1	1,7	3,3	-5,7	2,2	2,7	1,3	2,9	2,6
<i>de la cual:</i>													
Arabia Saudita	9,8	10,7	...	10,4	11,1	-0,2	4,9	-9,5	3,1	9,9	...	8,3	11,5
Nigeria	2,5	2,6	...	2,6	2,6	-1,9	-7,6	-0,4	15,7	3,9	...	8,7	-0,3
Venezuela	2,7	2,7	...	2,8	2,7	1,8	0,8	-3,6	-4,6	-0,3	...	1,8	-2,4
Iraq	2,4	2,7	...	2,7	2,8	2,0	14,3	2,5	-2,2	13,3	...	13,7	12,9
No OPEP ²	52,6	52,7	53,6	52,5	52,9	0,4	-0,2	1,8	2,1	0,2	...	0,3	0,1
<i>de la cual:</i>													
América del Norte	14,1	14,5	15,0	14,3	14,8	-1,2	-3,6	2,1	3,5	3,1	...	2,3	3,8
Mar del Norte	3,8	3,4	3,4	3,5	3,3	-7,0	-4,7	-5,3	-8,6	-9,8	...	-10,7	-8,8
Rusia	10,5	10,6	10,7	10,5	10,6	2,5	-0,7	2,0	2,4	1,2	...	1,2	1,3
Otras economías de la ex Unión Soviética ³	3,1	3,0	3,1	3,1	3,0	9,9	3,1	8,7	1,3	-1,7	...	-0,3	-2,9
Otras economías no OPEP	21,2	21,1	21,5	21,1	21,2	1,4	3,0	2,0	3,4	-0,2	...	0,8	-1,1
Mundo	87,4	88,5	89,9	88,0	89,0	0,9	1,2	-1,4	2,2	1,2	...	1,3	1,1
Demanda neta⁴	0,9	0,6	...	0,5	0,7	0,5	-0,2	0,0	1,0	0,7	...	0,5	0,8

Fuentes: Organismo Internacional de Energía, *Oil Market Report*, marzo de 2012, y cálculos del personal técnico del FMI.¹OPEP = Organización de Países Exportadores de Petróleo. Incluye Angola (sujeto a cuotas desde enero de 2007) y Ecuador, que regresó a la OPEP en noviembre de 2007, tras haber suspendido su calidad de miembro entre diciembre de 1992 y octubre de 2007.²Los totales se refieren al total de petróleo crudo, petróleo condensado, líquidos de gas natural y petróleo de fuentes no convencionales.³Azerbaiyán, Belarús, Georgia, Kazajistán, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán, Ucrania y Uzbekistán.⁴Diferencia entre demanda y producción. En las columnas de variación porcentual, las cifras representan el porcentaje de la demanda mundial.

despiertan. Como resultado del reciente embargo a las importaciones de petróleo aplicado por la UE, el endurecimiento de las sanciones impuestas por otros países y el embargo parcial de las exportaciones de petróleo iraní, el shock potencial de la oferta de petróleo iraní se está transformando en un shock efectivo porque la disminución de la producción y la exportación de petróleo iraní parece inevitable a partir de 2012. Sin embargo, es difícil predecir el

alcance y la velocidad de la disminución: el desenlace dependerá de factores económicos y estratégicos concernientes a un pequeño número de protagonistas, incluidos grandes importadores netos emergentes.

Cuanto más grande sea la reducción de la oferta de petróleo iraní, mayor será el riesgo de escasez en los mercados internacionales de petróleo. Por ejemplo, una disminución de las exportaciones de petróleo igual a la exportación total a las economías

Cuadro 1.SE.3. Media y desviaciones estándar de la producción de petróleo

(En base a las variaciones mensuales de la producción)

Productor	1984–2011			2001–11			2006–11		
	Desviación estándar			Desviación estándar			Desviación estándar		
	Media	Porcentaje	mbd ¹	Media	Porcentaje	mbd ¹	Media	Porcentaje	mbd ¹
Mundo	0,1	1,2	0,9	0,1	0,9	0,6	0,0	0,8	0,6
No OPEP ²	0,0	0,9	0,4	0,0	0,8	0,3	0,0	0,9	0,4
OPEP	0,2	3,0	0,9	0,1	1,7	0,5	-0,1	1,5	0,5
República Islámica del Irán	0,2	6,5	0,2	0,0	3,5	0,1	-0,2	2,4	0,1
<i>Partidas informativas</i>									
Exportaciones iraníes a la OCDE ³									
En relación con la desviación estándar de la producción mundial ⁴									
						2,36			2,47
En relación con la desviación estándar de la producción fuera de la OPEP ⁴									
						4,30			3,96
En relación con la desviación estándar de la producción iraní ⁴									
						11,46			17,24

Fuentes: Administración de Información Energética de Estados Unidos; Organismo Internacional de Energía, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Desviación estándar en términos de la variación porcentual aplicada a los últimos datos disponibles sobre la producción (noviembre de 2011); mbd: millones de barriles al día.

²OPEP = Organización de Países Exportadores de Petróleo.

³Exportaciones de petróleo crudo en septiembre de 2011; OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

⁴Coficiente exportación de petróleo crudo/desviación estándar de los niveles de producción mensual.

de la OCDE ascendería a alrededor de 1½ millones de barriles al día, lo cual equivale a un shock de unas 2,4 veces la desviación estándar de las fluctuaciones regulares de la producción mundial (cuadro 1.SE.3)¹⁹. El trastorno de la oferta mundial de petróleo probablemente será pequeño porque otros productores compensarán parte de la diferencia, tal como lo hicieron Arabia Saudita y otros países productores de la OPEP en el caso de la perturbación relacionada con Libia. Arabia Saudita de hecho ha indicado su intención de incrementar más la producción si la oferta se viera expuesta a otro shock de gran escala. No obstante, los análisis de las series cronológicas y los estudios de eventos sugieren que eso rara vez compensa la diferencia total y que los trastornos locales graves de la oferta de petróleo están asociados a disminuciones de la oferta mundial de petróleo, al menos provisionalmente.

Los riesgos geopolíticos vinculados a Irán en torno a la oferta de petróleo van más allá de la disminución de la producción y las exportaciones de petróleo que ya parece estar gestándose y que los mercados ya incluyen en los precios. La ubicación de Irán en

el estrecho de Ormuz, por el que pasa alrededor del 40% de la exportación mundial de petróleo (25% de la producción mundial), y su proximidad geográfica a otros grandes productores de petróleo significan que existe el riesgo de un trastorno a gran escala —posiblemente histórico— de la oferta de petróleo en caso de conflicto armado o de intentos de bloquear el estrecho²⁰. Dada la escasa sensibilidad de la demanda mundial de petróleo a las variaciones de los precios a corto plazo, un trastorno tal requeriría una respuesta muy grande de los precios para mantener el equilibrio entre la oferta y la demanda mundial.

Es poco probable que el riesgo geopolítico se atenúe en el futuro próximo; este riesgo ha incrementado la demanda precautoria de inventarios de petróleo. El crecimiento de la demanda de petróleo relacionado con la actividad también tenderá a fortalecerse a medida que avance la recuperación de la actividad mundial. Como se prevé que la oferta de países no pertenecientes a la OPEP aumentará solo moderadamente a corto plazo, las perspectivas apuntan a que las condiciones en los mercados del petróleo mejorarán apenas gradualmente. Los precios

¹⁹Desde una perspectiva histórica, un trastorno de esta magnitud sería un trastorno superior al promedio, en términos tanto del total de barriles como del porcentaje de la producción mundial.

²⁰El estrecho de Ormuz también es un punto de paso importante para los embarques de gas natural licuado (GNL): según algunas estimaciones, alrededor del 20% de la oferta mundial de GNL.

de futuros sobre petróleo permiten prever que los precios de entrega inmediata bajarán gradualmente, pero que permanecerán por encima del nivel medio hasta 2012–13. Dado que las reservas de inventarios y la capacidad excedentaria son inferiores al promedio, los riesgos al alza para los precios del petróleo continúan siendo un destacado motivo de preocupación en este ambiente, a pesar de los riesgos a la baja para la demanda de petróleo y el crecimiento económico mundial.

Repunte de la oferta en los mercados mundiales de alimentos

Gracias a los resultados más favorables en términos de la cosecha en el último año agrícola, los inventarios mundiales de alimentos comenzaron a repuntar en 2011 (gráfico 1.SE.4, panel 4)²¹. En consecuencia, y contra las expectativas de nuevos avances de las cosechas durante este año agrícola, los precios de los alimentos disminuyeron durante el segundo semestre de 2011, más o menos en paralelo a los precios de las materias primas cíclicas. Sin embargo, la demanda mundial sigue creciendo a un buen ritmo, y la vulnerabilidad a los fenómenos meteorológicos desfavorables y otros shocks adversos

²¹En *World Agricultural Supply and Demand Estimates* del Departamento de Agricultura de Estados Unidos, los años agrícolas varían por cultivo, pero abarcan más o menos desde el segundo semestre de un año hasta el primer semestre del año siguiente.

de la oferta sigue siendo motivo de preocupación (gráfico 1.SE.4, panel 5). Los inventarios mundiales de alimentos se mantienen significativamente por debajo del nivel promedio de las cuatro últimas décadas en términos de los coeficientes existencias/utilización, especialmente en el caso del maíz y el arroz. Por lo tanto, el legado de la disminución de los inventarios mundiales de alimentos durante los años anteriores a la crisis alimentaria mundial de 2007–08 aún está presente.

El fenómeno meteorológico de La Niña representa el riesgo principal para la oferta de alimentos. Tras La Niña más fuerte de las tres últimas décadas en 2010, el regreso de este fenómeno meteorológico este año ha sido inesperadamente potente (gráfico 1.SE.4, panel 6). Los efectos de La Niña en los rendimientos de los cultivos han sido ambiguos históricamente, pero la fuerza del ciclo actual incrementa las perspectivas de sequía en América del Sur y de lluvias excesivas en Asia. La soja es el cultivo que corre más peligro, principalmente debido a que la producción está concentrada en Argentina y Brasil, pero también porque ha pasado a ocupar el lugar del maíz, hasta ahora de mayor precio, del lado de la oferta. La Niña también tiene el potencial de reducir el rendimiento de los cultivos de arroz en Asia, pero un aumento muy grande de la zona cosechada allí seguramente producirá un crecimiento positivo de la oferta, evitando una disminución de las reservas de inventarios.

Recuadro 1.1. Participación de la fuerza laboral en Europa y en Estados Unidos durante y después de la Gran Recesión

Últimamente la desigualdad ha sido motivo de preocupación debido a su vinculación con la sostenibilidad del crecimiento (Berg y Ostry, 2011) y su impacto en la cohesión social. Las variaciones de la participación de la fuerza laboral (la participación de la remuneración de los trabajadores en el PIB) son generalmente utilizadas como un indicador de la desigualdad¹. Desde principios de los años ochenta, la participación de la fuerza laboral ha registrado una tendencia global a la baja en muchas economías avanzadas, fenómeno respecto al cual se han propuesto diversas explicaciones. Dichas explicaciones incluyen la prima por estudios universitarios (la prima salarial otorgada a quienes tienen un título universitario), el efecto “superstar” (la remuneración desproporcionada que recibe el 1% más alto en la escala de distribución del ingreso) y el “vaciamiento”—o pérdida de participación— sufrido por la clase media como resultado del cambio tecnológico y el consiguiente sesgo de habilidades o la subcontratación internacional de puestos de trabajo de mediana calificación (Rajan, 2010; Atkinson, Piketty y Saez, 2011; Acemoglu y Autor, 2011). El presente recuadro, en cambio, se concentra más estrechamente en el comportamiento cíclico de la participación de la fuerza laboral, especialmente durante la Gran Recesión y la recuperación posterior. ¿Soportaron los trabajadores una proporción mayor del ajuste durante la Gran Recesión? ¿Han quedado fuera durante la recuperación? ¿Es diferente el comportamiento de la participación de la fuerza laboral que el registrado durante episodios previos de recuperación económica?

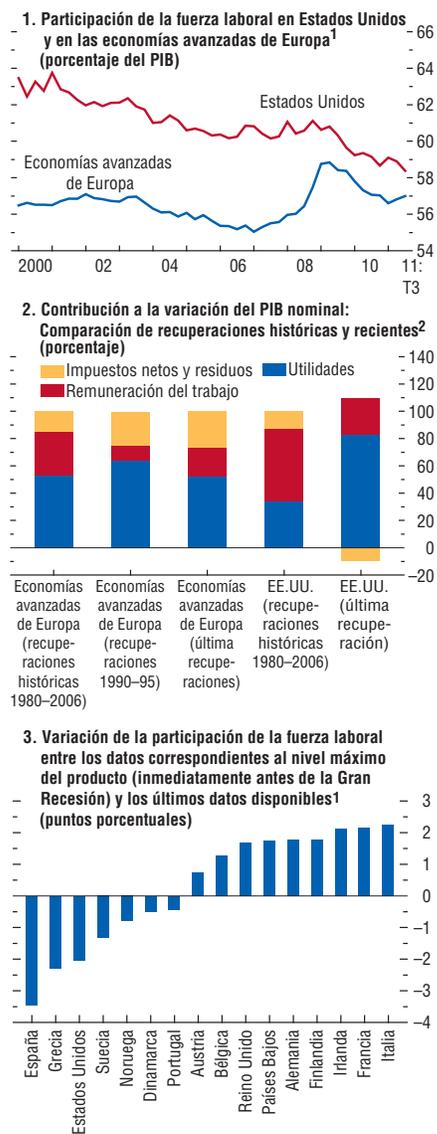
La teoría

La teoría económica no establece una asociación clara entre las fluctuaciones del ingreso agregado y la

La autora principal de este recuadro es Florence Jaumotte, quien contó con la colaboración de Jair Rodríguez.

¹Aunque comúnmente se asocia la magnitud de la participación de la fuerza laboral con la desigualdad, tal vinculación no siempre es clara y directa. En algunas circunstancias, una caída de esa participación podría no implicar variación alguna en la desigualdad del ingreso, por ejemplo si se remunera a más trabajadores mediante el otorgamiento de opciones accionarias.

Gráfico 1.1.1. Evolución de la participación de la fuerza laboral durante la Gran Recesión y la recuperación



Fuentes: Eurostat; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Se define la participación de la fuerza laboral como el coeficiente de la remuneración de la mano de obra respecto del PIB.

²Los niveles máximos y mínimos del producto se determinan utilizando la versión de Harding y Pagan (2002) del algoritmo de Bry y Boschan. Se define recuperación como un período de cuatro trimestres luego de registrado el nivel mínimo.

Recuadro 1.1 (continuación)

participación de la fuerza laboral. En muchos modelos, esa participación se mantiene constante durante todo el ciclo económico. En otros, tiene una correlación positiva con la brecha entre el producto real y el potencial, pero no necesariamente con el nivel del producto en sí mismo. Por último, cuando hay retención preventiva de personal durante una recesión, se espera que la participación de la fuerza laboral tenga un comportamiento anticíclico. Sin embargo, en una serie de estudios empíricos se presentan datos que indican que la participación de la fuerza laboral es típicamente anticíclica, es decir, que aumenta durante las recesiones y cae durante las recuperaciones.

Qué ocurre en esta ocasión

Los datos sobre la participación de la fuerza laboral señalan un comportamiento anticíclico, con un incremento de esa participación en el ingreso nacional durante la Gran Recesión y una disminución (o estabilización) durante la recuperación (gráfico 1.1.1)². Durante la recesión, las utilidades fueron el componente que con mayor frecuencia contribuyó a la caída del ingreso. En la mayoría de las economías, la remuneración del trabajo en realidad aumentó, excepto en España, Estados Unidos, Grecia e Irlanda. La participación de la fuerza laboral aumentó solo muy moderadamente durante la recesión en Estados Unidos y en España³. Durante la recuperación, aunque todos los componentes del PIB se incrementaron, las utilidades experimentaron un repunte bastante fuerte en la mayoría de las economías, lo que determinó una disminución de la participación de la fuerza laboral. La remuneración

²Los datos de las cuentas nacionales brindan información sobre la remuneración de los empleados, pero no un desglose del ingreso laboral de otras categorías de trabajadores (autónomos, empleadores, trabajadores familiares), que se incluye en la categoría “excedente de explotación bruto e ingreso mixto bruto”. El supuesto utilizado para calcular la participación de la fuerza laboral es que los trabajadores que forman parte de esas otras categorías reciben la misma remuneración por trabajador que los empleados asalariados.

³Los impuestos netos disminuyeron en la mayoría de las economías y contribuyeron sustancialmente a la caída del PIB en algunas de ellas (Italia, Noruega, Portugal).

del trabajo volvió a aumentar en todos los países, con excepción de España y Portugal.

En las economías avanzadas de Europa, el comportamiento de la participación de la fuerza laboral durante la última recuperación parece ser similar, en términos generales, a lo ocurrido durante otras recuperaciones registradas entre 1980 y 2006: las utilidades aumentaron con bastante fuerza en relación con el ingreso de los trabajadores⁴.

En cambio, la reciente recuperación observada en Estados Unidos parece ser inusual desde una perspectiva histórica. En esta ocasión, el repunte de las utilidades en relación con los ingresos de los trabajadores es mucho más fuerte (aunque en todas las recuperaciones la participación de la fuerza laboral tiende a caer). De hecho, la recuperación de Estados Unidos se asemeja mucho a una recuperación europea típica. Una posibilidad es que el temor de los trabajadores ante un posible desempleo a largo plazo haya determinado que el nivel salarial sea más moderado en relación con el crecimiento de la productividad laboral durante la reciente recuperación. Pero se requerirán mayores estudios para establecer las causas reales.

En muchas economías europeas, los trabajadores no se encuentran en peor situación después de la Gran Recesión en términos de su participación en el ingreso nacional. En muchos casos, la participación de la fuerza laboral es hoy todavía más alta que inmediatamente antes de la Gran Recesión. Sin embargo, en Estados Unidos y en algunas economías europeas (especialmente España y Grecia), esa participación se mantiene bastante por debajo del nivel máximo previo a la crisis. Solo el tiempo dirá en qué medida las últimas pérdidas de participación de la fuerza laboral contribuirán a la caída tendencial general.

⁴Se utilizan dos definiciones de recuperación: 1) cuatro trimestres luego de alcanzado el nivel mínimo (según se muestra en el gráfico 1.1.1), y 2) el período transcurrido entre el nivel mínimo y el trimestre durante el cual el producto vuelve a su punto máximo previo a la crisis (información disponible para quienes la soliciten). Las observaciones son similares, en términos generales, respecto de ambas definiciones. Una definición alternativa de recuperación, no utilizada en este recuadro, es el período transcurrido entre el punto en que se alcanza el nivel mínimo y el trimestre en el cual el producto vuelve a su nivel de tendencia.

Recuadro 1.2. La recuperación mundial: ¿en qué punto estamos?

La recuperación de la Gran Recesión ha sido inusualmente dispar: muy débil en muchas economías avanzadas pero sorprendentemente fuerte en muchas economías emergentes y en desarrollo. Hasta el momento, la trayectoria de la recuperación en curso en las economías avanzadas ha mostrado algunas inquietantes similitudes con la lenta recuperación que siguió a la mucho menos profunda recesión mundial de 1991. Últimamente, la recuperación de las economías avanzadas se ha aminorado, generando preocupación acerca del ritmo y la durabilidad de la recuperación mundial. En este recuadro se abordan tres importantes preguntas para poner la recuperación de hoy en una perspectiva histórica. ¿Cuán diferente es la actual recuperación mundial de otras anteriores? ¿Cómo se compara la evolución de las economías avanzadas y emergentes con la observada durante episodios anteriores? Y, por último, ¿en qué punto estamos en el proceso de recuperación? Para responder a esas preguntas, en este recuadro se examinan brevemente las características principales de las recuperaciones mundiales de los últimos 50 años y las experiencias de las economías avanzadas y de mercados emergentes durante dichos episodios.

Una recuperación mundial se define como un período (generalmente los primeros tres años) de aumento de la actividad económica luego de una recesión mundial. El presente recuadro se concentra en las recuperaciones que siguieron a las recesiones mundiales de 1975, 1982, 1991 y 2009, caracterizadas por una reducción del PIB real per cápita mundial¹. El episodio de 2009 se destaca como la recesión mundial más grave y sincronizada del

Los autores de este recuadro son M. Ayhan Kose, Prakash Loungani y Marco E. Terrones. Ezgi O. Ozturk y M. Angela Espiritu colaboraron en la investigación.

¹Estas recesiones mundiales se identifican aplicando a nivel mundial los dos métodos estándar utilizados para determinar las fechas de los niveles máximos y mínimos del ciclo económico de cada país: procedimientos estadísticos y métodos discrecionales como el empleado por la Oficina Nacional de Estudios Económicos en el caso de Estados Unidos. Ambos métodos arrojan los mismos puntos de inflexión en la actividad mundial (Kose, Loungani y Terrones, 2009). Se considera un indicador per cápita del PIB mundial para reflejar la heterogeneidad de las tasas de crecimiento poblacional entre los distintos países: en particular, en las economías emergentes y en desarrollo el crecimiento del PIB tiende a ser más rápido

período de posguerra. Esto lleva a preguntarse si la recuperación tras la Gran Recesión difiere mucho de otras recuperaciones pasadas. Para analizar la dinámica de la recuperación mundial, se compara el comportamiento de un conjunto de variables macroeconómicas y financieras durante la actual recuperación con el comportamiento observado en los tres episodios anteriores.

¿En qué se asemeja? ¿En qué difiere?

La actual recuperación mundial presenta varias semejanzas con otras anteriores, pero también varias diferencias importantes. A nivel mundial, el PIB real, el comercio internacional, el crédito y los precios de la vivienda y las acciones no han mostrado un patrón inusual durante esta recuperación (gráfico 1.2.1). De hecho, el PIB, el consumo y la inversión han repuntado con mayor fuerza que luego de la mayoría de las recesiones mundiales pasadas. Cabe señalar, sin embargo, que las caídas fueron mucho más profundas en 2009 y que un grado sin precedentes de expansión de las políticas macroeconómicas ha contribuido a impulsar la recuperación presente (gráfico 1.2.2)². A pesar del fuerte repunte de la actividad económica mundial, el nivel de desempleo se ha mantenido mucho más alto que durante episodios anteriores. Estas observaciones agregadas ocultan, no obstante, diferencias importantes entre las recuperaciones experimentadas por las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes.

Una característica distintiva de la recuperación actual es su carácter dispar. Tal como se documentó en el recuadro 1.1 de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*, a las economías de mercados emergentes les ha ido mejor que en episodios anteriores. De hecho, a ellas les corresponde la mayor parte del crecimiento mundial registrado desde 2009, impulsado en gran medida por una pujante demanda interna, el gran dinamismo de los mercados de activos, fuertes entradas

que en las economías avanzadas, pero también la tasa de crecimiento de su población es más elevada.

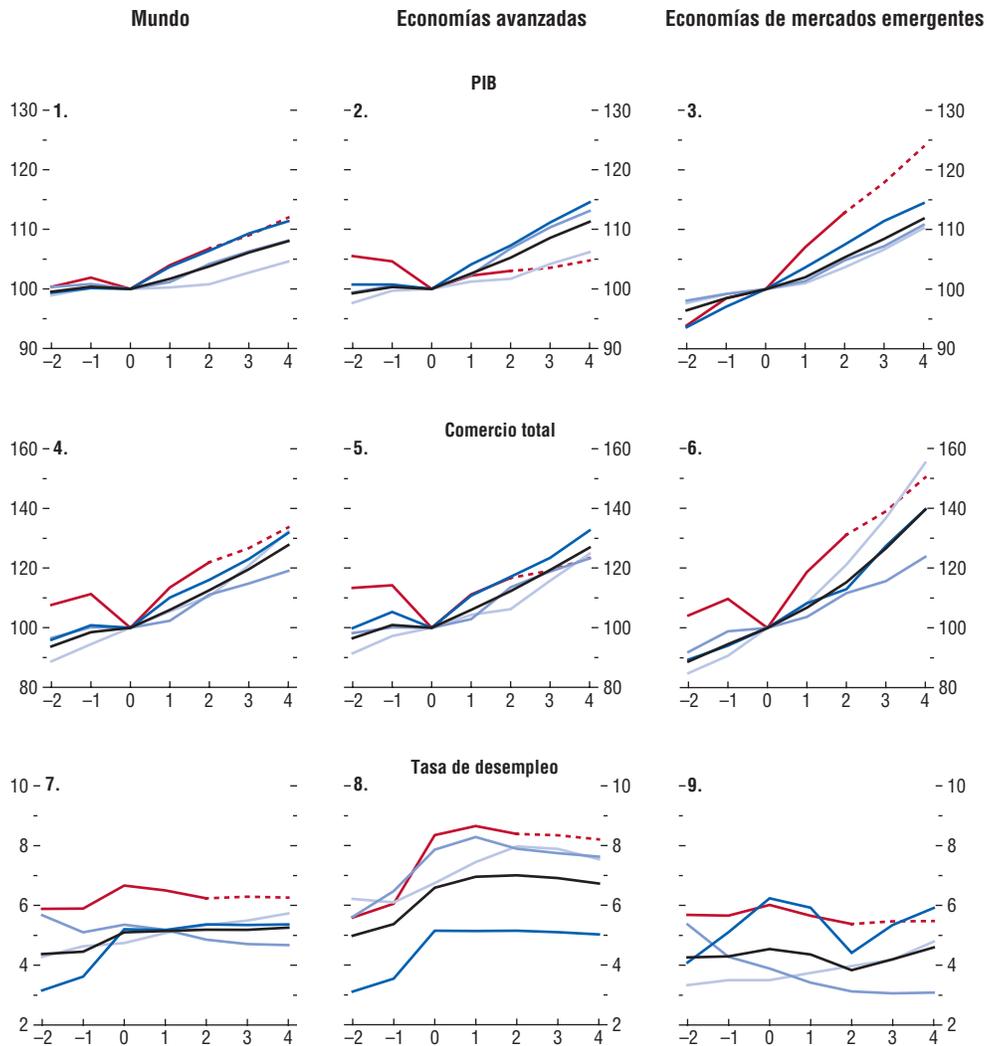
²Véase en Dao y Loungani (2010) un análisis acerca del alcance de las políticas macroeconómicas expansivas tras la última recesión mundial.

Recuadro 1.2 (continuación)

Gráfico 1.2.1 Dinámica de las recuperaciones mundiales: Variables seleccionadas¹

(Años en el eje de la abscisa; t = 0 en el año correspondiente al nivel mínimo, indexado a 100 en el nivel mínimo; en términos reales salvo indicación en contrario)

— 1975 — 1982 — 1991 — Promedio de recuperaciones anteriores — Recuperación actual²



(continúa)

de capital y políticas expansivas³. El vigoroso desempeño de los mercados emergentes refleja en parte algunas mejoras estructurales tales como la existencia

³Kose, Otrok y Prasad (de próxima publicación) presentan una reseña detallada de las muchas diferencias de desempeño cíclico registradas en los últimos años entre las economías avanzadas y las de mercados emergentes.

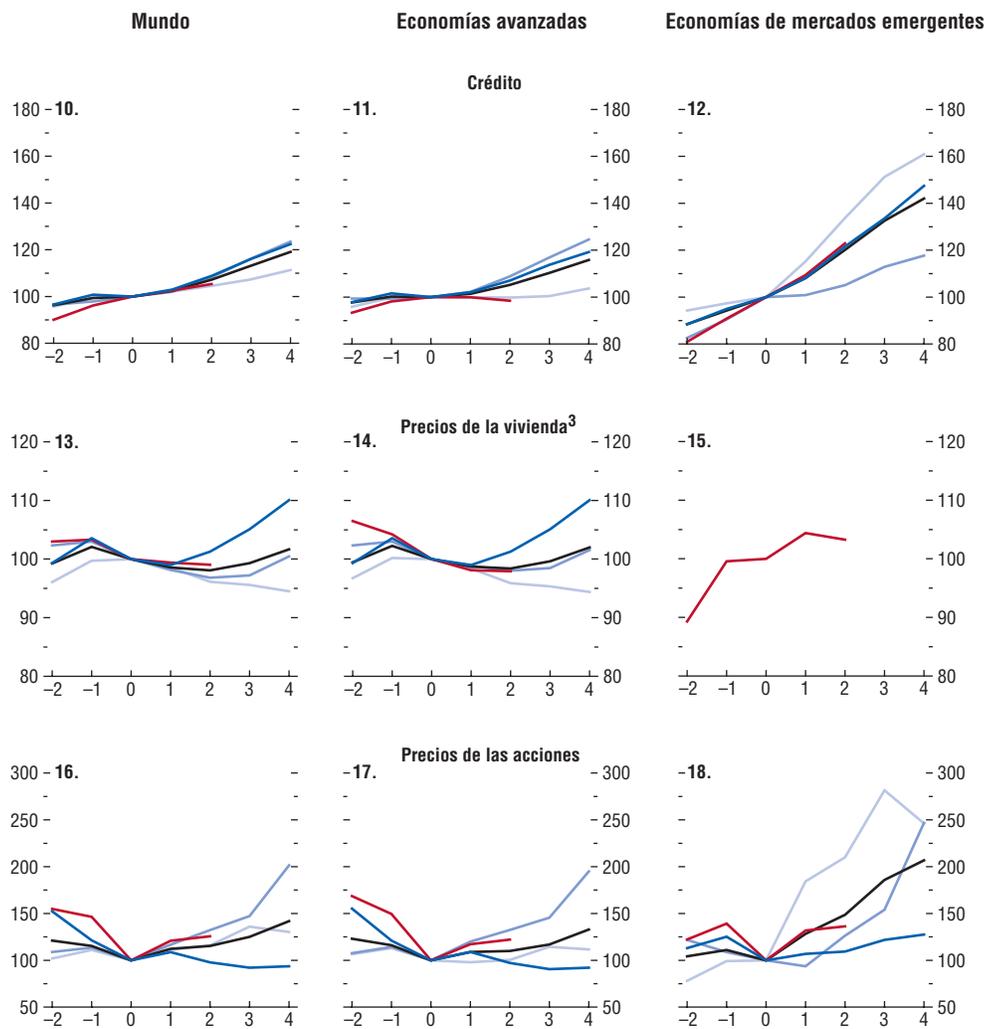
de sistemas financieros mejor regulados y marcos macroeconómicos más sólidos que les permitieron aplicar políticas anticíclicas más creíbles y eficaces. Una notable excepción es el caso de las economías emergentes de Europa, que sufrieron un shock financiero cualitativamente similar al experimentado por muchas economías avanzadas.

Recuadro 1.2 (continuación)

Gráfico 1.2.1. Dinámica de las recuperaciones mundiales: Variables seleccionadas¹ (conclusión)

(Años en el eje de la abscisa; t = 0 en el año correspondiente al nivel mínimo, indexado a 100 en el nivel mínimo; en términos reales salvo indicación en contrario)

— 1975 — 1982 — 1991 — Promedio de recuperaciones anteriores — Recuperación actual²



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Los agregados del PIB son índices del PIB real per cápita ponderados en función de la paridad del poder adquisitivo. Los agregados del comercio total son índices del comercio real ponderados en función del comercio. Los agregados de la tasa de desempleo son tasas porcentuales de desempleo ponderadas en función de la fuerza de laboral. Los agregados de crédito real, precios inmobiliarios reales y precios de las acciones reales están ponderados en función de valores de mercado según el PIB en dólares de EE.UU.

²Las líneas puntuadas denotan pronósticos de *Perspectivas de la economía mundial*, si están disponibles.

³Las series de precios inmobiliarios correspondientes a anteriores recuperaciones mundiales no están disponibles en el caso de las economías de mercados emergentes.

Recuadro 1.2 (continuación)

En las economías avanzadas, en cambio, la actual recuperación ha sido extremadamente débil, lo que refleja en parte el legado que dejó la crisis financiera mundial, en especial la necesidad, aún vigente, de sanear los balances de los hogares y del sector financiero⁴. Específicamente, las proyecciones respecto de la actividad económica en 2012, de materializarse, significarían que la recuperación actual es la más débil para las economías avanzadas durante la era de posguerra. En una serie de economías avanzadas, el producto no ha retornado aún a los niveles observados antes de la recesión, el desempleo se mantiene bastante por encima de la norma histórica y el crecimiento acumulado del consumo y la inversión ha sido mucho menor.

Otro rasgo que distingue a la recuperación actual es una contracción fuerte y sostenida de la inversión en estructura en las economías avanzadas. La gravedad de esa contracción puede atribuirse a un deterioro de los mercados de crédito y de la vivienda. De todos modos, la evolución de esos segmentos no ha sido hasta ahora significativamente peor que luego de la recesión de 1991.

Cabe destacar, como dato interesante, que el desempeño de los mercados de acciones ha sido, en promedio, mejor que el registrado tras recesiones anteriores. Una explicación de ello es que muchas empresas no financieras operan ahora a escala mundial y se han beneficiado de la mejora general de la actividad mundial, particularmente en los mercados emergentes, los cuales, según se señaló, se han recuperado mejor de lo que se recuperaron luego de anteriores recesiones mundiales.

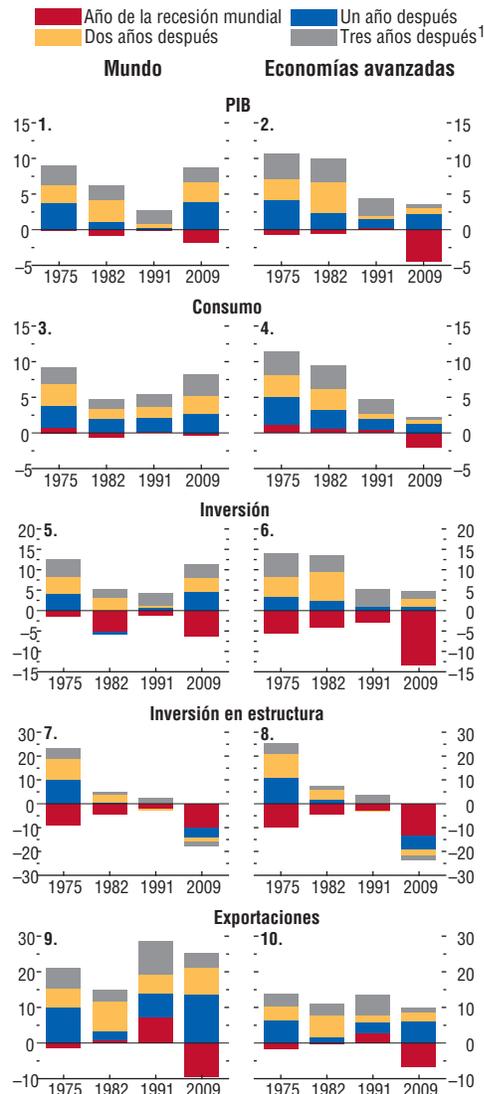
Economías avanzadas: ¿Reviviendo el comienzo de los años noventa?

A pesar de que la Gran Recesión fue marcadamente más grave que la recesión mundial de 1991, las causas subyacentes de estos dos episodios y la evolución de la actividad durante las

⁴En muchos sentidos, este resultado era el previsto. Por ejemplo, Claessens, Kose y Terrones (de próxima publicación) presentan datos según los cuales las recuperaciones que siguen a perturbaciones de los mercados financieros tienden a ser más débiles. También observan que las recuperaciones asociadas con un rápido crecimiento del crédito y del precio de las viviendas suelen ser más vigorosas.

Gráfico 1.2.2. Crecimiento durante las recesiones y recuperaciones mundiales: Variables seleccionadas

(Variación porcentual anual; en términos reales)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Cada barra representa la variación porcentual de la respectiva variable en los años de las recesiones y recuperaciones mundiales. Las tasas de crecimiento de todas las variables, excepto las exportaciones, son valores per cápita ponderados según la paridad del poder adquisitivo. La inversión en estructura incluye tanto propiedades residenciales como otros edificios y estructuras. El crecimiento de las exportaciones se pondera en función del valor en dólares de EE.UU. del comercio total como proporción del comercio total del grupo.

¹Las cifras correspondientes a 2012 (año de recesión mundial 2009) representan proyecciones.

Recuadro 1.2 (continuación)

recuperaciones posteriores son marcadamente similares en el caso de las economías avanzadas.

- Esas dos recuperaciones estuvieron precedidas por recesiones asociadas con un desplome de los mercados de crédito y de la vivienda en las principales economías avanzadas⁵. En particular, la recesión de 1991 estuvo vinculada con perturbaciones de los mercados de crédito y de activos en Estados Unidos y en Japón. Análogamente, la Gran Recesión estuvo signada por graves problemas en los mercados crediticio e inmobiliario de Estados Unidos y otras economías avanzadas, como España, Irlanda y el Reino Unido.
- El ritmo de ambas recuperaciones fue aminorado en parte por problemas existentes en Europa. En el anterior episodio de recuperación incidió la desaceleración de muchas economías europeas durante la crisis del mecanismo cambiario europeo (MTC) de 1992–93. Durante ese período fue preciso elevar las tasas de interés para defender el acuerdo de tipos de cambio, y varias economías avanzadas de Europa se vieron obligadas a reducir su importante déficit fiscal. Esto frenó la actividad económica y deprimió aún más los mercados de crédito y de la vivienda de la región. Actualmente, las elevadas primas de riesgo soberano están infligiendo un daño similar o incluso peor al equilibrio fiscal y al crecimiento. En ambos casos, la falta de una estrategia oportuna, creíble y coordinada de políticas económicas intensificó los trastornos financieros.
- La trayectoria de las dos recuperaciones fue bastante similar porque en ambos casos las economías avanzadas experimentaron un escaso crecimiento. En parte, esto se debe a la decepcionante tasa de incremento del consumo interno y la inversión como consecuencia del legado que dejó la crisis financiera —la necesidad de sanear los balances, la débil expansión del crédito y los

⁵Antes de la crisis financiera mundial de 2008–09 y de la crisis del mecanismo del tipo de cambio europeo, las economías avanzadas experimentaron auges de crédito muy sincronizados (Mendoza y Terrones, de próxima publicación).

problemas subsistentes en los mercados inmobiliarios— y la pérdida de competitividad de algunas economías. Ambos episodios también se caracterizan por un nivel de desempleo persistentemente alto⁶. No obstante, considerando la profunda caída del producto en 2009, el aumento del desempleo ha sido más limitado. Esta afirmación es especialmente cierta respecto de Europa y bien puede estar reflejando políticas compatibles con un esquema salarial más favorable al mantenimiento del empleo y una mayor retención preventiva de personal en algunas de esas economías.

Conclusiones

Aunque el fuerte repunte del producto mundial durante la actual recuperación es comparable con episodios anteriores, la divergencia entre la suerte seguida por las economías avanzadas y las de mercados emergentes pone a esta recuperación en un plano diferente. En este caso, las economías de mercados emergentes se han recuperado con fuerza y han sido el motor del crecimiento mundial. El robusto desempeño de estas economías puede explicarse en parte por su sólido marco macroeconómico y sus reformas estructurales.

En el caso de las economías avanzadas, en cambio, se pronostica que la recuperación actual será la más débil de la era de posguerra. Hasta el momento, la trayectoria de la recuperación en curso en las economías avanzadas ha mostrado un sorprendente paralelo con la que siguió a la recesión de 1991. Ambas recuperaciones se vieron obstaculizadas por los problemas de los mercados inmobiliario y financiero de esas economías. Esos problemas probablemente seguirán restando fuerza a la recuperación a menos que las autoridades adopten políticas más sólidas y contundentes para encararlos.

⁶Loungani (2012) analiza evidencias que respaldan la teoría de que la caída del producto a través de los canales de la demanda agregada explica gran parte del aumento del desempleo en las economías avanzadas. En el caso de Estados Unidos, la atonía del mercado laboral podría reflejarse mejor en la persistente caída de la relación empleo/población.

Recuadro 1.3. ¿Hacia dónde va el superávit externo de China?

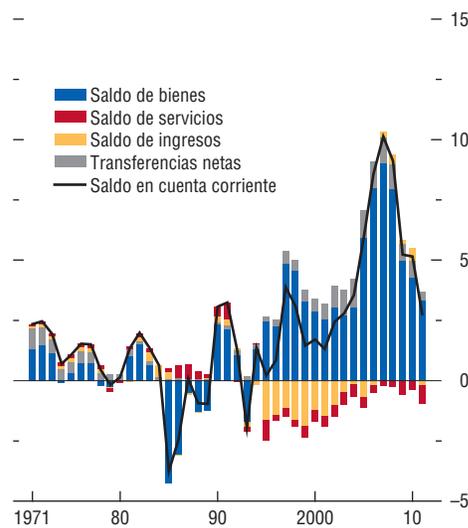
El superávit en cuenta corriente de China ha disminuido de un nivel máximo anterior a la crisis de 10,1% del PIB en 2007 a 2,8% del PIB en 2011. Este vuelco ha sido más marcado y persistente de lo previsto. Desde hace mucho tiempo ha sido difícil pronosticar la evolución de la cuenta corriente de China debido al rápido cambio estructural de la economía, la incertidumbre que rodean a las perspectivas de los términos de intercambio, el hecho de que los pronósticos de *Perspectivas de la economía mundial* se basen en el supuesto de un tipo de cambio real constante, y la volatilidad de la economía mundial en los últimos años. En este recuadro se examinan las vinculaciones entre la reciente disminución del superávit en cuenta corriente de China, la evolución del gasto interno, las variaciones de los precios mundiales y de las estructuras de los intercambios comerciales, los costos internos y la competitividad externa. También se consideran las implicaciones y perspectivas para el superávit externo de China a mediano plazo.

La causa primordial de la disminución del superávit en cuenta corriente es una compresión del superávit comercial, aunque el ingreso también contribuyó (gráfico 1.3.1). Esto tuvo lugar en el contexto de una demanda cíclicamente débil por parte de los principales socios comerciales de China, que en 2008–11 fue 6½ puntos porcentuales más baja de lo pronosticado a principios de 2008. La demanda fue especialmente débil en Estados Unidos y la zona del euro, que representan alrededor del 40% de las exportaciones de China.

Al mismo tiempo, la inversión cobró una importancia creciente para apoyar el crecimiento (gráfico 1.3.2). Inicialmente, la inversión fue impulsada por medidas de estímulo, que incrementaron el gasto público en infraestructura a fin de afrontar el rápido deterioro de las condiciones económicas mundiales durante la Gran Recesión. Sin embargo, al menguar el estímulo público a partir de mediados de 2009, la formación de capital privado aumentó en forma significativa, primero para la construcción de viviendas y, más recientemente, para reanudar la expansión de la capacidad manufacturera, a menudo en las industrias

Los autores principales de este recuadro son Ashvin Ahuja, Nigel Chalk, Malhar Nabar y Papa N'Diaye. El recuadro está basado en Ahuja *et al.* (de próxima publicación).

Gráfico 1.3.1. Cuenta corriente de China y sus componentes; 1971–2011
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

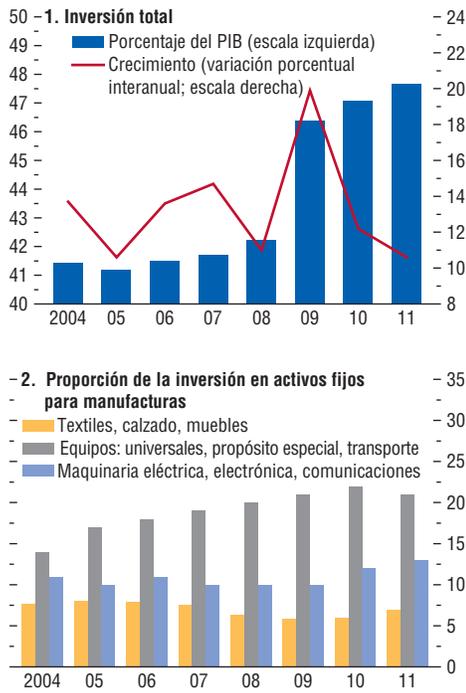
de gama relativamente alta. Esta inversión resultó tener un componente de importaciones significativamente mayor que el del consumo interno, lo cual ejerció una presión a la baja sobre la balanza comercial.

Otro factor del vuelco del superávit en cuenta corriente ha sido el permanente deterioro secular de los términos de intercambio de China¹. Como se señaló, el aumento del gasto de inversión tenía un mayor componente de importaciones, especialmente de materias primas y minerales, cuya oferta mundial es relativamente inelástica y sus precios han estado aumentando. Al mismo tiempo, las exportaciones se han volcado cada vez más hacia las maquinarias y los equipos, segmento en que la oferta mundial es relativamente elástica y la competencia es significativa, y en

¹Desde una perspectiva histórica, el deterioro secular de los términos de intercambio no sorprende. Otras economías de la región —en particular Japón y las economías asiáticas recientemente industrializadas— también experimentaron similares deterioros duraderos de los términos de intercambio a medida que lograban una cuota de mercado significativa y evolucionaban en su trayectoria de desarrollo.

Recuadro 1.3 (continuación)

Gráfico 1.3.2. Inversión china en activos fijos; 2004–11
(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

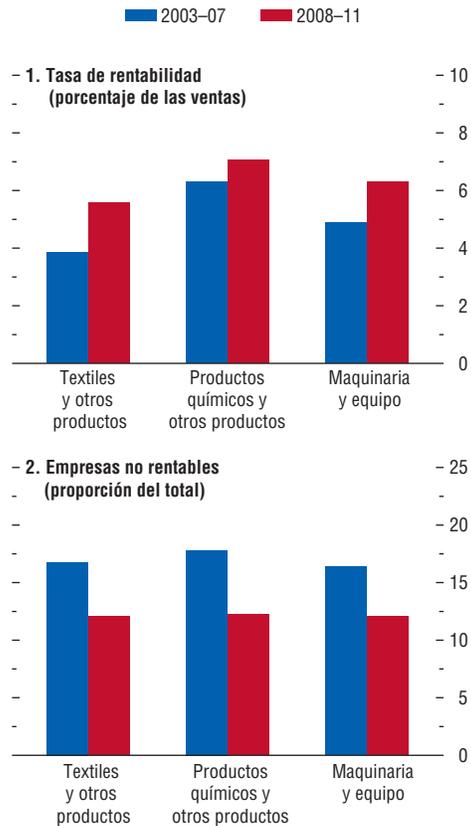


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

que los precios relativos han estado disminuyendo. De hecho, debido a su magnitud económica, China ha dejado de ser un tomador de precios de los mercados mundiales, y por lo tanto su fuerte inversión ha incrementado la presión a la baja sobre los precios de sus bienes de exportación. En consecuencia, aparte del repunte temporal de 2009, los términos de intercambio de China han disminuido 10½ puntos porcentuales más de lo pronosticado a principios de 2008.

También se mencionan los crecientes costos internos como una razón de la disminución del superávit comercial de China. En base a datos anecdóticos, se ha constatado un incremento significativo de los costos, y los datos oficiales indican que los sueldos nominales han estado aumentando alrededor de un 15% anual. Al mismo tiempo, el renminbi se ha estado apreciando en términos reales, ponderados en función del comercio (14¾% entre abril de

Gráfico 1.3.3. Rentabilidad del sector manufacturero de China; 2003–11



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

2008 y fines de 2011). Sin embargo, todavía no hay pruebas contundentes que indiquen que estos costos crecientes estén ejerciendo un gran efecto sobre la competitividad. En efecto, los márgenes de ganancia han estado creciendo, y ha disminuido la proporción de empresas no rentables de diversos sectores industriales (gráfico 1.3.3). Varios factores han contenido el efecto de los costos internos crecientes y facilitado mejoras de la productividad, tales como el traslado de industrias desde las provincias costeras hacia zonas interiores de costos más bajos, economías de escala asociadas con un mercado interno creciente y el constante bajo costo de insumos clave (tierra, agua, energía, capital).

Recuadro 1.3 (continuación)

Cuadro 1.3.1. Valores estimados de los factores que incidieron en la disminución del superávit en cuenta corriente de China; 2007–11¹
(Porcentaje del PIB)

	Elasticidades estimadas del comercio ²	Ecuación de forma reducida de la cuenta corriente
Real 2007	10,1	10,1
Real 2011 ³	2,8	2,8
Variación, 2007–11	-7,3	-7,3
Factores		
Términos de intercambio	-1,6	-3,6
Demanda externa	-1,1	-1,4
Inversión	-1,8	-2,6
Tipo de cambio efectivo real	-2,1	-1,3
Otros	-0,8	1,5

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Véase Ahuja *et al.* (de próxima publicación).

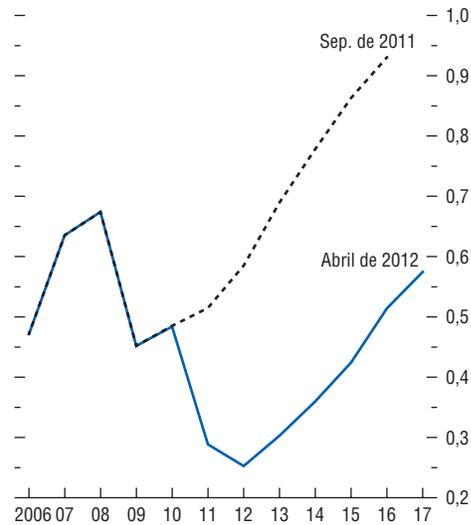
²Las elasticidades se basan en cálculos estimados de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios.

³Estimación preliminar.

¿Cuánto ha incidido cada uno de estos factores en la disminución del superávit en cuenta corriente de China? No hay una respuesta sencilla a esta pregunta porque todos los factores están interrelacionados e influidos por otros sucesos. Por lo tanto, es difícil determinar con precisión su magnitud individual. No obstante, el personal técnico del FMI efectuó cálculos ilustrativos utilizando hipótesis simplificadas que pueden aclarar un poco esta interrogante. En los cálculos se comparan los factores reales con una hipótesis contrafactual para las cuatro variables clave, que se basan en dos métodos distintos para obtener las elasticidades pertinentes². En la hipótesis contrafactual se supone que el crecimiento de los socios comerciales de China se mantiene en su nivel potencial durante 2007–11, que el tipo de cambio real se mantiene constante y que los términos de intercambio así como la relación inversión/PIB de China conservan sus niveles de 2007. Los cálculos indican que el deterioro de los términos de intercambio provocó entre un quinto y dos quintos de la disminución del superávit en cuenta corriente en estos cuatro últimos años (cuadro 1.3.1). La aceleración de la inversión generó entre un cuarto y un tercio de la disminución, mientras que entre un quinto y un tercio fue atribuido a la apreciación de la moneda.

²Nuevamente, véase Ahuja *et al.* (de próxima publicación).

Gráfico 1.3.4. Saldo en cuenta corriente de China como proporción del PIB mundial; 2006–17
(Porcentaje del PIB nominal mundial)



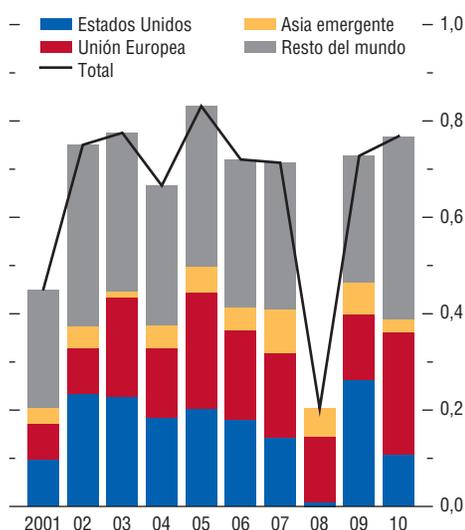
Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

El crecimiento por debajo del potencial de los países socios comerciales tuvo un efecto levemente menor. En general, se concluyó que la inversión interna creciente, el deterioro de los términos de intercambio, el debilitamiento de la demanda externa y un aumento del tipo de cambio efectivo real (TCER) explican buena parte de la disminución del superávit en cuenta corriente después de la crisis. Dicho esto, estos cálculos están basados en un método de equilibrio parcial y por lo tanto deben interpretarse con cierto cuidado, en particular porque no tienen en cuenta los efectos de la interacción entre los distintos factores (tales como los vínculos entre la alta inversión en China y los crecientes precios mundiales de las materias primas).

En el pronóstico de la presente edición de *Perspectivas de la economía mundial* se prevé un nuevo aumento del superávit en cuenta corriente de China, pero que para 2017 llegará como máximo a alrededor de 4% a 4½% del PIB, lo cual representa un desequilibrio externo mucho menor que el de

Recuadro 1.3 (continuación)

Gráfico 1.3.5. China: Variación de la participación en el mercado mundial; 2001–10
(Variación con respecto al año anterior, puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Los 27 países miembros de la Unión Europea figuran en el cuadro C del apéndice estadístico.

pronósticos anteriores. Sin embargo, una proporción creciente del superávit en cuenta corriente mundial total aún será atribuible a China, a medida que su economía crezca (gráfico 1.3.4). En estas proyecciones se supone que persistirán muchos de los cambios recientes que fundamentan el actual vuelco de la cuenta corriente. En particular, se supone que los términos de intercambio se deterioran a un ritmo constante (1/2% anual) y que el coeficiente de inversión se mantiene cerca de los niveles actuales mientras que el reequilibrio hacia el consumo se afianza gradualmente. También se supone que China incrementa su participación en el mercado mundial al mismo ritmo promedio de la década pasada. Las proyecciones también se basan en el supuesto usual de *Perspectivas de la economía mundial* de que el TCER seguirá estando en el nivel que predominaba al elaborarse los pronósticos del presente informe. En estas condiciones es probable que mejoren las exportaciones netas en términos reales a medida que se

recupere la demanda mundial, pero no se prevé que el superávit en cuenta corriente se acerque siquiera a los niveles registrados antes de la Gran Recesión.

Los riesgos a la baja para las proyecciones sobre la cuenta corriente son considerables. En parte están ligados a la perspectiva global pero también a la incertidumbre sobre el ritmo del cambio estructural de la economía de China. El veloz crecimiento de la participación de China en el mercado de exportaciones durante la década pasada fue el resultado de una diversidad de factores que ya han surtido buena parte de su efecto, entre ellos, la influencia positiva de su adhesión a la Organización Mundial del Comercio, el vigoroso crecimiento de la productividad del sector de manufacturas, el traslado masivo de plantas industriales internacionales a China y los bajos costos de producción (gráfico 1.3.5). La continuidad del crecimiento de las exportaciones implicará que la producción industrial evolucione hacia una manufactura de alta gama, proceso que se verá obstaculizado por la lenta recuperación de la demanda mundial. Además, los mercados existentes quedarán saturados, habrá menos oportunidades de mejorar la productividad por medio de la transferencia de tecnología y disminuirá el número de traslados de plantas industriales extranjeras a China.

En conclusión, la disminución del superávit externo de China ha sido considerable y ha incidido en una cambiante constelación de desequilibrios mundiales. Sin embargo, en gran medida este ajuste ha sido el resultado de niveles de inversión muy altos. Los datos oficiales disponibles sobre consumo y ahorro, que abarcan el período hasta fines de 2010, todavía no indican que el consumo interno esté creciendo como proporción del PIB o que el ahorro nacional esté disminuyendo. No obstante, el objetivo político del 12° Plan Quinquenal está centrado en incrementar el ingreso de los hogares, impulsar el consumo y facilitar la expansión del sector de servicios. Si se ponen en práctica estas reformas estructurales, China tendrá la capacidad para manejar futuros deterioros de su superávit en cuenta corriente, no a través de la inversión, sino a través del consumo interno. En definitiva, esta sería una transformación más duradera que incrementaría el bienestar del pueblo chino y contribuiría en forma significativa a un crecimiento mundial vigoroso, sostenido y equilibrado.

Referencias

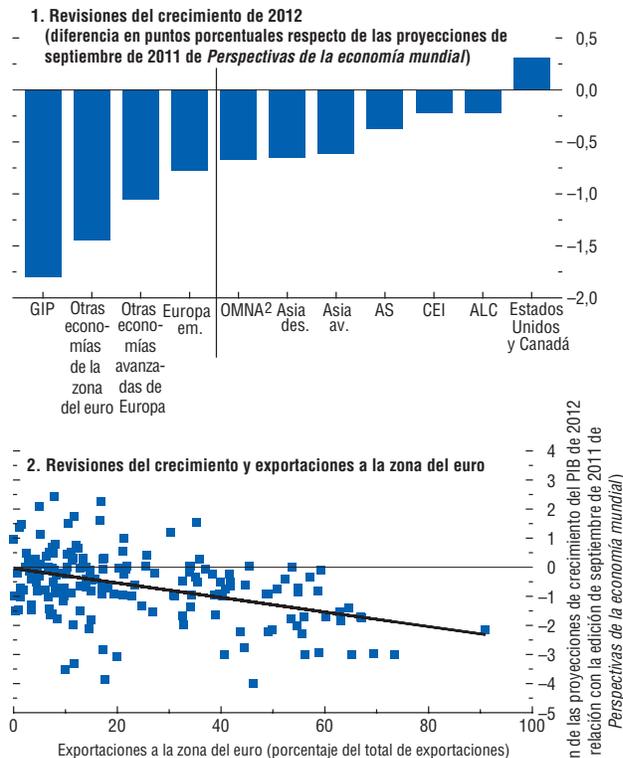
- Acemoglu, Daron, y David Autor, 2011, “Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings”, en *Handbook of Labor Economics*, vol. 4, compilado por Orley Ashenfelter y David E. Card (Ámsterdam: Elsevier).
- Acharya, Viral, Lars Lochstoer y Tarun Ramadorai, 2010, “Limits to Arbitrage and Hedging: Evidence from Commodity Markets” (inédito; Nueva York: New York University).
- Ahuja, Ashvin, Rudolf Bems, Nigel Andrew Chalk, Malhar Nabar, Papa M’B. P. N’Diaye y Nathaniel John Porter, de próxima publicación, “An End to Global Imbalances? A View from China”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Alquist, Ron, Lutz Kilian y Robert Vigfusson, 2011, “Forecasting the Price of Oil”, Working Paper No. 2011-15 (Ottawa: Banco de Canadá).
- Asdrubali, Pierfederico, Bent Sorensen y Oved Yosha, 1996, “Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963–90”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 111, págs. 1081–110.
- Atkinson, Tony, Thomas Piketty y Emmanuel Saez, 2011, “Top Incomes in the Long Run of History”, *Journal of Economic Literature*, vol. 49, No. 1, págs. 3–71.
- Bai, Jushan, y Serena Ng, 2002, “Determining the Number of Factors in Approximate Factor Models”, *Econometrica*, vol. 70, No. 1, págs. 191–221.
- , 2007, “Determining the Number of Primitive Shocks in Factor Models”, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 25, págs. 52–60.
- Berg, Andrew, y Jonathan Ostry, 2011, “Inequality and Unsustainable Growth: Two Sides of the Same Coin?”, IMF Staff Discussion Note No. 11/08 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bloom, Nicholas, 2009, “The Impact of Uncertainty Shocks”, *Econometrica*, vol. 77, No. 3, págs. 623–85.
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones, de próxima publicación, “How do Business and Financial Cycles Interact?”, *Journal of International Economics*.
- Coenen, Günter, Christopher J. Erceg, Charles Freedman, Davide Ferrieri, Michael Kumhof, René Lalonde, Douglas Laxton, Jesper Lindé, Annabelle Mourougane, Dirk Muir, Susanna Mursula, Carlos de Resende, John Roberts, Werner Roeger, Stephen Snudden, Mathias Trabandt y Jan in ’t Veld, 2012, “Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models”, *American Economic Journal*, vol. 4, No. 1, págs. 22–68.
- Dao, Mai, y Prakash Loungani, 2010, “The Human Cost of Recessions: Assessing It, Reducing It”, IMF Staff Position Note No. 10/17 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Decressin, Jörg, y Douglas Laxton, 2009, “Gauging Risks for Deflation”, IMF Staff Position Note No. 09/01 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Elekdag, Selim, y Prakash Kannan, 2009, “Incorporating Market Information into the Construction of the Fan Chart”, IMF Working Paper No. 09/178 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Etula, Erkki, 2009, “Broker-Dealer Risk Appetite and Commodity Returns”, Staff Report No. 406 (Nueva York: Banco de la Reserva Federal).
- Harding, Don, y Adrian Pagan, 2002, “Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, No. 2, págs. 365–81.
- Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani y Marco E. Terrones, 2009, “Fuera de todo parámetro”, *Finanzas & Desarrollo*, vol. 46, No. 2, págs. 25–28.
- Kose, M. Ayhan, Christopher Otrok y Eswar Prasad, de próxima publicación, “Global Business Cycles: Convergence or Decoupling?”, *International Economic Review*.
- Kumar, Manmohan S., 2003, *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*, IMF Occasional Paper No. 221 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan Ostry, Alessandro Prati y Luca Antonio Ricci, 2008, *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, IMF Occasional Paper No. 261 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Loungani, Prakash, 2012, “Unemployment through the Prism of the Great Recession”, *IMF Research Bulletin* (marzo).
- Mendoza, Enrique, y Marco E. Terrones, de próxima publicación, “An Anatomy of Credit Booms and Their Demise”, compilado por Carmen Reinhart y Miguel Fuentes, *Capital Mobility and Monetary Policy*.
- Rajan, Raghuram G., 2010, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).

La economía mundial ha experimentado un cambio radical desde septiembre de 2011. El crecimiento europeo se ha desacelerado drásticamente, y la recesión es una realidad o una amenaza para muchas economías de la región. En Oriente Medio y Norte de África (OMNA), los disturbios se han extendido, deprimiendo más las perspectivas de la región incluso en un momento en que algunas economías se encuentran dedicadas a la reconstrucción tras los conflictos sufridos. Sin embargo, la evolución de otras regiones ha sido más positiva. Las novedades económicas alentadoras abundan en Estados Unidos: el crecimiento se encuentra en alza, y el desempleo, en baja. Asia ha superado bien la desaceleración mundial y parece estar encaminada hacia un aterrizaje suave. América Latina ha demostrado capacidad de resistencia frente a las fluctuaciones de la aversión al riesgo derivadas de la evolución de la situación europea en los últimos meses. Por último, África subsahariana ha sorprendido por su capacidad de resistencia a la desaceleración europea, gracias a la reorientación en curso de sus vínculos económicos hacia Asia.

Si bien las perspectivas de crecimiento de gran parte del mundo se han corregido a la baja desde la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, se prevé que mejorarán en el segundo semestre de 2012 gracias a las medidas de política combinadas que adoptaron las economías desarrolladas y de mercados emergentes. Así lo refleja el gráfico 2.1, que muestra las revisiones a las proyecciones de crecimiento de 2012 de la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*. Las revisiones han sido, en general, negativas, pero no siempre en igual medida. Y en parte reflejan efectos de contagio del deterioro de las perspectivas europeas; el diagrama de dispersión muestra que las economías con vínculos comerciales más estrechos con Europa generalmente han sido objeto de las correcciones a la baja más marcadas. Retomaremos el tema de los efectos de contagio a lo largo de este capítulo. Como telón de fondo, el gráfico 2.2 muestra los efectos medios del

Gráfico 2.1. Revisiones de las proyecciones de crecimiento de 2012 de *Perspectivas de la economía mundial* y vinculaciones comerciales con Europa¹

Las revisiones de las perspectivas por lo general han sido a la baja, pero en distinta medida, y en parte reflejan los efectos de contagio originados en el empeoramiento de las perspectivas de Europa: las economías que mantienen los vínculos comerciales más estrechos con Europa son, en general, las que han sufrido revisiones a la baja más marcadas.

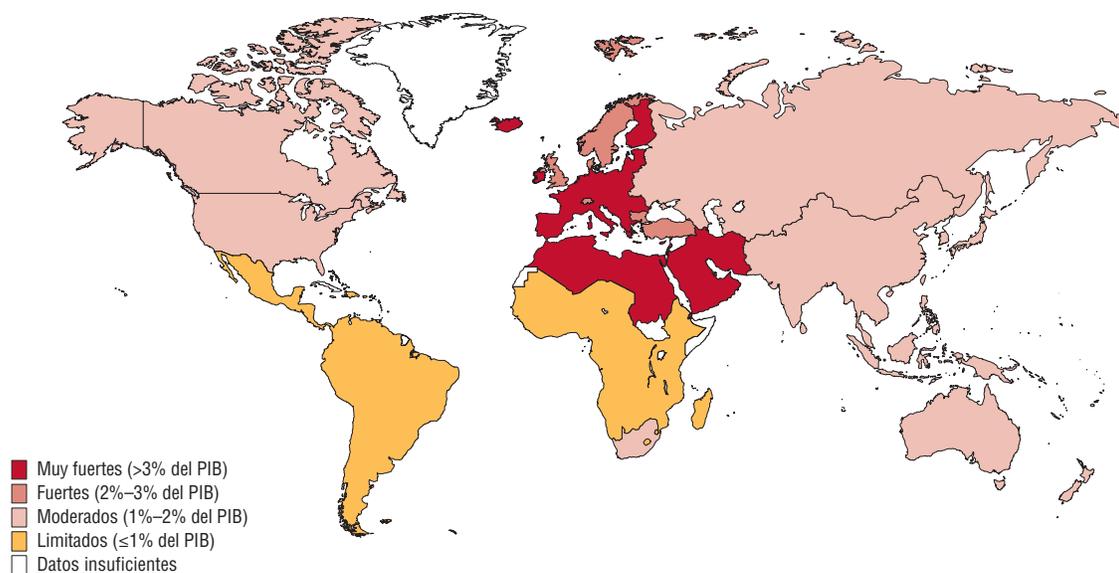


Fuentes: FMI, *Direction of Trade Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ALC: América Latina y el Caribe; AS: África subsahariana; Asia av.: economías avanzadas de Asia; Asia des.: economías en desarrollo de Asia; CEI: Comunidad de Estados Independientes; Europa em.: economías emergentes de Europa; GIP: Grecia, Irlanda y Portugal; OMNA: Oriente Medio y Norte de África; Otras economías avanzadas de Europa: Dinamarca, Islandia, Noruega, el Reino Unido, la República Checa, Suecia y Suiza; Otras economías de la zona del euro: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Italia, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y la República Eslovaca.

²Se excluyen datos sobre Libia y la República Árabe Siria. Los datos a partir del 9 de julio de 2011 excluyen a Sudán del Sur.

Gráfico 2.2. Efectos de una intensificación de la crisis de la zona del euro en distintas regiones
(Desviación máxima del producto respecto de las proyecciones de base de Perspectivas de la economía mundial)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Desviación máxima del producto respecto de las proyecciones de base de *Perspectivas de la economía mundial*, de acuerdo con el primer escenario a la baja descrito en el capítulo 1 (aumento de la tensión en torno al sector bancario y la deuda soberana en la zona del euro). Las simulaciones se realizaron con el Modelo Económico Mundial del FMI, que es un modelo de seis regiones (complementado con modelos satélite) que no modela explícitamente países individuales (con la excepción de Estados Unidos y Japón).

escenario de la crisis de la zona del euro analizado en el capítulo 1 en cada una de las regiones analizadas en este capítulo. Este escenario modela los efectos probables de una intensificación de esa crisis: una fuerte disminución del apetito de riesgo, los precios de los activos y las materias primas, y la demanda mundial. Aunque Europa es obviamente la región más afectada, la distribución de los efectos de contagio es variada; influyen en ella la fuerza de los lazos comerciales, las vinculaciones entre los mercados financieros y las exposiciones bancarias de la zona del euro. Estos canales individuales, y su expresión regional, se analizan con más detalle en las secciones siguientes.

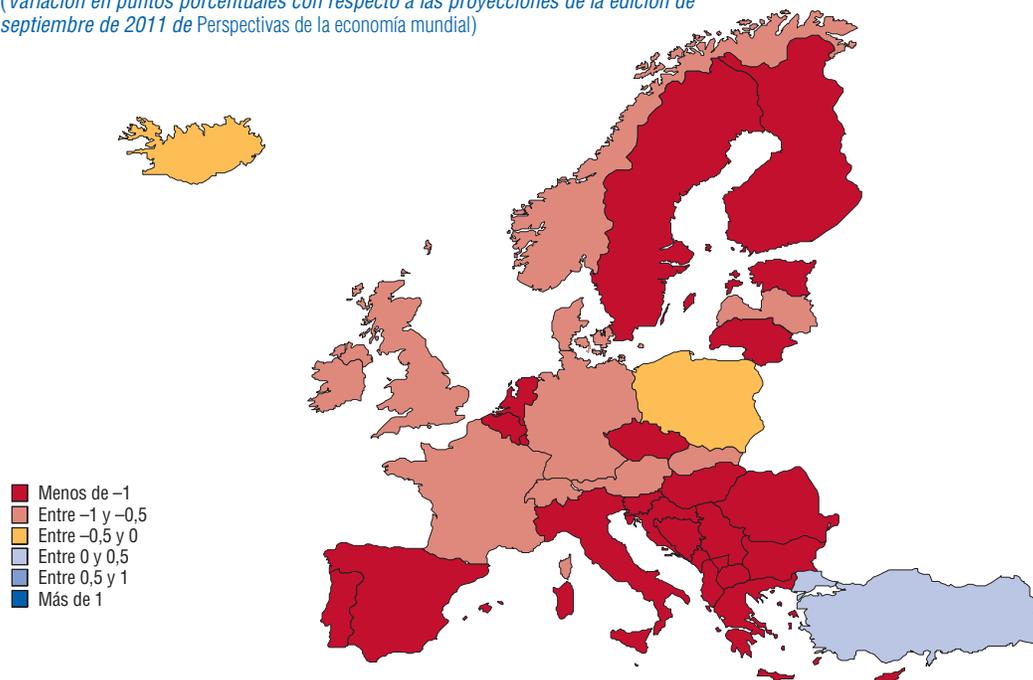
El capítulo comienza con un análisis minucioso de las perspectivas de Europa, y de los efectos de contagio intrarregionales desde la periferia hacia el núcleo de la zona del euro, y desde allí hacia el resto de Europa. Las secciones restantes evalúan las perspectivas de Estados Unidos y Canadá, Asia, América Latina y el Caribe (ALC), la Comunidad de Estados Independientes (CEI), Oriente Medio y Norte de África, y África subsahariana.

Europa: Crisis, recesión y contagio

En el último trimestre de 2011, los renovados temores a que la crisis de la zona del euro recrudeciera y se propagara reavivaron la incertidumbre y ensancharon los diferenciales de riesgo, lo cual contribuyó a una desaceleración inesperadamente drástica en la zona del euro, con efectos de contagio en el resto de Europa y más allá del continente. El Banco Central Europeo (BCE) alivió la presión de financiamiento en el sector bancario a través de operaciones de financiación a plazo más largo. Estas medidas, sumadas a otras encaminadas a afianzar el pacto fiscal, las reformas estructurales y la consolidación fiscal, lograron estabilizar la confianza de los mercados y aliviar la incertidumbre. La reciente decisión de mejorar el cortafuegos europeo respalda estos esfuerzos de política. Las perspectivas de la proyección de base apuntan a un regreso paulatino a la senda de recuperación a lo largo de 2012–13. La posibilidad de que la crisis vuelva a recrudecer continúa siendo un importante riesgo a la baja para la estabilidad del sector financiero y el crecimiento hasta que se resuelvan las cuestiones fundamentales.

Gráfico 2.3. Europa: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB de 2012

(Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones de la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

La actividad real de Europa se enfrió más de lo esperado durante el cuarto trimestre de 2011, y el producto se contrajo en numerosas economías. En consecuencia, las revisiones a la baja del crecimiento de 2012 proyectado en la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* son, en general, más pronunciadas en el caso de Europa que en el de otras regiones (gráficos 2.1 y 2.3).

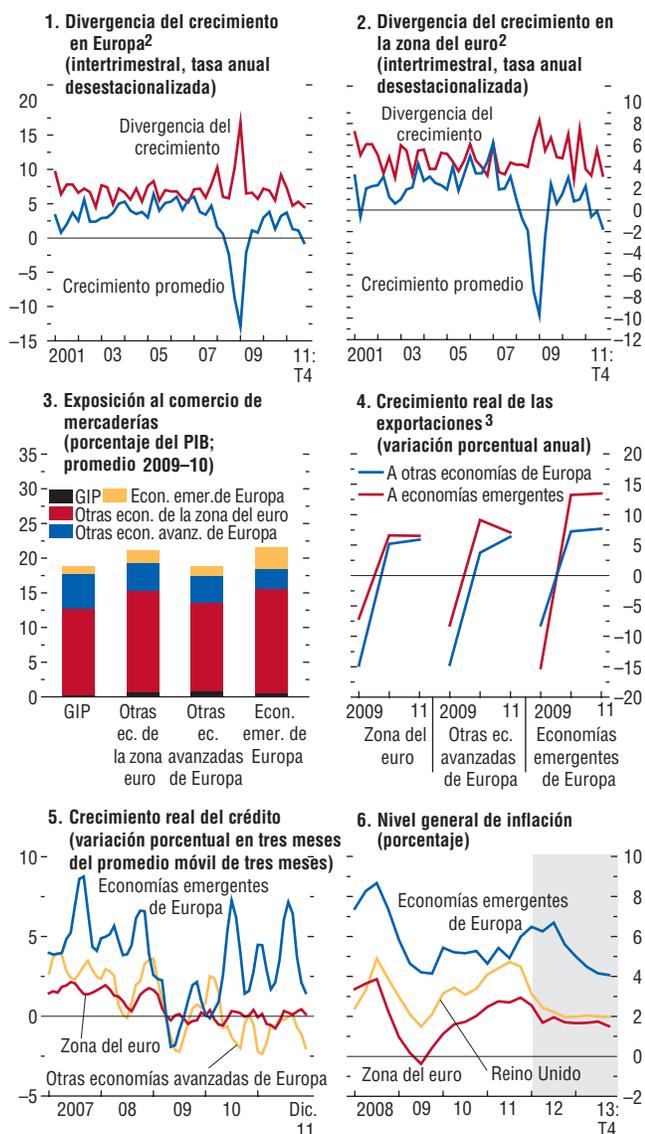
Uno de los factores que más impulsó esta desaceleración inesperadamente pronunciada fue un aumento abrupto y marcado de los riesgos aparentes en torno a las perspectivas de crecimiento, la competitividad y la solvencia soberana de los países periféricos golpeados por la crisis e Italia. El sector bancario ha desempeñado un papel clave en la transmisión de este shock en toda la región. Como consecuencia de las tenencias bancarias de bonos públicos, el aumento de los riesgos soberanos aparentes reavivó las presiones de financiamiento e hizo subir los rendimientos y las primas por riesgo. Eso provocó una aceleración del desapalancamiento de los balances durante el segundo semestre de 2011, tal como se detalla más adelante

en la sección especial de este capítulo dedicada a los efectos de contagio transfronterizos. Este proceso fue, en efecto, equivalente a un shock de la oferta de crédito bancario que contribuyó a enfriar el crecimiento o, directamente, a comprimir el crédito al sector privado. El vínculo entre el desapalancamiento bancario y la expansión crediticia en la zona del euro tuvo una dimensión transfronteriza importante, sobre todo en Europa oriental (recuadro 2.1).

El grado de enfriamiento del crecimiento causado por estas tendencias generales en distintas economías europeas refleja tanto la exposición a las condiciones de crisis como shocks subyacentes y sus condiciones iniciales, especialmente con respecto a la situación fiscal y la fragilidad del sector financiero. Entre los miembros de la zona del euro, las divergencias del crecimiento son más amplias que durante la expansión de 2003–08 (gráfico 2.4). La crisis continúa girando en torno a Grecia, Irlanda y Portugal. Su intensificación durante el otoño afectó principalmente a Italia y, en menor medida, a España, cuya actividad económica sufrió una marcada contracción en el cuarto trimestre. En otras economías europeas,

Gráfico 2.4. Europa: Nuevamente en recesión¹

Europa volvió a caer en recesión, como consecuencia del recrudecimiento de los riesgos aparentes de la crisis de la zona del euro a fines de 2011. Los datos agregados ocultan las divergencias de crecimiento dentro de la región: se proyectan profundas recesiones para las economías golpeadas por la crisis de la zona del euro. Los fuertes vínculos comerciales y financieros de la región implican un debilitamiento de las perspectivas también para el resto de Europa. Las condiciones crediticias son débiles y podrían empeorar. Se prevé que la inflación retroceda en toda la región, ya que la demanda interna sigue siendo frágil.



Fuentes: FMI, *Direction of Trade Statistics*; FMI, *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹GIP: Grecia, Irlanda, Portugal. Otras economías avanzadas de Europa: Dinamarca, Islandia, Noruega, el Reino Unido, la República Checa, Suecia, Suiza. Economías emergentes de Europa: Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Hungría, Kosovo, Letonia, Lituania, Montenegro, Polonia, la ex República Yugoslava de Macedonia, Rumania, Serbia, Turquía.

²La divergencia de crecimiento es el crecimiento del percentil 85 menos el crecimiento del percentil 15.

³Los valores nominales del comercio internacional se deflactan utilizando deflatores de los precios de las exportaciones mundiales tomados de la base de datos de IFS. La composición por países del grupo "otras economías de Europa" difiere según el grupo de exportación y consiste en todas las economías de Europa que no pertenecen al grupo de exportación en cuestión. El crecimiento de las exportaciones de 2011 se calcula como el crecimiento interanual entre noviembre de 2010 y noviembre de 2011.

tanto dentro como fuera de la zona del euro, la actividad se debilitó, rozando o superando el umbral de una recesión ligera.

La situación se estabilizó desde principios de enero: la confianza de los mercados financieros mejora y los indicios de actividad son alentadores. En los mercados de bonos, los diferenciales de rendimiento soberano respecto de los bonos alemanes han retrocedido tras los altos niveles que tocaron recientemente, excepto en el caso de las economías en crisis. Esta mejora es fruto del éxito de las operaciones de financiación a plazo más largo (tres años) que el BCE puso en marcha a mediados de diciembre para reducir los riesgos de solvencia por problemas de liquidez que pesaban sobre los bancos de la zona del euro, las reformas y las nuevas medidas de consolidación, y las mejoras sorprendidas de la actividad de otras regiones, principalmente Estados Unidos.

Las perspectivas y los riesgos a corto plazo en Europa dependen en gran medida del curso que sigan los acontecimientos en la zona del euro. Las proyecciones de base de *Perspectivas de la economía mundial* suponen que las autoridades logran contener la crisis soberana a través de una gestión continua y nuevas medidas que permiten avanzar hacia su resolución. Se prevé que la volatilidad y los rendimientos soberanos se normalizarán más tras las mejoras recientes, pero en algunos casos la intensificación de la consolidación fiscal lastrará el crecimiento.

En esta proyección de base, el crecimiento económico de Europa se afianzaría en el curso de 2012. El crecimiento anual será ¼% en 2012; es decir, muy por debajo de la cifra de 2011 (2%), en gran medida debido a la persistencia de los efectos negativos del segundo semestre de 2011. La proyección de base contempla una disminución de la divergencia del crecimiento de las economías europeas, pero las perspectivas aún varían considerablemente para 2012-13 (cuadro 2.1).

- En la zona del euro, el PIB real se contraería a una tasa anual de ½% en el primer semestre de 2012 y luego comenzaría a recuperarse. Se prevé que la recesión sea poco profunda y poco duradera en muchas economías; la confianza y las condiciones financieras ya se han afianzado y es probable que la demanda externa de otras regiones cobre ímpetu.

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

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Europa	2,0	0,2	1,4	3,2	2,7	2,2	0,5	0,6	0,8	...	...	...
Economías avanzadas	1,4	-0,1	1,1	2,8	2,1	1,7	1,1	1,3	1,5	9,4	10,0	9,9
Zona del euro ^{4,5}	1,4	-0,3	0,9	2,7	2,0	1,6	-0,3	0,7	1,0	10,1	10,9	10,8
Alemania	3,1	0,6	1,5	2,5	1,9	1,8	5,7	5,2	4,9	6,0	5,6	5,5
Francia	1,7	0,5	1,0	2,3	2,0	1,6	-2,2	-1,9	-1,5	9,7	9,9	10,1
Italia	0,4	-1,9	-0,3	2,9	2,5	1,8	-3,2	-2,2	-1,5	8,4	9,5	9,7
España	0,7	-1,8	0,1	3,1	1,9	1,6	-3,7	-2,1	-1,7	21,6	24,2	23,9
Países Bajos	1,3	-0,5	0,8	2,5	1,8	1,8	7,5	8,2	7,8	4,5	5,5	5,5
Bélgica	1,9	0,0	0,8	3,5	2,4	1,9	-0,1	-0,3	0,4	7,2	8,0	8,3
Austria	3,1	0,9	1,8	3,6	2,2	1,9	1,2	1,4	1,4	4,2	4,4	4,3
Grecia	-6,9	-4,7	0,0	3,1	-0,5	-0,3	-9,7	-7,4	-6,6	17,3	19,4	19,4
Portugal	-1,5	-3,3	0,3	3,6	3,2	1,4	-6,4	-4,2	-3,5	12,7	14,4	14,0
Finlandia	2,9	0,6	1,8	3,3	2,9	2,1	-0,7	-1,0	-0,3	7,8	7,7	7,8
Irlanda	0,7	0,5	2,0	1,1	1,7	1,2	0,1	1,0	1,7	14,4	14,5	13,8
República Eslovaca	3,3	2,4	3,1	4,1	3,8	2,3	0,1	-0,4	-0,4	13,4	13,8	13,6
Eslovenia	-0,2	-1,0	1,4	1,8	2,2	1,8	-1,1	0,0	-0,3	8,1	8,7	8,9
Luxemburgo	1,0	-0,2	1,9	3,4	2,3	1,6	6,9	5,7	5,6	6,0	6,0	6,0
Estonia	7,6	2,0	3,6	5,1	3,9	2,6	3,2	0,9	-0,3	12,5	11,3	10,0
Chipre	0,5	-1,2	0,8	3,5	2,8	2,2	-8,5	-6,2	-6,3	7,8	9,5	9,6
Malta	2,1	1,2	2,0	2,4	2,0	1,9	-3,2	-3,0	-2,9	6,4	6,6	6,5
Reino Unido ⁵	0,7	0,8	2,0	4,5	2,4	2,0	-1,9	-1,7	-1,1	8,0	8,3	8,2
Suecia	4,0	0,9	2,3	1,4	2,5	2,0	6,7	3,0	2,9	7,5	7,5	7,7
Suiza	1,9	0,8	1,7	0,2	-0,5	0,5	14,0	12,1	11,6	3,1	3,4	3,6
República Checa	1,7	0,1	2,1	1,9	3,5	1,9	-2,9	-2,1	-1,9	6,7	7,0	7,4
Noruega	1,7	1,8	2,0	1,3	1,5	2,0	14,6	14,8	13,7	3,3	3,6	3,5
Dinamarca	1,0	0,5	1,2	2,8	2,6	2,2	6,2	4,8	4,5	6,1	5,8	5,5
Islandia	3,1	2,4	2,6	4,0	4,8	3,5	-6,5	-2,8	-1,5	7,4	6,3	6,0
Economías emergentes⁶	5,3	1,9	2,9	5,3	6,2	4,5	-6,0	-5,6	-5,5	...	...	...
Turquía	8,5	2,3	3,2	6,5	10,6	7,1	-9,9	-8,8	-8,2	9,9	10,3	10,5
Polonia	4,3	2,6	3,2	4,3	3,8	2,7	-4,3	-4,5	-4,3	9,6	9,4	9,1
Rumania	2,5	1,5	3,0	5,8	2,9	3,1	-4,2	-4,2	-4,7	7,2	7,2	7,1
Hungría	1,7	0,0	1,8	3,9	5,2	3,5	1,6	3,3	1,2	11,0	11,5	11,0
Bulgaria	1,7	0,8	1,5	3,4	2,1	2,3	1,9	2,1	1,6	12,5	12,5	12,0
Serbia	1,8	0,5	3,0	11,2	4,1	4,3	-9,1	-8,6	-7,9	23,7	23,9	23,6
Croacia	0,0	-0,5	1,0	2,3	2,2	2,4	0,9	0,4	-0,2	13,2	13,5	12,7
Lituania	5,9	2,0	2,7	4,1	3,1	2,5	-1,7	-2,0	-2,3	15,5	14,5	13,0
Letonia	5,5	2,0	2,5	4,2	2,6	2,2	-1,2	-1,9	-2,5	15,6	15,5	14,6

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

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

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

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

Por el contrario, en Grecia y Portugal, donde continúa el ajuste en el marco de programas conjuntos de la UE y el FMI; y en Italia y España, donde los diferenciales de rendimiento permanecen en niveles elevados pese a que se han redoblado las medidas fiscales, las recesiones serán más profundas y la recuperación comenzaría recién en 2013.

- Según las proyecciones, el crecimiento de otras economías avanzadas europeas repuntará durante 2012, en gran medida gracias a la mejora de la demanda mundial y al fortalecimiento de las perspectivas de las economías que integran el núcleo de la zona del euro. Muchas evitaron fuertes desequilibrios antes de la crisis, y los balances de

los hogares y los gobiernos no se encuentran tan presionados. Esto ha contribuido a amortiguar los efectos de contagio de la crisis de la zona del euro. Por el contrario, el crecimiento del Reino Unido, cuyo sector financiero se vio duramente golpeado por la crisis mundial, será débil a comienzos de 2012, y luego se recuperará.

- Las perspectivas de crecimiento a corto plazo de las economías emergentes de Europa estarán estrechamente ligadas a la evolución de las economías que forman el núcleo de la zona del euro. Según la proyección de base, los efectos de contagio generados por la desaceleración de la zona del euro a fines de 2011 ya habrán sido absorbidos en gran medida, y el crecimiento del comercio internacional y la actividad manufacturera repuntarán, tanto en la zona del euro como a escala mundial, en el curso de 2012. Sin embargo, es probable que la contracción del financiamiento causada por el desapalancamiento de las matrices bancarias de la zona del euro enfríe la expansión del crédito.

En muchas economías, la inflación se moderó durante el segundo semestre de 2011 y se mantendría bien contenida, en vista de la desaceleración de la actividad y del retroceso de los precios de las materias primas. En los casos en que la inflación subió o se mantuvo por encima de la meta, las causas fueron principalmente factores aislados, tales como aumentos de los precios de la energía e impuestos indirectos.

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento a corto plazo de Europa continúan inclinándose a la baja. Pese a avances en el fortalecimiento de la gestión de la crisis en los últimos meses, un recrudecimiento de la crisis de la zona del euro sigue siendo una posibilidad mientras no se resuelvan los factores subyacentes. Como la mayoría de las economías de la región ocupan órbitas cercanas, la atracción que ejercen los estrechos lazos comerciales y financieros significa que el riesgo a la baja más grave sigue siendo la posible agudización de la crisis de la zona del euro.

Efectos de contagio a otras regiones originados en la zona del euro

Si la crisis de la zona del euro se intensifica, podrían entrar en acción nuevamente las cadenas

de interacción adversas entre la creciente presión de financiamiento del sistema bancario, la creciente vulnerabilidad fiscal y el enfriamiento de la demanda. Las simulaciones del modelo en el que se basa el escenario a la baja de la zona del euro descrito en el capítulo 1 y presentado en el gráfico 2.2 ilustran cómo podría recrudecerse la crisis. Primero, el comovimiento de los mercados financieros podrían alcanzar niveles mucho más altos, como los observados en 2008–09, con rendimientos y primas por riesgo cada vez más altos. Segundo, el aumento abrupto y pronunciado de la incertidumbre y la aversión mundial al riesgo podría hacer tambalear la confianza, deprimiendo de inmediato la demanda interna. Además, el comercio internacional (particularmente de bienes duraderos) disminuiría más que el producto global, lo cual podría perjudicar a las economías orientadas a la exportación. Tercero, los precios del petróleo y de otras materias primas probablemente retrocederían, afectando a las regiones exportadoras de materias primas.

El impacto de los efectos de contagio depende también de la exposición. En muchos países, los vínculos más estrechos con Europa son a través del comercio. El panel 1 del gráfico 2.5 muestra la importancia relativa de las exportaciones de cada región a la zona del euro. Las vinculaciones comerciales más fuertes son las que existen dentro de Europa (tanto el comercio dentro de la zona del euro como el comercio con economías europeas avanzadas y emergentes fuera de la zona del euro). Fuera del continente, las vinculaciones comerciales más fuertes son las que existen con la CEI, seguida de las regiones de OMNA y África subsahariana; los lazos con Asia, América Latina y Estados Unidos son relativamente pequeños.

Las exposiciones a través de vínculos financieros son más limitadas, excepto las que canalizan los bancos de la zona del euro y sus subsidiarias en Europa central y oriental (gráfico 2.5, panel 2; sección especial sobre los efectos de contagio transfronterizo; capítulo 1 de la edición de abril de 2012 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report, GFSR*). El panel 3 del gráfico 2.5 muestra que los efectos de contagio de los mercados financieros originados en Europa han sido relativamente pequeños —producen menos de una quinta

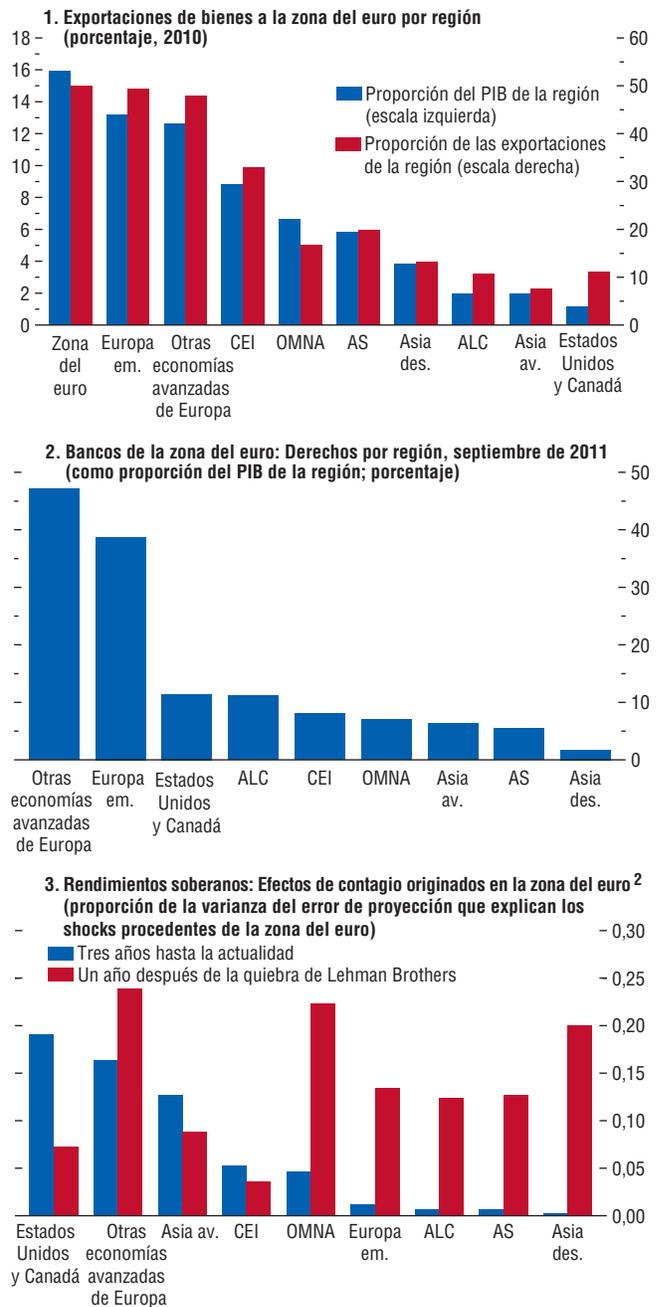
parte de la variación de los movimientos de los mercados financieros de otras regiones— y que en general son más pequeños que los originados en los mercados financieros estadounidenses. Sin embargo, durante períodos de tensión financiera intensa, como tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008, los efectos de contagio financiero podrían agudizarse.

Retos de política económica

En Europa, la principal prioridad de la política económica consiste en evitar que se recrudezca la crisis del crecimiento y de la deuda soberana en la zona del euro y, al mismo tiempo, trabajar en solucionar sus causas. Esto requiere ajustar las políticas en una serie de ámbitos a nivel tanto de los países como de la zona del euro. La mayoría de las economías de la región necesitan una combinación de políticas que respalden la recuperación, abordando a la vez los retos para la sostenibilidad fiscal y las vulnerabilidades del sector financiero.

Una prioridad obvia es una consolidación fiscal adecuada. Las economías de la zona del euro en crisis y los países cuya situación fiscal es más débil (Italia, Eslovenia) deben poner en práctica los planes acordados recientemente para que la orientación de la política fiscal sea más restrictiva. En España, la nueva meta del déficit apunta a una fuerte consolidación —lo cual es adecuado en términos generales—, pero podría haber tenido mejor en cuenta el impacto de las débiles perspectivas de crecimiento. Sin embargo, muchas otras economías de la zona del euro deberían permitir que los estabilizadores automáticos operaran libremente para impedir que la continua debilidad de la actividad y los riesgos a la baja socaven la confianza de los mercados en las perspectivas de crecimiento. Las economías que disponen de margen de maniobra para la aplicación de políticas fiscales, en lo que se refiere a la solidez de sus cuentas fiscales y su credibilidad ante los mercados, deberían plantearse la posibilidad de desacelerar la consolidación fiscal y centrarse en medidas destinadas a reforzar la sostenibilidad de la deuda a mediano plazo (Alemania). En las economías avanzadas que no pertenecen a la zona del euro, la presión del mercado en general se ha mantenido moderada y los costos del financiamiento soberano son bajos; por ende, los estabilizadores automáticos no

Gráfico 2.5. Vinculaciones comerciales y financieras con la zona del euro¹



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; FMI, *Direction of Trade Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ ALC: América Latina y el Caribe; AS: África subsahariana; Asia av.: economías avanzadas de Asia; Asia des.: economías en desarrollo de Asia; CEI: Comunidad de Estados Independientes; Europa em.: economías emergentes de Europa; OMNA: Oriente Medio y Norte de África; Otras economías avanzadas de Europa: Dinamarca, Islandia, Noruega, el Reino Unido, Suecia, Suiza, la República Checa.

² Los índices de los efectos de contagio utilizan la metodología de Diebold y Yilmaz (2012), aplicada a las variaciones diarias de los rendimientos soberanos a largo plazo de distintas regiones.

deberían estar restringidos. Además, algunas economías avanzadas de Europa permitieron, correctamente, que se desacelerara el ritmo del ajuste fiscal estructural. Podría considerarse una mayor desaceleración si las condiciones económicas se deterioraran. En las economías emergentes de Europa, la necesidad de consolidación fiscal varía ampliamente; las economías que se han visto enfrentadas a más presión de los mercados y rendimientos crecientes en los últimos meses deben seguir adelante con una consolidación continua (Hungría).

En vista de la amplia necesidad de ajuste fiscal, la carga de respaldar el crecimiento recae en gran medida en la política monetaria. La orientación de esta política debería, en términos generales, seguir siendo acomodaticia, teniendo en cuenta los riesgos a la baja para el crecimiento y el escaso peligro de presión inflacionaria a corto plazo. El BCE debería recortar la tasa de política monetaria y seguir recurriendo simultáneamente a políticas poco convencionales para hacer frente a los problemas de financiamiento y liquidez de los bancos. Los bancos centrales de muchas otras economías avanzadas de Europa tienen un margen pequeño o nulo para distender la política monetaria por medios tradicionales, y deben respaldar la recuperación mediante políticas menos ortodoxas. En el Reino Unido —donde se prevé que la inflación se ubique por debajo de la meta de 2%, en un contexto de repliegue del crecimiento y de los precios de las materias primas—, el Banco de Inglaterra puede relajar más la orientación de la política monetaria. Se prevé que en muchas economías emergentes de Europa la presión inflacionaria se atenuará rápidamente, ofreciéndoles a los bancos centrales un nuevo margen de distensión.

Asimismo, urge realizar reformas estructurales para estimular el crecimiento, dado que los riesgos soberanos en torno a los cuales gira la crisis actual están relacionados en parte con las perspectivas de crecimiento, o bien con la falta de perspectivas de crecimiento. Las reformas de los mercados de productos y del trabajo pueden fomentar la productividad, y son fundamentales en economías con problemas de competitividad y desequilibrios internos o externos. Una vez en marcha, pueden apuntalar la confianza de los mercados y la sostenibilidad de la situación fiscal.

Para evitar que la crisis vuelva a intensificarse será necesario intervenir en dos dimensiones a nivel de la zona del euro. Primero, los instrumentos creados para controlar la crisis deben ser sólidos. En tal sentido, la reciente decisión de combinar el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) con el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) es positiva y, junto con otras iniciativas europeas recientes, reforzará el mecanismo europeo de control de crisis y respaldará los esfuerzos del FMI para afianzar el cortafuegos de Europa. A fin de limitar un desapalancamiento perjudicial, los bancos necesitan elevar los niveles de capital, en algunos casos a través del respaldo gubernamental directo. Se necesita una facilidad paneuropea con capacidad para asumir una participación directa en los bancos, incluso en los países que tienen poco margen fiscal para hacerlo por sí mismos.

Segundo, como lo recalca el capítulo 1, a mediano plazo las autoridades deben corregir con urgencia las fallas de diseño de la Unión Económica y Monetaria que contribuyeron a la crisis. Esto es algo esencial para restablecer la confianza de los mercados de manera permanente. Se necesitan mecanismos sólidos para velar por la ejecución de políticas fiscales responsables. Para lograr que se acepte la pérdida inevitable de discrecionalidad en la política nacional, debe haber una distribución mayor del riesgo fiscal entre los países, por ejemplo a través de una ampliación del MEDE. También es prioritario avanzar más en la integración de los sectores financieros de la zona del euro; entre otras cosas mediante la supervisión transfronteriza y mecanismos de resolución y garantías de depósitos con un apoyo técnico común.

Estados Unidos y Canadá: La economía cobra cierto ímpetu

La economía estadounidense ha cobrado cierto ímpetu (gráfico 2.6): el crecimiento mejoró a lo largo de 2011 y se observan indicios de expansión en el mercado del trabajo. Los riesgos para las perspectivas están más equilibrados, pero aún se inclinan a la baja debido a la incertidumbre fiscal, la debilidad del mercado de la vivienda y la posibilidad de efectos de contagio con origen en Europa. La recuperación podría acelerarse con más facilidad si se adoptaran medidas de política decisivas en

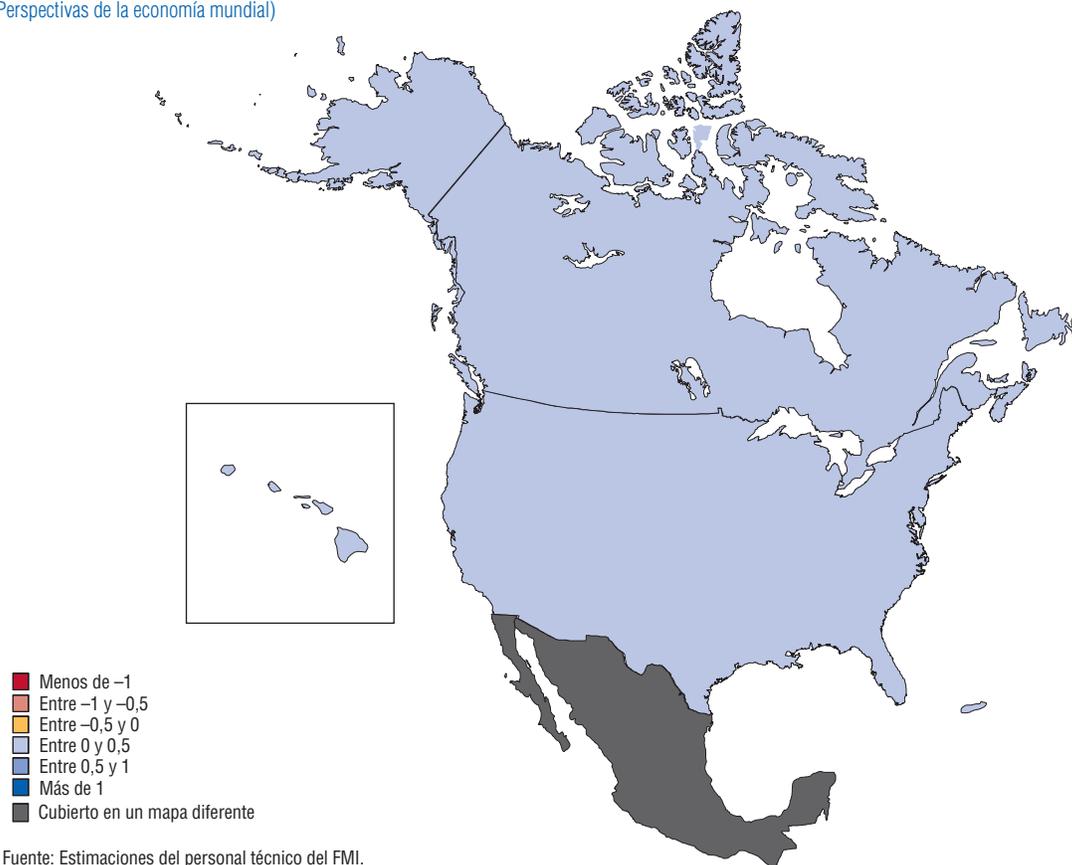
el mercado de la vivienda. Y las modificaciones recientes de la estrategia de comunicación de la Reserva Federal pueden potenciar el efecto expansivo de la actual orientación de la política monetaria. Sin embargo, la dificultad de llegar a un acuerdo sobre la prórroga de medidas de política temporales —como el recorte de impuestos adoptado durante el gobierno del Presidente Bush— y la actual incapacidad para concertar una estrategia de consolidación fiscal a mediano plazo podrían socavar la confianza de los mercados y provocar resultados menos favorables. En Canadá, la recuperación se encuentra bien avanzada, y la economía está en buenas condiciones; hay margen para que las autoridades puedan responder con flexibilidad a las vicisitudes de las perspectivas económicas, permitiendo por ejemplo que los estabilizadores fiscales automáticos operen a pleno y recurriendo a medidas

de estímulo en caso de que la recuperación corra peligro de estancarse.

En Estados Unidos, el crecimiento estuvo determinado principalmente por factores internos en 2011, y la economía —nuevamente— se reactivó gracias a su propio ímpetu. Dejando atrás la fragilidad inicial, la actividad económica cobró fuerzas durante el transcurso del año, y la tasa de crecimiento trimestral subió en cada trimestre (gráfico 2.7, panel 1). En los últimos tiempos, la inflación ha sido moderada, pero el alza de los precios del petróleo podría hacerla subir a corto plazo. Y aunque es evidente que el empleo crece en cierta medida, el avance de los salarios ha sido negativo en términos reales durante los últimos dos años y sigue siendo débil (gráfico 2.7, panel 3).

Gráfico 2.6. Estados Unidos y Canadá: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB de 2012

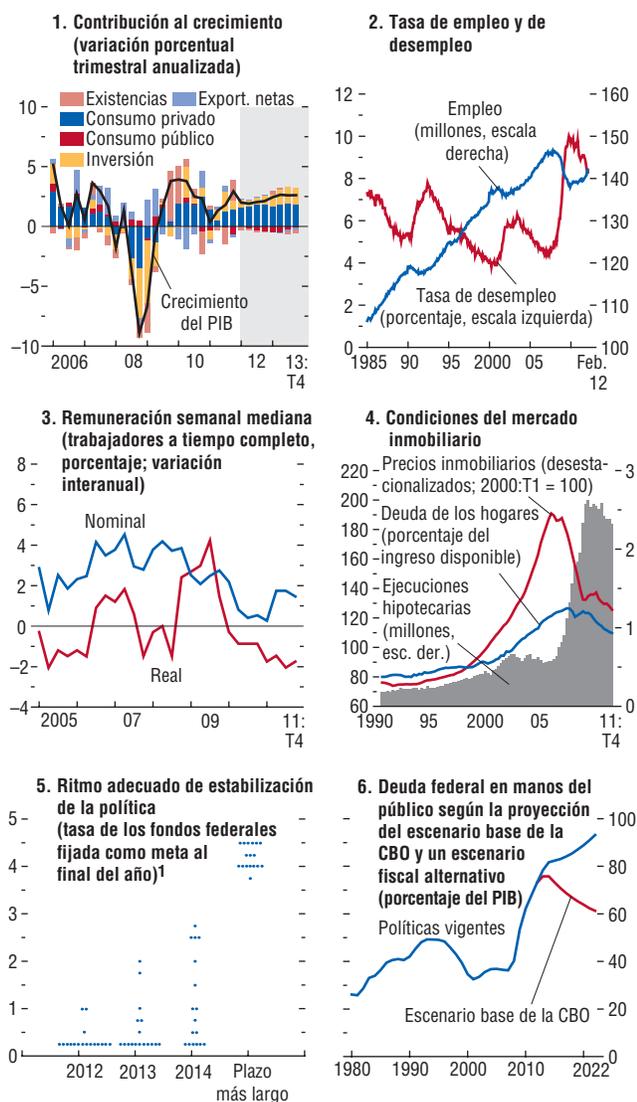
(Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones de la edición de septiembre de 2011 de Perspectivas de la economía mundial)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Gráfico 2.7. Estados Unidos: Salir adelante con impulso propio

El crecimiento de Estados Unidos dio una sorpresa al aumentar de ritmo cada trimestre a lo largo del año. Gracias a esto, el mercado laboral evolucionó de manera más favorable, aunque el aumento de los salarios aún es flojo. Estados Unidos enfrenta importantes desafíos de política relacionadas con la atonía del mercado inmobiliario, el límite inferior cero de las tasas de interés al que está sometida la política monetaria y la creciente deuda pública. Las innovaciones recientes de la estrategia de comunicación de la Reserva Federal pueden ayudar en lo que se refiere al límite cero, pero se necesitan muchas más medidas en múltiples frentes.



Fuentes: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal; Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos (CBO); Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Cada punto denota el valor de la opinión de un integrante del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) sobre el nivel adecuado de la tasa de interés de los fondos federales al final del período especificado, según las actas de la reunión del FOMC del 24 al 25 de enero de 2012.

De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento de la economía estadounidense será de 2% en 2012 y de 2½% en 2013 (cuadro 2.2), como consecuencia de la debilidad de los precios de la vivienda, las presiones de desapalancamiento y la fragilidad del mercado laboral. Aunque la situación observada recientemente en el mercado de trabajo es alentadora —el desempleo retrocedió a 8¼% en marzo—, las perspectivas apuntan a un aumento apenas modesto del empleo en 2012 y 2013. La persistente brecha del producto mantendrá controlada la inflación, y el nivel general de inflación disminuiría de 3% en 2011 a alrededor de 2% en 2012 y 2013. Los factores externos tienen un efecto relativamente limitado en las proyecciones de base de las perspectivas.

En Canadá, por el contrario, los determinantes del crecimiento son tanto externos como internos. En el plano externo, los precios mundiales de las materias primas y la demanda de Estados Unidos influirán en el crecimiento; en el interno, el endurecimiento fiscal programado y la elevada deuda de los hogares actúan como factores limitantes. Se proyecta que el crecimiento se moderará de 2½% en 2011 a 2% en 2012, como consecuencia de la caída de los precios de las materias primas, el retiro del estímulo fiscal que ya se ha iniciado, y la lenta recuperación de Estados Unidos. Por ende, para 2013 la inflación disminuiría al punto medio de la banda fijada como meta.

Los riesgos a la baja para las perspectivas son significativos. Los efectos de contagio originados en la zona del euro y canalizados a través de los mercados financieros en dirección a Estados Unidos y Canadá son relativamente fuertes, y reflejan la importancia de Estados Unidos como refugio seguro y centro financiero (véase el gráfico 2.5, panel 3). Si bien la inquietud que despertaron recientemente las entidades soberanas europeas provocó un éxodo de inversionistas hacia activos considerados seguros, el efecto positivo de este fenómeno en los rendimientos de los bonos públicos quedó neutralizado por el recrudescimiento de la volatilidad y otros efectos negativos en los costos del financiamiento bancario, los bonos empresariales y las acciones. Un brote en la zona del euro causado por la intensificación de las tensiones soberanas y bancarias podría fácilmente hacer tambalear la confianza en el sector empresa-

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

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

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

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

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

rial estadounidense y comprimir la inversión y la demanda, deprimiendo el crecimiento. Los modelos (véase el gráfico 2.2) sugieren que en ese escenario el producto estadounidense podría disminuir 1½% en relación con el escenario base, es decir, aproximadamente 40% del tamaño de la disminución en Europa. Un factor que contribuiría particularmente a la magnitud de este efecto de contagio es que las tasas de interés de política monetaria ya se encuentran en el límite cero.

Pese a la importancia de Europa para las perspectivas externas, existen otras fuentes internas de riesgo más apremiantes. Según la legislación hoy vigente en Estados Unidos, muchas disposiciones tributarias —entre ellas, los recortes de impuestos del gobierno de George W. Bush— comienzan a vencer en 2013, justo en el momento en que se producen profundos recortes automáticos del gasto. Un ajuste tan enorme podría socavar considerablemente la recuperación económica. Dado que su prórroga temporal se ha topado con repetidas dificultades, es posible que estas medidas terminen caducando. Además, teniendo en cuenta la prolongada temporada electoral y el impasse imperante en el Congreso estadounidense, hay escasas posibilidades de lograr una reducción significativa de la deuda a mediano plazo antes de 2013. Si el crecimiento no alcanzara los niveles esperados, la

falta de una estrategia de consolidación fiscal puede hacer subir la prima estadounidense por riesgo, con efectos de contagio en otras grandes economías. Otro riesgo a la baja, dadas las actuales dificultades para resolver la carga de la deuda de los hogares y despejar el número de viviendas con hipotecas embargadas, es que la recuperación de los precios de la vivienda tarde más de lo que suponen las proyecciones de base. Por otra parte, si el mercado de trabajo continúa sorprendiendo positivamente, y de esa manera brinda un respaldo más generalizado al consumo, el crecimiento podría resistir mejor y terminar afianzándose.

En Canadá, el mercado de la vivienda es un factor de vulnerabilidad potencial, en vista de los elevados precios inmobiliarios y el creciente endeudamiento de los hogares. Los fuertes efectos de contagio desde Estados Unidos hacia Canadá significan que el país se encuentra expuesto también a los riesgos arriba mencionados.

Dados las perspectivas y los continuos problemas de Europa, la primera prioridad para las autoridades de Estados Unidos consiste en acordar un programa fiscal creíble que imprima a la deuda pública una trayectoria sostenible a mediano plazo, y comprometerse a cumplirlo. Pero basándose en las lecciones que está aprendiendo Europa, las autoridades de Estados Unidos deben esforzarse por

respaldar la recuperación a corto plazo. El acuerdo reciente para prorrogar la desgravación de las nóminas y las prestaciones por desempleo representa un buen paso, pero se deben tomar medidas adicionales para alcanzar una consolidación a mediano plazo. La Oficina de Presupuesto del Congreso estima que las políticas actuales harán subir la deuda federal en manos del público a alrededor de 90% del PIB para 2020, una carga inquietantemente elevada (gráfico 2.7, panel 6). A la inversa, si se permitiera que caducaran todos los recortes impositivos y las medidas de estímulo de aplicación provisional —algo que atentaría considerablemente en contra de la recuperación y del crecimiento económico—, la deuda disminuiría para ubicarse justo por debajo de 65% del PIB.

Otra prioridad importante para la política económica es respaldar el mercado inmobiliario. Un documento reciente de la Junta de la Reserva Federal (BGFRS, 2012) y el capítulo 3 de esta edición de *Perspectivas de la economía mundial* ponen de relieve de cuántas maneras el crecimiento se encuentra limitado por la cantidad de viviendas con hipotecas embargadas y la prevalencia de hogares descapitalizados. Las recientes mejoras del Programa de modificación de hipotecas de hogares son alentadoras, pero es poco probable que tengan eficacia sin la participación decisiva de las entidades semipúblicas Fannie Mae y Freddie Mac. La adopción de las propuestas del gobierno nacional sobre el refinanciamiento hipotecario también sería un paso acertado, y tanto el capítulo 3 como el documento de la Junta de la Reserva Federal analizan otras posibilidades. Sin embargo, más allá del enfoque que se elija, un respaldo decidido al mercado de la vivienda generaría un estímulo significativo del consumo y del crecimiento global, y se lo recomienda firmemente.

La modificación reciente de la manera en que la Reserva Federal comunica sus decisiones y los supuestos de políticas podría afianzar el respaldo a la economía. Concretamente, ha anunciado una meta de inflación de 2% a mediano plazo, dentro de su mandato doble, y ha comenzado a publicar las proyecciones de la tasa de política monetaria con miras a influir en las tasas de interés a largo plazo y anclar mejor las expectativas inflacionarias

(véase el gráfico 2.7)¹. También debe estar preparada para brindar un respaldo poco convencional si la actividad amenaza con decepcionar, mientras las expectativas inflacionarias se mantengan contenidas.

Canadá se encuentra en una situación fiscal y financiera más sólida que Estados Unidos, y por lo tanto debería continuar el endurecimiento de la política fiscal, aunque hay margen para desacelerar el ritmo si se materializan los riesgos a la baja para el crecimiento.

Asia: El crecimiento se está moderando

El fuerte repliegue de la demanda externa ha empañado las perspectivas de Asia (gráfico 2.8). Pero la capacidad de resistencia de la demanda interna de China, la limitada intensidad de los efectos de contagio financieros, el margen disponible para la distensión de las políticas y la capacidad de los bancos asiáticos para llenar el vacío que crea el despalancamiento de los bancos europeos llevan a pensar que el aterrizaje suave probablemente continúe.

En toda Asia la actividad se desaceleró durante el último trimestre de 2011, como consecuencia de factores tanto externos como internos. Las repercusiones de los efectos de contagio originados en Europa pueden observarse en la debilidad de las exportaciones de Asia a esa región (gráfico 2.9, panel 1). En algunas economías, como India, los factores internos también contribuyeron a la desaceleración, ya que el deterioro de la confianza empresarial debilitó la inversión y el endurecimiento de la política monetaria encareció la captación de crédito. Las inundaciones históricas que golpearon a Tailandia limitaron significativamente el crecimiento del país en el último trimestre del año, restándole 2 puntos porcentuales al crecimiento anual en 2011, y generaron efectos de contagio negativos en otras economías (como Japón). Sin embargo, en algunas economías asiáticas, el vigor de la demanda interna contribuyó a compensar el efecto de lastre que produjo el enfriamiento de las exportaciones en el crecimiento. La inversión y el consumo privado man-

¹Las proyecciones explícitas son más transparentes, dado que en el pasado los analistas debían interpretar cuidadosamente las diferencias de significado de frases como “durante algún tiempo”, “durante un período prolongado” y “por lo menos hasta mediados de 2013”.

tuvieron la pujanza en China, alimentados por sólidas utilidades empresariales y el creciente ingreso de los hogares (gráfico 2.9, panel 2). Además, el repunte tras los trastornos de la cadena de oferta causados por el terremoto y tsunami de marzo de 2011 en Japón fue más fuerte de lo previsto.

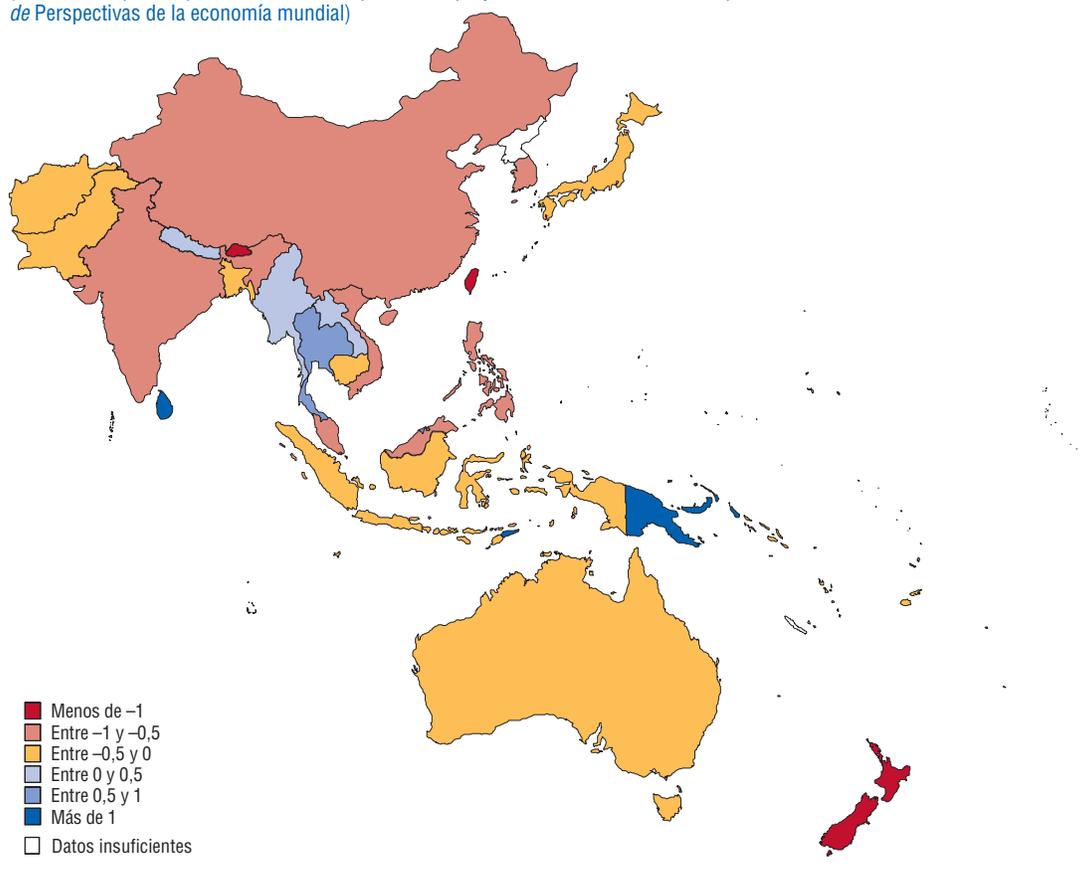
Aunque la turbulencia financiera de la zona del euro se contagió a otros mercados asiáticos a fines del año pasado, los efectos fueron limitados. Los flujos de inversión de cartera adquirieron un signo drásticamente negativo a fines de 2011, los precios de las acciones sufrieron una caída pronunciada, los diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento de deudores soberanos y bancarios aumentaron, y las monedas regionales se depreciaron. Sin embargo, globalmente, los movimientos de los mercados a fines de 2011 fueron más suaves que los

vaivenes observados en 2008–09. Los movimientos tuvieron un impacto económico limitado, y en parte se revirtieron a comienzos de 2012.

En las economías emergentes de Asia, la evolución adversa de los mercados estuvo correlacionada con la dependencia de los bancos de la zona del euro (gráfico 2.9, panel 4). Como se detalla en la sección especial de este capítulo sobre los efectos de contagio transfronterizo, los bancos de la zona del euro ya han comenzado a reducir el crédito transfronterizo. Los bancos asiáticos se encuentran en general en buenas condiciones financieras, y muchos bancos asiáticos grandes tienen suficiente capacidad para incrementar el crédito². Pero los bancos de la zona del euro canalizan un porcentaje sustancial del crédito para

²Véase el capítulo 3 de la edición de abril de 2012 de *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*.

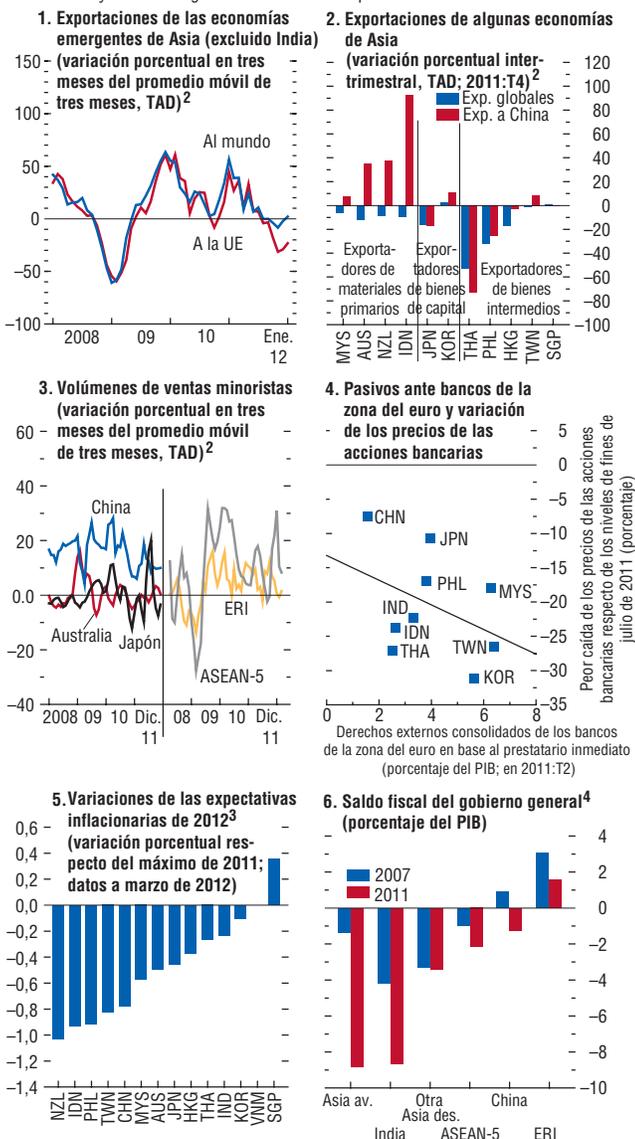
Gráfico 2.8. Asia: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB de 2012
(Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones de la edición de septiembre de 2011 de Perspectivas de la economía mundial)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Gráfico 2.9. Asia: El crecimiento se está moderando¹

El enfriamiento de la exportación, sobre todo a Europa, está empañando las perspectivas de crecimiento de Asia. Pero la demanda china representa un amortiguador para los exportadores de materias primas de la región, y la demanda interna conserva la pujanza en algunas economías en desarrollo de Asia. Los trastornos que sufrieron los mercados a fines de 2011 afectaron en mayor medida a los países más estrechamente vinculados a los bancos de la zona del euro. La inflación se ha moderado en muchas economías, pero en la actualidad hay menos margen de maniobra fiscal que en 2007.



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; CEIC; Consensus Economics; FMI, *Direction of Trade Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ASEAN-5: Filipinas (PHL), Indonesia (IDN), Malasia (MYS), Tailandia (THA), Vietnam (VNM); CHN: China; Economías asiáticas recientemente industrializadas (ERI): Corea (KOR), provincia china de Taiwán (TWN), RAE de Hong Kong (HKG), Singapur (SGP); Economías avanzadas de Asia (Asia av.): Australia (AUS), Japón (JPN), Nueva Zelandia (NZL); IND: India.

²TAD: tasa anual desestacionalizada.

³En el caso de India, la variación de las expectativas se refiere a la inflación media anual de precios al por mayor correspondiente al ejercicio fiscal que concluye en marzo de 2013.

⁴Otras economías en desarrollo de Asia (Otra Asia des.): Afganistán, Bangladesh, Bhután, Brunei Darussalam, Camboya, Fiji, Islas Salomón, Kiribati, Maldivas, Myanmar, Nepal, Pakistán, Papua Nueva Guinea, la República Democrática Popular Lao, Samoa, Sri Lanka, Timor-Leste y Vanuatu.

comercio internacional de la región y a menudo se especializan en el financiamiento de proyectos complejos, función para la cual podría ser difícil encontrar sustitutos inmediatos.

Aunque el ambiente externo es problemático, las proyecciones de base apuntan a un aterrizaje suave, en vista del vigor de la demanda interna, las condiciones financieras favorables y el margen disponible para la distensión de la política monetaria. Se prevé que el crecimiento de la región se ubicará en 6% en 2012, para recuperarse luego poco a poco y llegar a 6½% en 2013 (cuadro 2.3).

- En China, aun con el lastre que representa la demanda externa, el crecimiento superaría 8% en 2012 y 2013 porque el consumo y la inversión conservarían la pujanza.
- En India, si bien la desaceleración prevista a 7% en 2012 es en parte una respuesta cíclica al alza de las tasas de interés y la disminución de la demanda externa, la incertidumbre que rodea a las políticas y los estrangulamientos de la oferta están haciendo sentir sus efectos, y habrá que abordarlos a corto plazo para que el crecimiento potencial no se reduzca.
- Gracias al estímulo oportuno que está brindando el gasto en reconstrucción, se proyecta que Japón crecerá 2% en 2012. La crisis de Europa y los problemas relacionados con la oferta de energía probablemente debiliten la actividad económica y las exportaciones japonesas. El crecimiento se mantendría moderado, en 1¾% en 2013, como reflejo del débil entorno mundial y de la disminución del gasto en reconstrucción.
- En Corea, el repunte de la construcción compensaría las perspectivas poco dinámicas de la inversión y el consumo privado debido a la agudización de la incertidumbre mundial.
- Las exportaciones de la ASEAN-5³ se vieron golpeadas con especial dureza, pero la pujanza de la demanda interna contribuyó a compensar la desaceleración externa, especialmente en Indonesia. En Tailandia, para el primer semestre de 2012 se espera un repunte tras las inundaciones del año pasado, respaldado por la distensión monetaria

³La Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN) tiene 10 miembros; la ASEAN-5 comprende Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

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	
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Asia	5,9	6,0	6,5	5,0	3,9	3,6	2,0	1,4	1,7	...	...	...
Economías avanzadas	1,3	2,6	2,8	1,6	1,4	1,4	2,2	1,8	2,0	4,3	4,3	4,2
Japón	-0,7	2,0	1,7	-0,3	0,0	0,0	2,0	2,2	2,7	4,5	4,5	4,4
Australia	2,0	3,0	3,5	3,4	2,7	3,0	-2,2	-4,6	-5,1	5,1	5,2	5,2
Nueva Zelanda	1,4	2,3	3,2	4,0	2,1	2,4	-4,1	-5,4	-6,3	6,5	6,0	5,4
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,0	3,4	4,2	3,6	2,9	2,7	6,5	5,9	5,7	3,6	3,5	3,5
Corea	3,6	3,5	4,0	4,0	3,4	3,2	2,4	1,9	1,5	3,4	3,3	3,3
Taiwan, provincia china de	4,0	3,6	4,7	1,4	1,3	1,8	8,8	8,0	8,4	4,4	4,4	4,3
Hong Kong, RAE de	5,0	2,6	4,2	5,3	3,8	3,0	4,1	3,2	3,5	3,4	3,5	3,5
Singapur	4,9	2,7	3,9	5,2	3,5	2,3	21,9	21,8	21,3	2,0	2,1	2,1
Economías en desarrollo	7,8	7,3	7,9	6,5	5,0	4,6	1,8	1,2	1,4	...	...	...
China	9,2	8,2	8,8	5,4	3,3	3,0	2,8	2,3	2,6	4,0	4,0	4,0
India	7,2	6,9	7,3	8,6	8,2	7,3	-2,8	-3,2	-2,9	...	...	...
ASEAN-5	4,5	5,4	6,2	5,9	5,4	4,7	2,8	1,7	1,4	...	...	...
Indonesia	6,5	6,1	6,6	5,4	6,2	6,0	0,2	-0,4	-0,9	6,6	6,4	6,3
Tailandia	0,1	5,5	7,5	3,8	3,9	3,3	3,4	1,0	1,4	0,7	0,7	0,7
Malasia	5,1	4,4	4,7	3,2	2,7	2,5	11,5	10,8	10,4	3,2	3,1	3,0
Filipinas	3,7	4,2	4,7	4,8	3,4	4,1	2,7	0,9	1,0	7,0	7,0	7,0
Vietnam	5,9	5,6	6,3	18,7	12,6	6,8	-0,5	-1,6	-1,4	4,5	4,5	4,5
Otras economías en desarrollo⁴	4,6	5,0	5,0	10,6	9,7	9,2	-0,7	-2,0	-2,0	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
Economías emergentes de Asia ⁵	7,3	6,8	7,4	6,1	4,7	4,3	2,5	1,9	2,0	...	...	...

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, la República de Fiji, Islas Salomón, Kiribati, Maldivas, Myanmar, Nepal, Pakistán, Papua Nueva Guinea, la República Democrática Popular Lao, la República Islámica del Afganistán, Samoa, Sri Lanka, Timor-Leste, Tonga, Tuvalu y Vanuatu.

⁵Las economías emergentes de Asia comprenden todas las economías en desarrollo de Asia y las economías asiáticas recientemente industrializadas.

y por el amplio programa fiscal que se puso en marcha para hacer frente a las inundaciones.

A medida que se enfrió la actividad económica de la región y disminuyeron los flujos de capital, la presión inflacionaria se atenuó y la expansión del crédito perdió ímpetu. Se proyecta que, a nivel de la región, la inflación retrocederá de 5% el año pasado a un poco por debajo de 4% en 2012 y a 3½% en 2013.

Los riesgos a la baja para las perspectivas son significativos. En particular, el recrudescimiento de la crisis de la zona del euro —el escenario a la baja descrito en el capítulo 1 e ilustrado en el gráfico 2.2— podría reducir el producto de las economías emergentes de Asia en 1¼% en relación con la proyección de base, y el de Japón, en 1¾%. Para las economías abiertas de Asia, el comercio sería el

canal de transmisión más importante. En el caso de Japón, los resultados de la simulación llevan a pensar que los efectos de contagio de la contracción de la demanda externa se ven magnificados por la limitación que representa para la política monetaria una tasa de interés nominal cero.

Un fuerte aumento de la incertidumbre y la aversión al riesgo a escala mundial también produciría efectos de contagio significativos, no solamente a través de las repercusiones en las condiciones de los mercados financieros (gráfico 2.5, panel 3), sino también al deprimir el comercio internacional de bienes duraderos. Como muestra el panel 2 del gráfico 2.5, la exposición de la región a los bancos de la zona del euro es más pequeña que la de otras regiones. Con todo, los sistemas bancarios de la región

que más dependen del financiamiento mayorista del exterior (las economías asiáticas recientemente industrializadas (ERI), Australia, Nueva Zelandia) siguen siendo vulnerables al desapalancamiento del sistema financiero mundial.

Otro riesgo externo es que las tensiones de Oriente Medio produzcan otra escalada de los precios del petróleo. Entre los riesgos internos corresponde mencionar la vulnerabilidad de los balances causada por el enfriamiento de los sectores inmobiliario y de las exportaciones en China. Aisladamente, parecen manejables, pero un shock externo fuerte podría poner estos riesgos en primer plano, precipitando una disminución de la inversión y de la actividad de China con implicaciones para sus socios comerciales.

La conducción de la política económica de la región debe tener en cuenta estos riesgos. Las economías con niveles relativamente bajos de deuda pública (ASEAN-5, China, ERI) podrían reducir el ritmo de la consolidación fiscal si se materializan los riesgos a la baja. Muchas economías asiáticas también podrían hacer avanzar los planes para afianzar las redes de protección social e incrementar la inversión en infraestructura si se justifica otra ronda de estímulo fiscal; estas políticas tienen efectos positivos a largo plazo en el reequilibramiento económico y la desigualdad del ingreso que son beneficiosos incluso en las épocas de prosperidad. Sin embargo, la consolidación fiscal sigue siendo prioritaria en India y Japón, para anclar la confianza y recomponer el margen necesario para hacer frente a retos futuros.

Aunque muchas economías asiáticas han decidido acertadamente hacer una pausa en la aplicación de una política monetaria restrictiva, y otras han aplicado con cautela una política monetaria más expansiva, el margen de distensión es ahora limitado en las economías donde persisten las presiones inflacionarias subyacentes (Corea, India, Indonesia) y en las que aún se encuentran bajos los efectos de la expansión crediticia previa (China). Por el contrario, en Japón, una mayor distensión monetaria puede ayudar a afianzar las perspectivas de crecimiento, y posiblemente haya que ampliar las compras de activos en el marco de los programas en vigencia para acelerar la salida de la deflación.

Si el desapalancamiento de los bancos de la zona del euro se intensifica, las autoridades tendrán que

cerciorarse de que se mantenga la oferta de crédito para aquellos que son vulnerables al racionamiento del crédito, como las empresas pequeñas y medianas. Los programas creados precisamente con esta finalidad durante la crisis de 2008–09 podrían reactivarse a medida que sea necesario. Las presiones que pesan sobre el financiamiento en dólares, que se pusieron de manifiesto durante la crisis anterior (sobre todo en Corea, Malasia y la provincia china de Taiwan), siguen siendo un factor de vulnerabilidad. Si la liquidez mundial se agota como consecuencia de una intensificación de la crisis de la zona del euro, las autoridades deberían estar preparadas para apuntalar la liquidez en la región.

La fragilidad de las perspectivas externas pone de relieve la necesidad de que la región reequilibre el crecimiento afianzando las fuentes internas de demanda en los años venideros. En China, la continuación de la apreciación reciente de la moneda y el avance de la implementación de las políticas que integran el duodécimo plan quinquenal lograrían que continuara la reciente disminución del superávit externo (véase el recuadro 1.3). En las demás economías emergentes de Asia, incluidas muchas economías de la ASEAN e India, el fortalecimiento de la demanda interna exigirá mejores condiciones para la inversión privada, entre ellas, la solución de los estrangulamientos de la infraestructura y el afianzamiento de la gobernabilidad y la prestación de servicios públicos.

América Latina y el Caribe: Una ruta de avance hacia un crecimiento continuo

Los vaivenes de la aversión al riesgo en los mercados mundiales en los últimos seis meses han tenido importantes efectos en la región. Al comienzo, un aumento de la aversión al riesgo dispuso un poco la presión en varias economías de la región que estaban en peligro de sobrecalentarse. Pero tras esta pausa, los flujos de capitales están retornando y los tipos de cambio una vez más están bajo presión. Sin embargo, las políticas más restrictivas aplicadas previamente están empezando a rendir fruto. Esta combinación de avances en materia de política y de la capacidad de resistencia demostrada recientemente frente a los altibajos de la actitud mundial arroja perspectivas prometedoras (gráfico 2.10).

No obstante, la inflación se mantiene por encima del punto medio fijado como meta en muchas economías y el crecimiento del crédito aún es elevado. Al mismo tiempo, las tendencias a la baja provenientes de Europa siguen siendo una posibilidad. Si bien los riesgos están en general equilibrados, estas tensiones complican la tarea que tienen ante sí las autoridades encargadas de formular políticas.

La región de América Latina y el Caribe creció vigorosamente en 2011. Esta evolución estuvo muy influenciada por factores externos. El alto nivel de los precios de las materias primas apoyó la actividad en muchos de los países de la región que las exportan, a pesar de una desaceleración general del crecimiento

mundial y los flujos de capitales, que ayudó a contener las presiones de sobrecalentamiento. Internamente, el endurecimiento de las políticas fiscales, monetarias y prudenciales también ayudó a moderar el ritmo de expansión (gráfico 2.11). En América Central y el Caribe, si bien la actividad económica sigue siendo moderada, las sólidas vinculaciones reales con Estados Unidos ofrecen ciertas perspectivas al alza a medida que ese país se recupera.

Los efectos de contagio que llegan a la región a través de los canales comerciales, financieros y bancarios se sintieron en los meses recientes, pero con una incidencia limitada en la actividad. Como se da a entender anteriormente, los efectos de contagio por

Gráfico 2.10. América Latina y el Caribe: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB de 2012

(Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones de la edición de septiembre de 2011 de Perspectivas de la economía mundial)

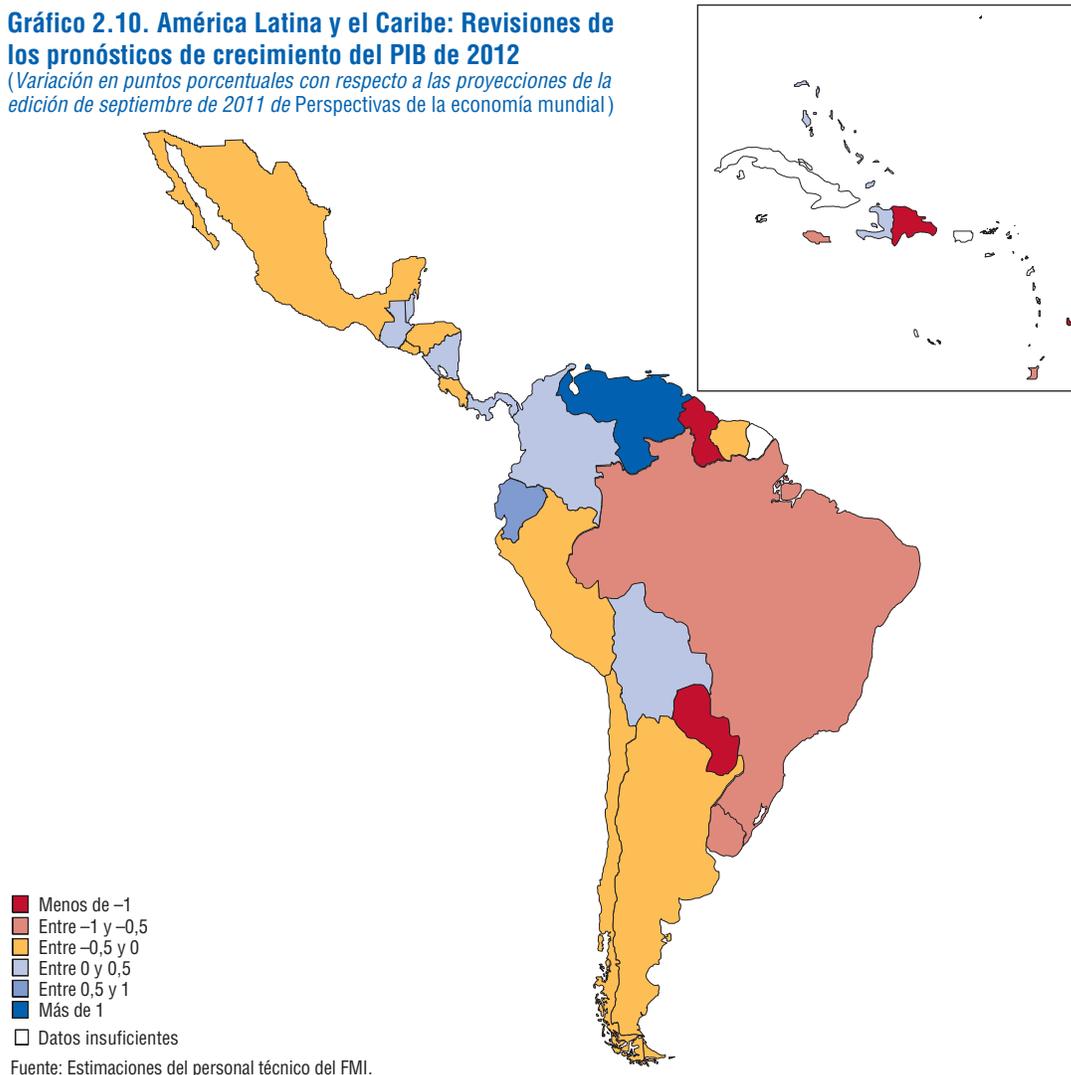
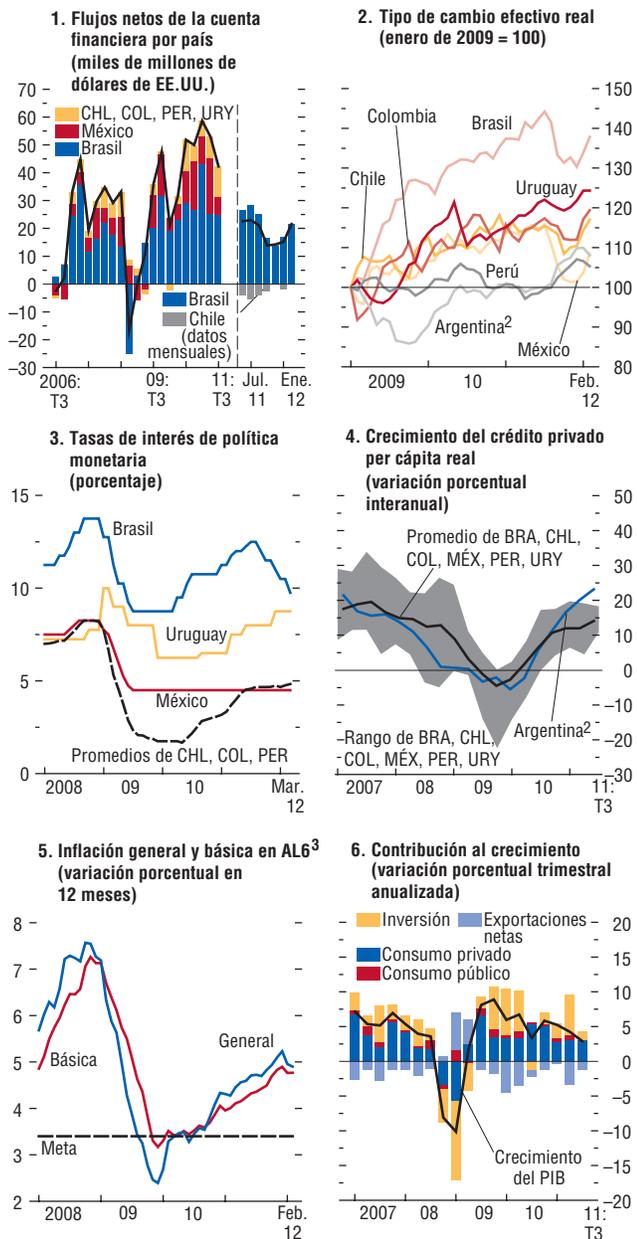


Gráfico 2.11. América Latina: Posibles tendencias a la baja¹

Los vaivenes de la aversión al riesgo en los últimos seis meses provocaron, al comienzo, una moderación de los flujos de capitales y los tipos de cambio; pero, más recientemente, provocaron una reactivación de esos flujos y de la presión sobre los tipos de cambio. El endurecimiento de las políticas empezó a rendir frutos, reflejados en una estabilización del crecimiento del crédito real, aunque en niveles altos. No obstante, la inflación se mantiene por encima del punto medio fijado como meta en muchos países. Las autoridades tienen que mantenerse alerta ante las posibles tendencias a la baja provenientes de Europa y las tendencias al alza de los flujos de capitales.



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

¹BRA: Brasil; CHL: Chile; COL: Colombia; MÉX: México; PER: Perú; URY: Uruguay.

²Las variables nominales correspondientes a Argentina se deflactan utilizando estimaciones del personal técnico del FMI sobre el promedio de la inflación provincial.

³AL6: Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay.

vía del comercio guardan relación sobre todo con las materias primas y, por lo tanto, están vinculados al crecimiento de Asia. Los efectos de contagio por vías financieras están más estrechamente ligados a la evolución en Europa: un aumento de la aversión al riesgo debido a inquietudes derivadas de los acontecimientos en Europa redujo temporalmente los flujos de capitales a la región. Dichos flujos, sin embargo, no cambiaron de sentido, lo cual ha supuesto un efecto neto positivo para la región. De todos modos, en el pasado la región ha experimentado dificultades a la hora de absorber “capital caliente” (especulativo), y esta circunstancia sigue siendo una fuente constante de vulnerabilidad. Los efectos de contagio provenientes de Europa, no obstante, se transmiten de manera más directa a través de la exposición de la región a las operaciones de bancos europeos. Estos bancos, y en particular los españoles, tienen una presencia relativamente importante en la región (véase el gráfico 2.5, panel 2). La venta por parte de Santander de acciones de sus filiales locales a finales de 2011 provocó una caída temporal de los índices de acciones de los bancos regionales, lo cual es un indicio de que las deficiencias en las casas matrices de los bancos europeos podrían ocasionar problemas en los mercados financieros regionales y en la oferta de crédito. No obstante, las operaciones regionales de estos bancos las realizan predominantemente las filiales y están financiadas con depósitos locales, por lo que es probable que los efectos de contagio por vía financiera en el futuro sean reducidos.

Se proyecta que el crecimiento en la región de América Latina y el Caribe se moderará a 3¾% en 2012, para después repuntar a aproximadamente 4% en 2013 (cuadro 2.4). En los países exportadores de materias primas, el fuerte crecimiento de la demanda interna se moderó a medida que empezaron a surtir efecto las políticas macroeconómicas más restrictivas y que se debilitaron las condiciones externas. Esto se nota más en Brasil, donde el crecimiento en 2011 se situó en 2¾% y donde ya se ha aplicado una política monetaria más expansiva. La combinación de estas fuerzas significa que los riesgos de sobrecalentamiento han cedido (véase el gráfico 1.18). Sin embargo, el elevado crecimiento del crédito y de las importaciones hace pensar que dichos riesgos no están completamente bajo control y 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		
	2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
América del Norte	2,0	2,2	2,5	3,1	2,3	2,0	-3,0	-3,1	-2,9	...	...	...
Estados Unidos	1,7	2,1	2,4	3,1	2,1	1,9	-3,1	-3,3	-3,1	9,0	8,2	7,9
Canadá	2,5	2,1	2,2	2,9	2,2	2,0	-2,8	-2,7	-2,7	7,5	7,4	7,3
México	4,0	3,6	3,7	3,4	3,9	3,0	-0,8	-0,8	-0,9	5,2	4,8	4,6
América del Sur⁴	4,8	3,8	4,3	7,8	7,4	7,0	-1,0	-1,9	-2,0	...	...	...
Brasil	2,7	3,0	4,1	6,6	5,2	5,0	-2,1	-3,2	-3,2	6,0	6,0	6,5
Argentina ⁵	8,9	4,2	4,0	9,8	9,9	9,9	-0,5	-0,7	-1,1	7,2	6,7	6,3
Colombia	5,9	4,7	4,4	3,4	3,5	3,1	-2,8	-2,7	-2,4	10,8	11,0	10,5
Venezuela	4,2	4,7	3,2	26,1	31,6	28,8	8,6	7,4	5,6	8,1	8,0	8,1
Perú	6,9	5,5	6,0	3,4	3,3	2,6	-1,3	-2,0	-1,9	7,5	7,5	7,5
Chile	5,9	4,3	4,5	3,3	3,8	3,0	-1,3	-2,4	-2,4	7,1	6,6	6,9
Ecuador	7,8	4,5	3,9	4,5	5,7	4,8	-0,3	0,5	0,6	6,0	5,8	6,2
Uruguay	5,7	3,5	4,0	8,1	7,4	6,6	-2,2	-3,6	-3,2	6,1	6,0	6,0
Bolivia	5,1	5,0	5,0	9,9	4,9	4,5	2,2	1,6	1,1	...	...	...
Paraguay	3,8	-1,5	8,5	6,6	5,0	5,0	-1,2	-3,5	-1,4	5,6	5,8	5,5
América Central⁶	4,7	4,0	4,0	5,6	5,3	5,2	-6,9	-6,9	-6,7	...	...	...
El Caribe⁷	2,8	3,5	3,6	7,2	5,5	5,2	-3,5	-3,6	-3,7	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>												
América Latina y el Caribe ⁸	4,5	3,7	4,1	6,6	6,4	5,9	-1,2	-1,8	-2,0	...	...	...
Unión Monetaria del Caribe Oriental ⁹	-0,2	1,5	2,2	3,4	3,5	2,4	-19,9	-21,4	-20,5	...	...	...

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴También incluye Guyana y Suriname.

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

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

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

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

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

podrían reaparecer si los flujos de capitales retornan a los niveles previos. En México el crecimiento fue vigoroso en 2011 y, al igual que en Estados Unidos, presentó una inesperada variación al alza. Según los pronósticos, el crecimiento será de entre 3½% y 3¾% en 2012 y 2013, cifras que representan una leve desaceleración pero que aún están por encima del potencial. Para América Central se prevé un crecimiento de aproximadamente 4%; y para el Caribe, de alrededor de 3½%. Los altos niveles de deuda pública y los débiles flujos de turismo y remesas siguen empañando las perspectivas del Caribe. Las perspectivas de América Central, al igual que las de

México, están estrechamente vinculadas a la evolución de Estados Unidos.

Los efectos de contagio, reales y financieros, que llegan a la región debido a la reanudación de la crisis en Europa probablemente serán limitados. Se estima que el recrudescimiento de la crisis en Europa, uno de los escenarios a la baja descritos en el capítulo 1 e ilustrados en el gráfico 2.2, podría reducir el producto regional en aproximadamente ¾% en relación con el escenario base. Esta reducción se situaría en el extremo inferior de los efectos estimados, en vista del comercio relativamente escaso con Europa (que representa tan solo alrededor del 10% de las

exportaciones de bienes de la región) y del carácter limitado de los efectos de contagio financieros (véase el gráfico 2.5). Como ya se señaló, pese a la presencia relativamente importante de los bancos europeos en la región, se prevé que los efectos de contagio que se transmiten a través de las operaciones de los bancos europeos serán moderados. En cambio, la región, y en especial el Cono Sur, depende mucho de los precios de las materias primas, y en tal sentido podría verse afectada si la crisis europea da lugar a una desaceleración más general, particularmente si afecta a China y a las economías emergentes de Asia. Esta vulnerabilidad externa se ve contrarrestada por el peso de la economía brasileña, que está impulsada predominantemente por factores internos.

En este contexto, las políticas han de vigilar la posibilidad de sobrecalentamiento interno y han de apoyarse sobre una base sólida de medidas prudentiales formuladas durante los períodos más recientes de afluencia de capitales. Pese a haber remitido brevemente, las presiones externas están retornando; y sería prematuro relajar las condiciones de las políticas mientras la inflación aún se sitúa por encima del punto medio de las bandas fijadas como meta y mientras los riesgos tienden al alza. Estas preocupaciones son particularmente graves en Venezuela, donde las políticas no se han endurecido de forma perceptible y la inflación permanece en niveles elevados. De igual modo, en Argentina el fuerte crecimiento del crédito y el alto nivel de inflación son motivo de preocupación, a pesar de que el país no se ve afectado de la misma manera por los flujos de crédito internacionales. Los vaivenes recientes de los flujos de capitales constituyen un sólido argumento a favor de que los gobiernos de la región sigan reforzando sus marcos prudentiales para garantizar que están en condiciones de hacer frente a futuros auges o caídas de estos flujos. En México, dadas las expectativas de inflación firmemente ancladas y la continua debilidad en Estados Unidos, la política monetaria puede mantener una orientación acomodaticia siempre que la presión y las expectativas inflacionarias se mantengan bajo control.

La consolidación fiscal debería proseguir (en especial cuando sea necesaria para mantener la sostenibilidad de la deuda), pero también se debería proteger el gasto social y en infraestructura. La política fiscal

en los países exportadores de materias primas debería centrarse en ahorrar los mayores ingresos extraordinarios mientras los precios de las materias primas sigan siendo sólidos, a fin de crear un margen de maniobra para la toma de medidas de apoyo en el caso de que los riesgos a la baja que pesan sobre las perspectivas empiecen a materializarse (véase el capítulo 4). En América Central, las políticas deberán orientarse a reconstituir los márgenes de política económica utilizados durante la crisis y a adoptar reformas estructurales para impulsar el crecimiento a mediano plazo. En la región del Caribe, deberán redoblar los esfuerzos para reducir el sobreendeudamiento, abordando al mismo tiempo la baja competitividad.

Comunidad de Estados Independientes: Los precios de las materias primas son el principal canal de contagio

El debilitamiento de las exportaciones a Europa y el endurecimiento de las políticas en algunas economías moderarán el crecimiento en la CEI este año (gráfico 2.12), aunque se prevé que los precios de las materias primas permanecerán en niveles altos. Si la crisis en la zona del euro se intensifica, la caída de la demanda mundial, sumada al consiguiente descenso de precios de las materias primas, limitará significativamente el crecimiento de la región.

El crecimiento en la CEI siguió siendo dinámico en el segundo semestre de 2011, gracias a la continua solidez de los precios del petróleo y las materias primas, a un repunte de la producción agrícola en varias economías (Armenia, Belarús, Kazajstán, Rusia) tras la sequía de 2010 y a una fuerte demanda interna (gráfico 2.13).

No obstante, la región se vio afectada por los efectos de contagio provenientes de la zona del euro. La intensificación de las turbulencias financieras a finales de 2011 y la consiguiente búsqueda de alternativas más seguras contribuyeron a una importante salida de capitales de Rusia, un aumento de los diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor (particularmente en el caso de Ucrania) y la depreciación de varias monedas regionales, entre ellas el rublo ruso. El inicio de la recesión en la zona del euro se ve reflejado en el debilitamiento de las exportaciones y

en una desaceleración de la producción industrial en las economías más grandes de la región.

Ante el marcado empeoramiento de las perspectivas externas, se prevé que el crecimiento en la CEI se desacelerará de 5% en 2011 a 4¼% en 2012 (cuadro 2.5), y que la desaceleración ocurrirá aun si los precios del petróleo permanecen en niveles relativamente altos.

- El crecimiento en Rusia se verá beneficiado por el alto nivel de los precios del petróleo. Las proyecciones actuales de un crecimiento de 4% para este año se sitúan tan solo un poco por debajo de los pronósticos de la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*. La proyección de crecimiento para 2013 también ha sido rebajada a apenas por debajo de 4% porque se prevé que los precios del petróleo bajarán un poco.

- En las demás economías exportadoras de energía también se proyecta una leve moderación del crecimiento, a 5¾% en 2012 y 5½% en 2013. Pese al empeoramiento de las condiciones externas, el crecimiento en estas economías estará respaldado por los términos de intercambio favorables, así como por inversiones en petróleo y minería (Kazajstán) e infraestructura (Kazajstán, Uzbekistán). Tras una drástica caída de la producción petrolera en 2011, se prevé que la producción de hidrocarburos de Azerbaiyán permanecerá estable en términos generales este año, y que el continuo crecimiento vigoroso del sector no petrolero ayudará a la economía a expandirse 3% en 2012.
- En las economías importadoras de energía de la CEI, factores externos e internos están contribuyendo a la desaceleración del crecimiento este

Gráfico 2.12. Comunidad de Estados Independientes: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB de 2012

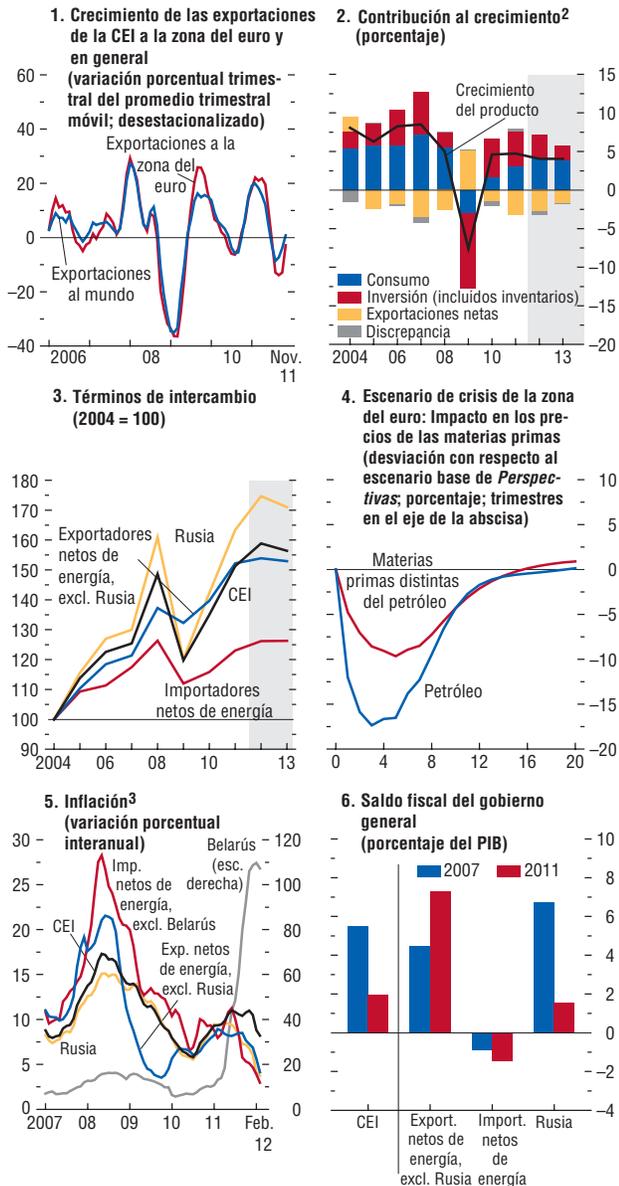
(Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones de la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*)



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

Gráfico 2.13. Comunidad de Estados Independientes (CEI): Impulsada por los precios de las materias primas, frenada por vientos en contra provenientes de la zona del euro¹

El debilitamiento de la demanda externa, sobre todo de Europa, ha frenado el crecimiento en la CEI. La región se ha beneficiado de los precios persistentemente altos de las materias primas, pero un agravamiento de la crisis en la zona del euro provocaría un fuerte shock de los términos de intercambio para la región. La inflación ha cedido, pero el margen de maniobra fiscal todavía no ha retornado a los niveles previos a la crisis.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *Direction of Trade Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Exportadores netos de energía: Azerbaiyán, Kazajstán, Rusia, Turkmenistán y Uzbekistán. Importadores netos de energía: Armenia, Belarús, Georgia, Moldova, Mongolia, la República Kirguisa, Tayikistán y Ucrania.

²Se excluyen Azerbaiyán, Georgia, Tayikistán, Turkmenistán y Uzbekistán debido a limitaciones de los datos.

³Debido a las limitaciones en los datos, Turkmenistán y Uzbekistán no se incluyen en el grupo de exportadores netos de energía, excluido Rusia; Mongolia, la República Kirguisa y Tayikistán no se incluyen en el grupo de importadores netos de energía, excluido Belarús.

año. La decreciente demanda de exportaciones y el endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras contribuirán a una desaceleración del crecimiento en Ucrania de 5¼% el año pasado a 3% este año. Se prevé asimismo que el crecimiento en Belarús se reducirá de 5¼% en 2011 a 3% este año, como consecuencia de la crisis cambiaria y el endurecimiento de las políticas monetarias y fiscales que fue necesario para lograr que la inflación descendiera de los niveles de tres dígitos.

El nivel general de inflación, que a mediados de 2011 subió debido al alto nivel de precios de los alimentos y los combustibles (así como a las presiones excesivas de la demanda en varias economías), empezó a moderarse en muchas economías de la CEI en el segundo semestre del año pasado y a comienzos de este año. Los factores que contribuyeron a este hecho fueron las buenas cosechas que redujeron la inflación de precios de los alimentos, una moderación de la actividad económica y la aplicación de políticas monetarias restrictivas en varias economías. Se proyecta, por lo tanto, que este año la inflación se moderará en casi todas las economías de la región, con la notable excepción de la inflación por depreciación monetaria en el caso de Belarús.

El riesgo más importante que se cierne sobre la región es el posible agravamiento de la crisis en la zona del euro. Los efectos de contagio directos se transmitirán a través de las vinculaciones comerciales: la zona del euro absorbe alrededor de un tercio de las exportaciones de la región, la mayor proporción de cualquier región que no pertenezca a Europa (gráfico 2.5, panel 1). Incluso las economías de la CEI con una exposición menos directa a la zona del euro se verán afectadas por intermedio de Rusia, que es el mayor socio comercial (y una fuente de remesas e inversión extranjera directa) de muchas economías de la región. Un canal indirecto, pero potencialmente más importante, es el efecto que una crisis de la zona del euro y una desaceleración mundial tendrían en los precios de las materias primas.

En el escenario de crisis de la zona del euro descrito en el capítulo 1, los precios del petróleo y de las materias primas serían 17% y 10% más bajos, respectivamente, que en el escenario base, lo cual implicaría un fuerte shock de los términos de intercambio para la región (gráfico 2.13, panel 4). Y

Cuadro 2.5. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en la Comunidad de Estados Independientes

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
Comunidad de Estados Independientes (CEI)⁴	4,9	4,2	4,1	10,1	7,1	7,7	4,6	4,0	1,7	...	...	...
Exportadores netos de energía	4,7	4,3	4,2	8,5	5,1	6,6	6,2	5,4	2,6	...	...	...
Rusia	4,3	4,0	3,9	8,4	4,8	6,4	5,5	4,8	1,9	6,5	6,0	6,0
Kazajistán	7,5	5,9	6,0	8,3	5,5	7,0	7,6	6,6	5,6	5,4	5,4	5,3
Uzbekistán	8,3	7,0	6,5	12,8	12,7	10,9	5,8	2,8	3,0	0,2	0,2	0,2
Azerbaiyán	0,1	3,1	1,9	7,9	5,6	6,1	26,3	21,8	16,4	6,0	6,0	6,0
Turkmenistán	14,7	7,0	6,7	5,8	6,2	7,0	1,8	2,1	1,3	...	...	...
Importadores netos de energía	5,7	3,7	3,9	18,2	17,4	13,3	-8,0	-7,1	-5,8	...	...	...
Ucrania	5,2	3,0	3,5	8,0	4,5	6,7	-5,6	-5,9	-5,2	8,2	8,2	7,9
Belarús	5,3	3,0	3,3	53,2	66,0	35,8	-10,4	-6,2	-6,5	0,6	0,6	0,6
Georgia	7,0	6,0	5,5	8,5	1,7	5,5	-12,7	-10,3	-9,3	14,9	14,1	13,5
Armenia	4,4	3,8	4,0	7,7	4,0	4,2	-12,3	-11,0	-9,5	19,0	19,0	18,5
Tayikistán	7,4	6,0	6,0	12,4	7,9	8,4	-2,3	-3,6	-5,0	...	...	...
Mongolia	17,3	17,2	11,8	9,5	13,6	12,5	-30,4	-24,4	-1,8	3,0	3,0	3,0
República Kirguisa	5,7	5,0	5,5	16,6	4,1	8,1	-3,1	-4,8	-4,2	7,9	7,7	7,6
Moldova	6,4	3,5	4,5	7,6	5,5	5,0	-10,6	-9,7	-9,9	6,7	6,6	6,4
<i>Partidas informativas</i>												
Países de bajo ingreso de la CEI ⁵	7,3	6,1	5,9	11,7	8,7	8,7	-1,7	-2,6	-2,2	...	...	...
Exportadores netos de energía, excluido Rusia	6,8	5,7	5,4	8,9	7,1	7,7	10,6	8,8	7,1	...	...	...

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales del desempleo pueden variar.

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

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

como se observó a finales del año pasado, el incremento de las salidas de capitales generaría presión sobre las monedas de la región y exacerbaría las presiones de financiamiento en las economías que necesitan muchos recursos del exterior, como Ucrania. Si bien las vinculaciones financieras de la región con los bancos de la zona del euro son relativamente limitadas (véase gráfico 2.5, panel 2), el surgimiento de problemas en un banco de la zona del euro de importancia sistémica podría dar lugar a un retiro abrupto del financiamiento e incrementaría la probabilidad de problemas en el sector bancario ruso⁴. Para los países exportadores de energía de la CEI, un riesgo al alza radica en un nuevo aumento de los precios del petróleo como resultado del recrudecimiento de las tensiones en Oriente Medio.

⁴Véase FMI (2011).

Para reforzar a la región frente a estos riesgos es necesario recomponer los márgenes de maniobra de las políticas en la mayoría de las economías de la CEI, particularmente mediante una consolidación fiscal. Los saldos fiscales están muy por debajo de su nivel previo a la crisis de 2008–09. En Rusia, el déficit no petrolero ha aumentado en más del triple desde la crisis, y se han retirado recursos del fondo de reserva petrolera; en Ucrania, las finanzas públicas siguen siendo vulnerables a las presiones derivadas del aumento del gasto en salarios, pensiones y capital; y en Belarús, una política salarial austera en el sector presupuestario será crucial para reducir las expectativas inflacionarias.

La moderación de la inflación en la región ofrece a las autoridades un cierto margen de maniobra monetaria. No obstante, la política monetaria debe seguir enfocada en reducir la inflación a un nivel inferior al del escenario base, ya que las tasas

inflación siguen siendo altas en varias economías (Belarús, Rusia, Uzbekistán). De materializarse los riesgos a la baja, las autoridades monetarias y fiscales deben estar preparadas para ajustar sus políticas. La flexibilización del tipo de cambio, que fue un paso positivo en Rusia el año pasado pero que aún no se ha concretado en otras economías de la región, también ayudaría a estas economías a hacer frente a los shocks adversos.

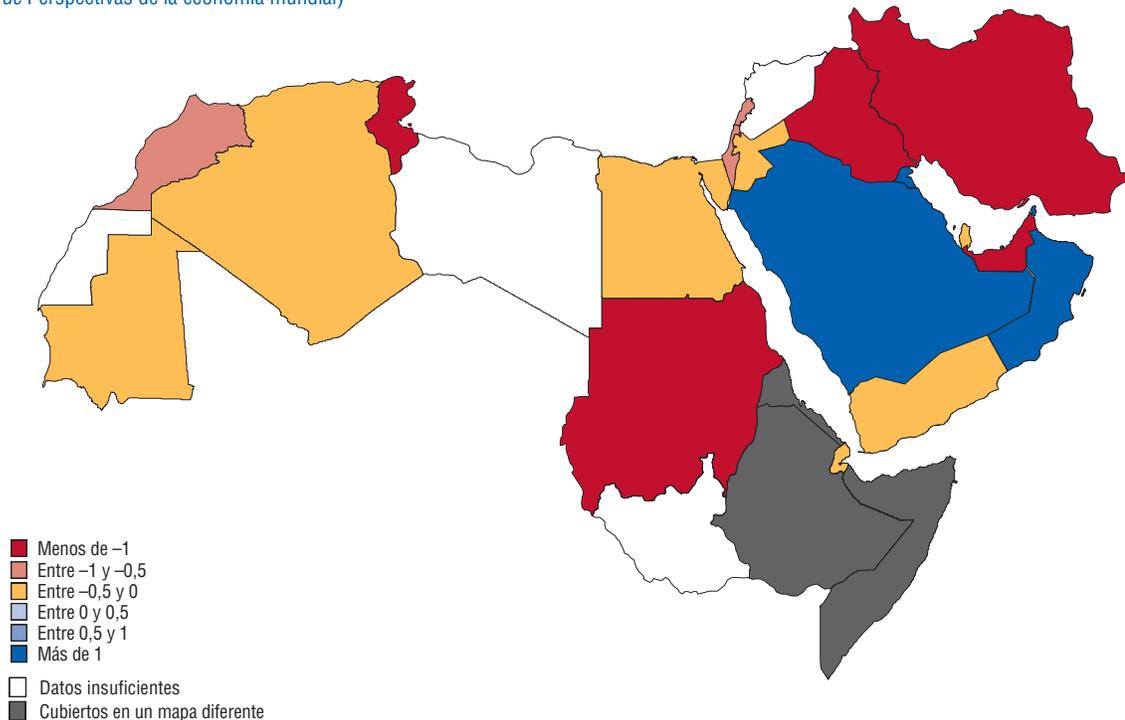
Oriente Medio y Norte de África: Crecimiento estancado, perspectivas inciertas

Además de los considerables desafíos internos en varias economías de la región y riesgos geopolíticos relacionados con la República Islámica del Irán, la región está expuesta a importantes efectos de contagio proce-

des de Europa. Los desafíos internos, reflejados en el actual malestar social, han dado lugar a un aumento de las transferencias sociales. Las prioridades básicas de las políticas han de ser preservar o restablecer la estabilidad macroeconómica frente al malestar reinante mientras se avanza hacia un modelo de crecimiento inclusivo que no dependa tanto de las transferencias del gobierno. Los desafíos externos tienen dos causas principales: los precios del petróleo y las vinculaciones de comercio con Europa. En el caso de los países exportadores de petróleo, un recrudecimiento de la crisis en Europa podría deprimir los precios del petróleo y socavar los recientes aumentos del gasto público en programas de apoyo social. En el Norte de África, las vinculaciones con Europa en materia de comercio, remesas y turismo son históricamente importantes y en la actualidad están deprimidas.

Gráfico 2.14. Oriente Medio y Norte de África: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB de 2012

(Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones de la edición de septiembre de 2011 de Perspectivas de la economía mundial)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

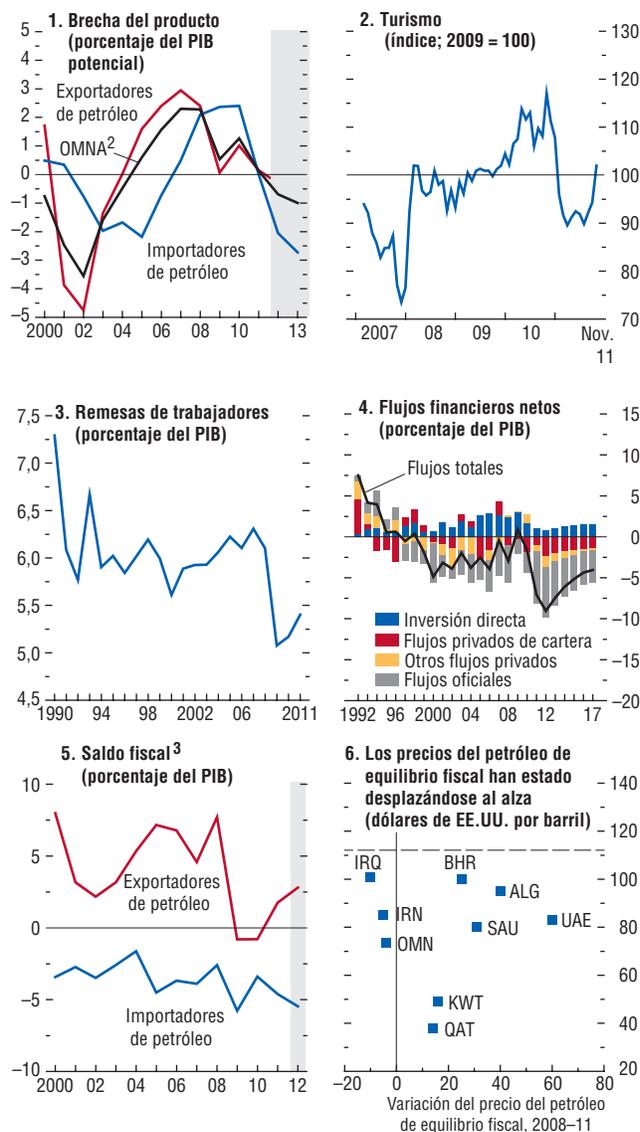
El crecimiento en la región de OMNA se situó por debajo de la tendencia en 2011, debido sobre todo a factores propios de cada país⁵. En los países exportadores de petróleo, el alto nivel de los precios del crudo contribuyó a un crecimiento de 4% en 2011, que se vio frenado por una evolución menos favorable de la República Islámica del Irán a causa de una mala cosecha y el efecto que tuvo la reforma de los subsidios. Entre los importadores de petróleo, el crecimiento fue de 2%, aun después de excluir los datos correspondientes a la República Árabe Siria. Este tenue crecimiento es consecuencia directa de la incidencia de la tensión social. Aparte de su impacto en los precios del petróleo, los factores mundiales y los sucesos en Europa han tenido hasta ahora un efecto relativamente limitado en la región; por lo tanto, las revisiones se deben principalmente a acontecimientos de orden regional (gráfico 2.14).

La tensión social ha dado origen a considerables efectos de contagio regionales, particularmente en el turismo y en los flujos de capitales, que han disminuido en toda la región (gráfico 2.15). Dados la magnitud de los shocks particulares de cada economía y sus fuertes efectos de contagio a escala regional, resulta difícil aislar un efecto que provenga específicamente de Europa, salvo el debilitamiento de las remesas. Aun así, los potenciales efectos de contagio por un recrudecimiento de la crisis en Europa, modelizados en el primer escenario a la baja del capítulo 1 e ilustrados en el gráfico 2.2, podrían reducir el producto regional aproximadamente 3¼% con respecto al escenario base, lo cual constituiría el mayor efecto de contagio de cualquier región fuera de Europa. La reducción obedecería en su mayor parte al debilitamiento de los precios del petróleo. El resto se debería a los fuertes efectos de contagio derivados de la contracción de la demanda de los socios comerciales de la región, principalmente a través de las repercusiones en los flujos de financiamiento externo, el comercio, el turismo y las remesas. Estas vinculaciones se observan más claramente en las tendencias de comercio de la región (véase gráfico 2.5, panel 1). Las exportaciones de bienes a Europa

⁵La República Árabe Siria fue excluida de los datos y las proyecciones debido a su incierta situación política. El crecimiento de Libia, que está incluido, está muy afectado por la guerra civil y se proyecta que repuntará en 2012.

Gráfico 2.15. Oriente Medio y Norte de África: Un mar de problemas¹

El incierto entorno político en muchas economías de la región está empañando las perspectivas de crecimiento. Las consecuencias de la tensión social y de la debilidad en Europa se ven reflejadas en la atonía de las cifras de turismo y remesas y en las salidas de capital. Un aumento del gasto en transferencias sociales significa que los presupuestos públicos de los países exportadores de petróleo dependen cada vez más de que los precios del crudo se mantengan en niveles altos.



Fuentes: Haver Analytics; autoridades nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Exportadores de petróleo: Arabia Saudita (SAU), Argelia (ALG), Bahréin (BHR), los Emiratos Árabes Unidos (EAU), Iraq (IRQ), Kuwait (KWT), Libia, Omán (OMN), Qatar (QAT), Sudán, la República del Yemen y la República Islámica del Irán (IRN). Importadores de petróleo: Djibouti, Egipto, Jordania, Líbano, Marruecos, Mauritania, la República Árabe Siria y Túnez. Los datos excluyen la República Árabe Siria desde 2011 en adelante y Sudán del Sur desde el 9 de julio de 2011.

²OMNA: Oriente Medio y Norte de África.

³Los datos excluyen Libia.

Cuadro 2.6. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Oriente Medio y Norte de África

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
Oriente Medio y Norte de África	3,5	4,2	3,7	9,6	9,5	8,7	13,2	14,5	12,7	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	4,0	4,8	3,7	10,3	10,3	8,8	16,9	18,2	16,0	...	...	...
Irán, República Islámica del	2,0	0,4	1,3	21,3	21,8	18,2	10,7	6,6	5,1	15,1	16,7	18,1
Arabia Saudita	6,8	6,0	4,1	5,0	4,8	4,4	24,4	27,9	22,7	...	...	...
Argelia	2,5	3,1	3,4	4,5	5,5	4,5	10,3	10,0	7,9	10,0	9,7	9,3
Emiratos Árabes Unidos	4,9	2,3	2,8	0,9	1,5	1,7	9,2	10,3	10,4	...	...	...
Qatar	18,8	6,0	4,6	2,0	4,0	4,0	28,4	31,5	29,0	...	...	...
Kuwait	8,2	6,6	1,8	4,7	3,5	4,0	41,8	46,2	41,9	2,1	2,1	2,1
Iraq	9,9	11,1	13,5	6,0	7,0	6,0	7,9	9,1	10,8	...	...	...
Sudán ⁵	-3,9	-7,3	-1,5	18,1	23,2	26,0	2,1	-4,6	-4,0	12,0	10,8	9,6
Importadores de petróleo⁶	2,0	2,2	3,6	7,5	6,9	8,4	-5,3	-5,3	-4,9	...	...	...
Egipto	1,8	1,5	3,3	11,1	9,5	12,1	-2,0	-2,6	-2,1	10,4	11,5	11,3
Marruecos	4,3	3,7	4,3	0,9	2,0	2,5	-7,4	-5,9	-6,0	9,0	8,9	8,8
Túnez	-0,8	2,2	3,5	3,5	5,0	4,0	-7,4	-7,1	-7,1	18,9	17,0	16,0
Libano	1,5	3,0	4,0	5,0	4,0	3,3	-14,4	-14,2	-13,4	...	...	...
Jordania	2,5	2,8	3,0	4,4	4,9	5,6	-9,5	-8,3	-6,8	12,9	12,9	12,9
<i>Partidas informativas</i>												
Israel	4,7	2,7	3,8	3,4	2,0	2,0	0,1	-0,9	0,0	5,6	6,0	5,8
Magreb ⁷	-1,7	11,0	5,9	3,9	4,0	3,0	2,7	5,3	6,2	...	...	...
Mashreq ⁸	1,8	1,8	3,4	10,0	8,6	10,8	-4,3	-4,7	-4,1	...	...	...

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Incluye también Bahrein, Libia, Omán y la República de Yemen.

⁵Los datos correspondientes a 2011 excluyen Sudán del Sur a partir del 9 de julio. Los datos de 2012 en adelante se refieren al Estado actual de Sudán.

⁶Incluye también Djibouti y Mauritania. Excluye la República Árabe Siria desde 2011 en adelante.

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

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

representan aproximadamente 20% de las exportaciones, o 7% del PIB; es decir, una proporción más alta que la de Asia, Canadá, América Latina, la región de África subsahariana o Estados Unidos. El gráfico 2.5 también muestra que, si bien las actuales vinculaciones financieras parecen ser tenues en la actualidad, los efectos de contagio a la región de OMNA fueron de los más intensos registrados en el año inmediatamente posterior al colapso de Lehman Brothers en 2008.

Estas fuertes repercusiones provenientes de Europa determinan los riesgos que pesan sobre las perspectivas, pero el escenario base depende predominantemente de factores regionales. Según el pronóstico de base, el crecimiento será de 4¼% en 2012 y 3¾% en 2013 (cuadro 2.6). Entre los países importadores de petróleo, la carestía del crudo, el turismo anémico

debido a la tensión social en la región, y los menores flujos de comercio y remesas son producto de los problemas persistentes en Europa y constituyen limitaciones importantes. Entre los exportadores de petróleo, se proyecta que los acontecimientos negativos en la República Islámica del Irán se verán compensados por aumentos de la producción de petróleo en Arabia Saudita e Iraq y un repunte en Libia. En vista de las perspectivas de crecimiento relativamente moderadas y el retroceso de los precios de las materias primas no petroleras, se proyecta que la inflación en la región bajará ligeramente a lo largo del horizonte del pronóstico de 9½% en 2011 a 8¾% 2013.

Como se señaló, los riesgos externos giran en torno a la evolución de Europa. Los riesgos internos están dominados por los acontecimientos políticos.

La inestabilidad interna causó una baja significativa del turismo en la región que aún no ha alcanzado los niveles previos (gráfico 2.15, panel 2). Una recesión más intensa en Europa podría sacudir aún más el ya poco firme sector del turismo, con repercusiones que se extenderían al resto de la economía. En el caso de los exportadores de petróleo, los riesgos giran en torno al precio del petróleo, que, en un escenario a la baja, está vinculado principalmente a la posibilidad de un recrudecimiento de la crisis en Europa que provocaría una desaceleración del crecimiento en el resto del mundo. El gasto público ha aumentado a tal grado que una caída moderada del precio del petróleo puede dar lugar a déficits presupuestarios. En cambio, si bien ya están en niveles elevados debido a la incertidumbre política regional, los precios del petróleo podrían subir aún más debido a una agudización de las preocupaciones por un shock de la oferta de crudo debido a la situación en Irán, malestar en la región o una interrupción efectiva del suministro de petróleo. Los efectos podrían ser drásticos, habida cuenta de los niveles limitados de existencias y de capacidad excedentaria, así como de las condiciones del mercado físico que se prevé seguirán siendo restrictivas a lo largo de 2012.

En vista de estos riesgos y perspectivas, la región se enfrenta a graves desafíos de política económica. El desafío primario consiste en asegurar la estabilidad económica y social, pero también está la necesidad a corto plazo de encauzar las finanzas públicas en una trayectoria sostenible. En el caso de los países exportadores de petróleo, es necesario que los gobiernos aprovechen la oportunidad que presentan los elevados precios del petróleo para avanzar hacia la creación de economías más sostenibles y diversificadas. Además, el malestar social pone de manifiesto la necesidad de adoptar un plan de crecimiento inclusivo a mediano plazo para establecer instituciones sólidas que estimulen la actividad del sector privado, brindar mayor acceso a oportunidades económicas y luchar contra el desempleo que se mantiene elevado desde hace mucho tiempo, en particular entre los jóvenes.

Un objetivo clave en el ámbito fiscal a mediano plazo es la reorientación de las políticas fiscales hacia la reducción de la pobreza y la promoción de la inversión productiva. Sin embargo, el aumento del gasto en subsidios a los combustibles y alimentos

(con la importante excepción de la República Islámica del Irán), junto con las presiones para aumentar los salarios y pensiones de los funcionarios, están generando tensiones sobre las finanzas públicas (en particular, en las economías importadoras de petróleo), que no serán sostenibles a mediano plazo. Una mayor focalización de los subsidios, y en particular la reforma de los subsidios a los combustibles, ayudará a aliviar estas tensiones⁶.

África subsahariana: La capacidad de resistencia no debe dar lugar a la autocomplacencia

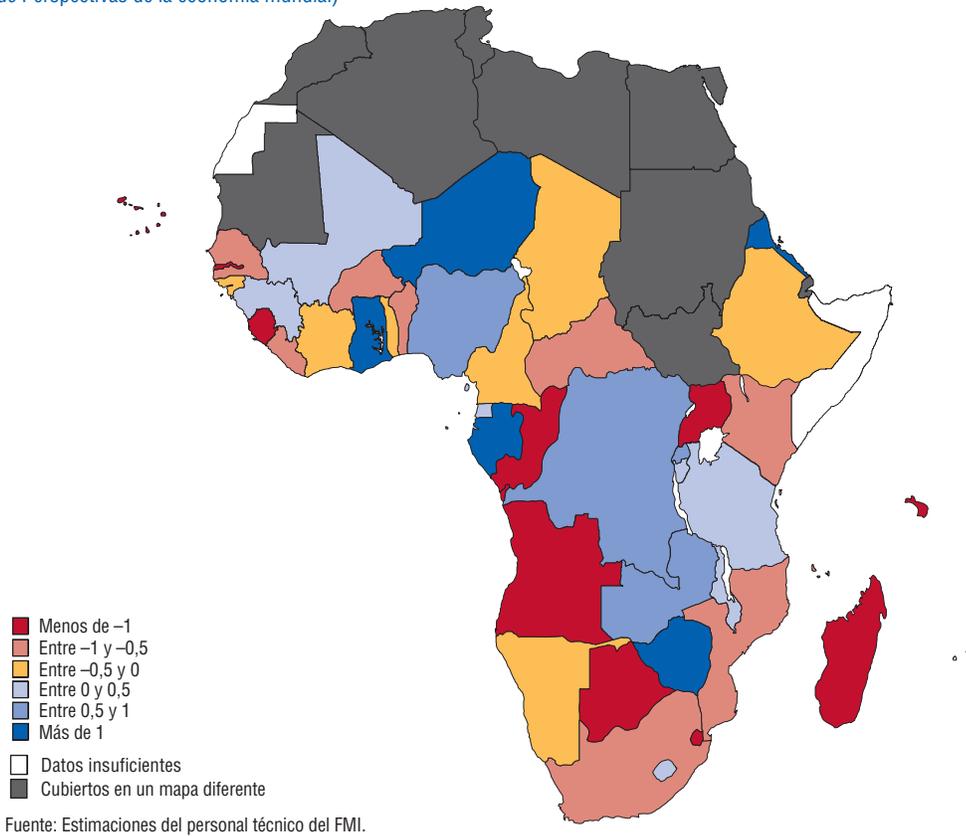
África subsahariana registró otro año de crecimiento pujante y fue una de las regiones que se vio menos afectadas por la reciente turbulencia financiera y el deterioro de las perspectivas mundiales (gráfico 2.16). El restablecimiento de los márgenes de maniobra de las políticas sigue siendo una prioridad en la mayoría de las economías, pero es posible que el lento crecimiento en Sudáfrica exija cierto respaldo mediante políticas. En África oriental, la prioridad de las políticas es contener el repunte de la inflación.

La región de África subsahariana una vez más arrojó resultados sólidos en 2011, con una expansión de alrededor de 5%. Este resultado se obtuvo pese a la desaceleración en Sudáfrica (provocada en parte por la recesión en la zona del euro) y los shocks adversos de la oferta relacionados con la sequía en África oriental y occidental y el conflicto civil en Côte d'Ivoire.

La capacidad de resistencia de la región obedece a varios factores, entre ellos un relativo aislamiento de los efectos de contagio financiero que emanan de la zona del euro. Las escasas vinculaciones financieras con Europa (véase el gráfico 2.5, paneles 2 y 3) ayudaron a proteger a la región de la turbulencia registrada a finales de 2011, con la notable excepción de Sudáfrica, donde sí se observó una depreciación del rand y volatilidad en los precios de las acciones. Por otro lado, la diversificación de las exportaciones hacia mercados emergentes de rápido crecimiento ha reducido la exposición comercial

⁶Véanse análisis de estos temas en el anexo 3.2 de la edición de abril de 2011 de *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, y en Coady et al. (2010).

Gráfico 2.16. África subsahariana: Revisiones de los pronósticos de crecimiento del PIB de 2012
 (Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones de la edición de septiembre de 2011 de Perspectivas de la economía mundial)



de la región ante Europa⁷. Las exportaciones a la zona del euro ahora representan solo una quinta parte de las exportaciones de la región, mientras que a comienzos de los años noventa la proporción era dos quintos (gráfico 2.5, panel 1; gráfico 2.17, panel 4). El alto nivel de los precios de las materias primas también benefició a quienes exportan esos productos en la región e incentivó la inversión en la extracción de recursos naturales. Y en muchas economías de la región las políticas siguen siendo relativamente acomodaticias.

En vista de esta capacidad de resistencia, la revisión a la baja de las perspectivas de la región de África subsahariana fue pequeña (gráfico 2.1, panel 1; gráfico 2.17, panel 1). Se prevé que el crecimiento de la región de África subsahariana repuntará un

tanto, de 5% en 2011 a 5½% en 2012 (cuadro 2.7), gracias a la entrada en operación de nuevas fuentes de minerales y petróleo y al retroceso de los shocks adversos de la oferta registrados en 2011. De todos modos, varias economías experimentarán una desaceleración importante:

- Las economías de ingreso mediano de la región, que son las que están creciendo más lentamente, registraron importantes revisiones a la baja de su crecimiento debido a sus vinculaciones comerciales y financieras más estrechas con Europa y la desaceleración en ese continente. Se proyecta que Sudáfrica se expandirá solo 2¾% este año, es decir, 1 punto porcentual menos que lo proyectado en la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*. Los motivos son el deterioro de las condiciones externas, los términos de intercambio menos favorables y una pérdida general de confianza de las empresas. Se

⁷Véase el capítulo 3 de la edición de octubre de 2011 de *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa*.

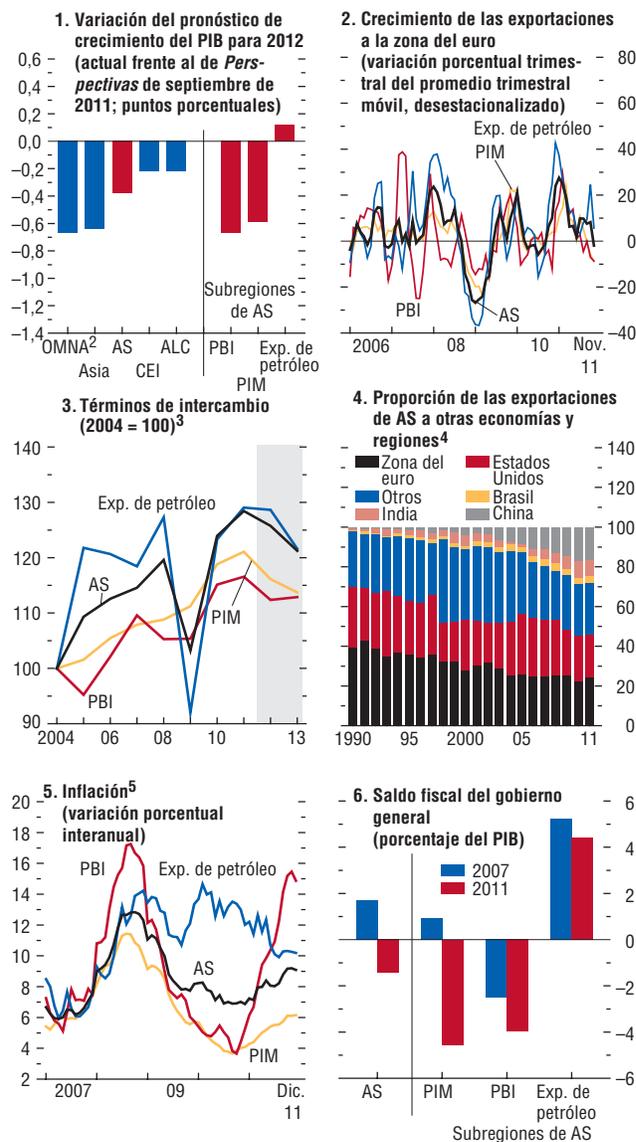
prevé asimismo que el crecimiento en Botswana se desacelerará a 3¼% este año debido en gran medida a la menor demanda mundial de diamantes. Tras el impulso excepcional derivado del arranque de la producción petrolera al año pasado, el crecimiento de Ghana tenderá a moderarse a un ritmo aún robusto de 8¼% este año.

- Se prevé que el crecimiento en las economías exportadoras de petróleo se acelerará de 6¼% el año pasado a 7¼% en 2012, en gran medida porque se espera que la entrada en producción de yacimientos petrolíferos en Angola impulsará el crecimiento del PIB de ese país a 9¼% este año. Se prevé que en Nigeria el crecimiento del PIB no petrolero disminuirá un poco este año, debido a la aplicación de políticas fiscales y monetarias más restrictivas, aunque gracias a un cierto repunte de la producción petrolera, el crecimiento del PIB permanecerá en alrededor de 7%.
- Entre las economías de bajo ingreso, se prevé que la recuperación de la producción agrícola y de la generación de energía hidroeléctrica tras la sequía del año pasado apoyará el crecimiento en Kenya, en donde se proyectan crecimientos de 5¼% en 2012 y 5¾% en 2013. Pero se prevé asimismo que la escasez de electricidad y el endurecimiento de las políticas macroeconómicas para contener las presiones inflacionarias atenuarán el crecimiento en Uganda y, en menor medida, en Tanzania.

La región de África subsahariana está relativamente menos expuesta a la desaceleración mundial, pero no es inmune a los efectos de contagio. En el escenario de crisis de la zona del euro descrito en el capítulo 1 e ilustrado en el gráfico 2.2, el producto de África subsahariana se reduciría 1% con respecto al escenario base. La crisis de la zona del euro incidiría negativamente en la región dado su efecto en las exportaciones, las remesas, la ayuda oficial y los flujos de capitales privados. Asimismo, provocaría caídas drásticas de los precios del petróleo y las materias primas no petroleras de 17% y 10% respectivamente, en relación con los pronósticos de base. Como resultado, las economías exportadoras de materias primas y las economías de ingreso mediano que están más integradas en los mercados mundiales serían las más afectadas por el agravamiento de la crisis de la zona del euro.

Gráfico 2.17. África subsahariana: Una continua capacidad de resistencia¹

Las proyecciones de crecimiento de África subsahariana solo han experimentado pequeñas revisiones a la baja. Las exportaciones a Europa se han desacelerado, sobre todo en el caso de las economías de ingreso mediano, pero los términos de intercambio favorables y la mayor diversificación hacia los mercados emergentes de rápido crecimiento han facilitado el apoyo a la región. Las presiones inflacionarias y el menor espacio fiscal reducen la capacidad de maniobra de las autoridades en el caso de que se materialicen los riesgos a la baja.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *Direction of Trade Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ALC: América Latina y el Caribe; AS: África subsahariana; CEI: Comunidad de Estados Independientes; Exp. de petróleo: Exportadores de petróleo; OMNA: Oriente Medio y Norte de África; PBI: Países de bajo ingreso (AS); PIM: Países de ingreso mediano (AS).

²Excluye Libia y la República Árabe Siria. Excluye Sudán del Sur a partir del 9 de julio de 2011.

³Excluye Liberia y Zimbabue debido a limitaciones de los datos.

⁴El valor correspondiente a 2011 se basa en datos de enero a noviembre.

⁵Debido a limitaciones de datos, se excluyen los siguientes países: Chad, la República del Congo y Guinea Ecuatorial de los exportadores de petróleo; Zambia de los PIM; Benin, Comoras, Eritrea, Etiopía, Guinea, Liberia, Malawi, la República Centroafricana, la República Democrática del Congo, Santo Tomé y Príncipe, Sierra Leona y Zimbabue de los países de bajo ingreso.

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

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones	
		2012	2013		2012	2013		2012	2013		2012	2013
África subsahariana	5,1	5,4	5,3	8,2	9,6	7,5	-1,8	-2,0	-2,6	...	...	...
Exportadores de petróleo	6,2	7,3	6,2	10,2	10,2	8,7	5,6	6,9	4,9	...	...	...
Nigeria	7,2	7,1	6,6	10,8	11,2	9,7	6,2	7,3	5,3	23,9	...	...
Angola	3,4	9,7	6,8	13,5	11,1	8,3	8,1	9,7	6,2	...	...	...
Guinea Ecuatorial	7,1	4,0	6,8	7,3	7,0	7,0	-9,7	-9,0	-6,6	...	...	...
Gabón	5,8	5,6	2,3	1,3	2,3	2,6	12,0	11,7	7,5	...	...	...
Chad	1,6	6,9	0,1	1,9	5,5	3,0	-17,7	-10,0	3,3	...	...	...
Congo, República del	4,5	3,1	5,4	1,9	2,7	2,9	6,2	4,3	3,8	...	...	...
Economías de ingreso mediano⁴	3,9	3,8	4,2	5,4	5,8	5,4	-3,8	-4,9	-5,2	...	...	...
Sudáfrica	3,1	2,7	3,4	5,0	5,7	5,3	-3,3	-4,8	-5,5	24,5	23,8	23,6
Ghana	13,6	8,8	7,4	8,7	9,6	8,9	-10,0	-6,9	-6,0	...	...	...
Camerún	4,1	4,1	4,5	2,9	3,0	3,0	-3,5	-4,8	-3,3	...	...	...
Côte d'Ivoire	-4,7	8,1	6,2	4,9	2,0	2,5	6,7	-2,8	-3,0	...	...	...
Botswana	4,6	3,3	4,6	8,5	7,8	6,7	-6,8	-4,1	-1,4	...	...	...
Senegal	2,6	3,8	4,5	3,4	3,0	2,2	-8,3	-10,0	-10,7	...	...	...
Economías de bajo ingreso⁵	5,8	5,9	5,9	10,6	15,5	9,6	-9,7	-11,1	-9,9	...	...	...
Etiopía	7,5	5,0	5,5	18,1	33,9	23,1	-0,2	-8,4	-7,6	...	...	...
Kenya	5,0	5,2	5,7	14,0	10,6	5,2	-11,8	-9,6	-8,4	...	...	...
Tanzania	6,7	6,4	6,7	7,0	17,4	9,5	-9,7	-12,3	-11,2	...	...	...
Uganda	6,7	4,2	5,4	6,5	23,4	7,6	-11,1	-12,5	-10,7	...	...	...
Congo, República Democrática del	6,9	6,5	6,7	15,5	12,7	9,4	-8,7	-7,8	-6,5	...	...	...
Mozambique	7,1	6,7	7,2	10,4	7,2	5,6	-13,0	-12,7	-12,4	...	...	...

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

⁵Incluye también Benin, Burkina Faso, Burundi, Comoras, Eritrea, Gambia, Guinea, Guinea-Bissau, Liberia, Madagascar, Malawi, Mali, Níger, la República Centroafricana, Rwanda, Santo Tomé y Príncipe, Sierra Leona, Togo y Zimbabue.

Sudáfrica también puede transmitir los shocks mundiales al resto de la región. El país está más expuesto a las debilidades de la economía mundial, particularmente las de Europa, que sigue siendo un importante destino de las exportaciones sudafricanas de alto valor agregado. Los shocks adversos que enfrenta Sudáfrica pueden propagarse rápidamente a las economías vecinas a través de su efecto en los ingresos de los emigrantes, el comercio, la inversión regional y las finanzas.

Por ahora, las autoridades deben concentrarse en reconstruir los márgenes de maniobra de las políticas. Muchas economías de la región ya han empezado a reducir sus déficits fiscales y a endurecer la política monetaria, particularmente en los casos en que la inflación registró alzas el año pasado. De hecho, las presiones inflacionarias ya han empezado a disiparse

en buena parte de la región, principalmente gracias a la reducción de los precios de los alimentos. La disciplina presupuestaria también ayudará a generar el margen de maniobra necesario para volver a focalizar el gasto en rubros prioritarios como infraestructura, salud y educación. De materializarse los riesgos a la baja, las economías que no enfrenten mayores restricciones de financiamiento deberían estar preparadas para facilitar la activación de los mecanismos de política. El desafío es diferente en el caso de Sudáfrica, que enfrenta un crecimiento deficiente y un desempleo muy alto. El apoyo a la actividad sigue siendo un importante objetivo de política, y si se produjera una desaceleración prolongada, una mayor distensión monetaria podría ser una fuente de estímulo siempre que las expectativas de inflación y la tasa de inflación básica se mantengan bien contenidas.

Sección especial: Efectos transfronterizos del desapalancamiento de los bancos de la zona del euro

Los bancos de la zona del euro han reducido sus activos, lo que plantea la preocupación acerca de la posible contracción del crédito y sus efectos sobre el crecimiento del PIB real y la estabilidad financiera, no solo en la zona del euro sino también en otras regiones del mundo. En esta sección se analizan los posibles efectos de contagio del desapalancamiento de los bancos de la zona del euro en otras economías.

La preocupación por los efectos de contagio del desapalancamiento de los bancos de la zona del euro a nivel mundial se deriva del importante papel que desempeñan estos bancos en todos los sectores de la actividad crediticia internacional. Estas actividades comprenden el financiamiento interbancario, el crédito privado no bancario (incluido el financiamiento del comercio internacional), y, en forma más moderada, los préstamos del sector público. Las recientes operaciones de financiación a plazo más largo a tres años del Banco Central Europeo (BCE) probablemente han sido un elemento clave para suavizar la presión al desapalancamiento sobre los bancos de la zona del euro, pero, como se explica en la edición de abril de 2012 del informe *GFSR*, es probable que se mantenga esta dinámica fundamental de desapalancamiento. Las regiones más expuestas son las economías emergentes de Europa y la región denominada “otras economías avanzadas de Europa”⁸. Hasta el momento la reducción de los activos externos totales en el tercer trimestre de 2011 ha sido relativamente modesta en comparación con el período posterior al colapso de Lehman Brothers en 2008. Sin embargo, los efectos en varios mercados emergentes y en la región denominada “otras economías avanzadas de Asia” (Australia, Corea, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong y Singapur) fueron notables, y no se prevé que la aversión al riesgo —que se ha reducido con respecto a los recientes niveles máximos

La autora principal de esta sección es Florence Jaumotte, con la colaboración de Min Kyu Song y David Reichsfeld. Las simulaciones de modelo utilizadas en esta sección especial han sido preparadas por Keiko Honjo y Stephen Snudden.

⁸Para fines de este análisis, Israel se incluye en esta región, junto con Dinamarca, Islandia, Noruega, el Reino Unido, la República Checa, Suecia y Suiza.

registrados a principios de 2012— vuelva pronto a los niveles previos a la crisis, en vista de los continuos riesgos a la baja para el crecimiento mundial. Las simulaciones del desapalancamiento de los bancos de la zona del euro parecen indicar que este podría tener un impacto moderado sobre el crecimiento en algunas regiones. Aunque las proyecciones del escenario base de *Perspectivas de la economía mundial* ya incluyen cierto desapalancamiento, incluso los efectos moderados adicionales de un desapalancamiento mayor de lo previsto sobre el crecimiento serían motivo de inquietud en el contexto de la frágil recuperación mundial actual y de la consolidación fiscal en curso⁹. Si bien algunos de estos efectos se verán compensados por otras fuentes de financiamiento, persiste el riesgo de tensiones financieras y efectos más pronunciados sobre la actividad económica, especialmente si el desapalancamiento de los bancos europeos provoca un fuerte aumento general de la aversión al riesgo.

Presiones al desapalancamiento sobre los bancos de la zona del euro y canales de contagio

Varios factores han ejercido presión sobre los bancos de la zona del euro para que reduzcan sus activos. En primer lugar, el financiamiento de mercado se ha vuelto costoso y escaso, debido a las interacciones negativas entre la crisis de la deuda soberana y los balances de los bancos y a una falta general de confianza entre las contrapartes en el sistema financiero. Aunque las operaciones del BCE ayudan a mitigar las presiones de financiamiento, parece que nos encontramos en una dinámica fundamental de desapalancamiento. Los mercados están cuestionando el modelo de negocio bancario basado ampliamente en el financiamiento mayorista para aumentar el apalancamiento. En segundo lugar, algunos bancos aún tienen un nivel insuficiente de capital, y la caída de los precios de las acciones de

⁹Los efectos del desapalancamiento sobre el crecimiento mencionados en esta sección especial (y en la edición de abril de 2012 del informe *GFSR*) no se presentan en relación con el escenario base de *Perspectivas de la economía mundial*, que desde septiembre de 2011 ya incluye cierto grado de desapalancamiento.

los bancos ha hecho más difícil y costoso obtener capital de fuentes privadas. Por último, en respuesta a esta situación, en otoño de 2011 las autoridades europeas solicitaron a los bancos elevar el coeficiente de capital básico de nivel 1 al 9% y crear una reserva de capital excepcional para cubrir las exposiciones a deuda soberana antes del 30 de junio de 2012, con el objetivo de restablecer la estabilidad y la confianza, y mantener la concesión de préstamos a la economía real. Sin embargo, los planes de desapalancamiento presentados por los bancos a la Autoridad Bancaria Europea parecen indicar que en conjunto, se prevé que las deficiencias se verán respaldadas por medidas relativas al capital, que limitarán el impacto negativo sobre la concesión de crédito a la economía real.

El desapalancamiento bancario puede tener consecuencias desfavorables para la actividad económica y la estabilidad financiera. La reducción del crédito bancario da lugar a un endurecimiento de las condiciones de financiamiento y un menor crecimiento económico. Con respecto a la actividad real, esto se debe a que los bancos desempeñan un papel especial en la intermediación entre ahorristas y prestatarios (Adrian, Colla y Shin, 2012). Cuando un banco reduce sus activos y pasivos, los inversionistas que previamente prestaron fondos a los bancos pueden canalizar estos fondos a la economía real a través de otros medios (por ejemplo, a través de compras de bonos corporativos). Sin embargo, los inversionistas suelen exigir mayores rendimientos porque tienen menor capacidad para resolver los problemas de información asimétrica, tienen más aversión al riesgo, y no utilizan el apalancamiento como los bancos para proporcionar crédito más barato¹⁰. Con respecto a la estabilidad financiera, la reducción del financiamiento bancario a otras instituciones financieras puede generar dificultades de financiamiento. La venta forzosa de activos se puede propagar de un banco a otro, dando lugar posiblemente a un círculo vicioso de ventas y reducciones de precios. La cesión de activos a gran escala por parte de filiales en el exterior puede debilitar los precios de las acciones de las instituciones financieras, como ocurrió recientemente en América Latina. Por último, las ventas de bonos soberanos podrían intensificar las difi-

¹⁰Además, las pequeñas y medianas empresas dependen en gran medida del crédito bancario y tienen acceso limitado al financiamiento mediante la emisión de bonos o acciones.

cultades de financiamiento de las entidades soberanas, lo que tendría efectos negativos para los bancos y la economía real.

El desapalancamiento de los bancos de la zona del euro podría afectar a otras regiones del mundo, en particular si los bancos concentran inicialmente su desapalancamiento en el exterior, como sugiere la información proveniente de los mercados (véase la edición de abril de 2012 del informe *GFSR*)¹¹. El primer canal directo de contagio transfronterizo es la reducción de los activos de los bancos de la zona del euro en países extranjeros. Sin embargo, podrían producirse efectos de segunda ronda si la contracción del financiamiento proveniente de la zona del euro también obliga a los bancos extranjeros —sobre todo, los bancos de Estados Unidos y del Reino Unido que operan a escala internacional— a desapalancarse. Dependiendo de la contracción del financiamiento, el desapalancamiento podría minar la confianza a nivel mundial, lo que tendría efectos aún más amplios. Al aumentar la aversión mundial al riesgo, los mercados emergentes probablemente se verían afectados por salidas de capital a nivel general, mientras que las economías con una moneda internacional de reserva o con mercados financieros profundos (Japón, Estados Unidos) podrían recibir entradas de capitales debidas a los efectos de refugio seguro, que estarían acompañadas de apreciaciones de la moneda. En este caso, el indicador relevante de la exposición no solo son los activos de la zona del euro frente a una economía, sino los activos externos totales. Por último, las exportaciones de los países extranjeros podrían verse afectadas si el desapalancamiento interno de los bancos de la zona del euro reduce el crecimiento en esta zona¹².

¹¹Esto podría obedecer a varias razones. En primer lugar, es posible que estos activos no formen parte de sus actividades principales. En segundo lugar, el riesgo de interacciones negativas que afecten al desempeño de los bancos debido a una reducción de sus beneficios y un aumento de los préstamos en mora debido al deterioro de las condiciones económicas en el exterior es menor. Por último, las directrices emitidas recientemente por la Autoridad Bancaria Europea alientan el mantenimiento del flujo de crédito hacia las economías de la UE. Sin embargo, algunos grupos bancarios tal vez prefieran no iniciar un proceso de desapalancamiento en aquellos mercados emergentes estratégicos que son muy rentables.

¹²Las dificultades de los bancos de la zona del euro también afectarán a otras regiones a través de los activos de estas regiones frente a la zona del euro. Sin embargo, este canal trasciende el ámbito del tema del desapalancamiento.

Tipo de exposición y vulnerabilidad

El papel principal desempeñado por los bancos de la zona del euro en la concesión de préstamos a escala mundial es una buena razón por la que preocuparse por el desapalancamiento que lleven a cabo estas entidades y sus efectos en otras regiones. Según los datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI), los bancos de la zona del euro desempeñan un importante papel en el mercado bancario de activos externos en general y en cada sector de préstamo, y representan entre el 25% y el 40% de los activos totales (aun excluyendo la concesión de préstamos a otros países de la zona del euro, gráfico 2.SE.1). Además, una proporción sustancial de los activos externos de los bancos de la zona del euro tiene vencimientos de menos de un año, por lo que son fáciles de liquidar. El crédito comercial podría ser particularmente vulnerable: los vencimientos de este tipo de crédito suelen ser cortos, y los bancos de la zona del euro desempeñan un papel primordial en este mercado en todas las regiones¹³.

Las regiones más expuestas a los activos externos de los bancos de la zona del euro son la región denominada “otras economías avanzadas de Europa” y las economías emergentes de Europa (gráfico 2.SE.2)^{14,15}. La exposición de los centros financieros en todo el mundo también es muy importante. Las regiones menos expuestas a estos activos son Japón y las economías en desarrollo

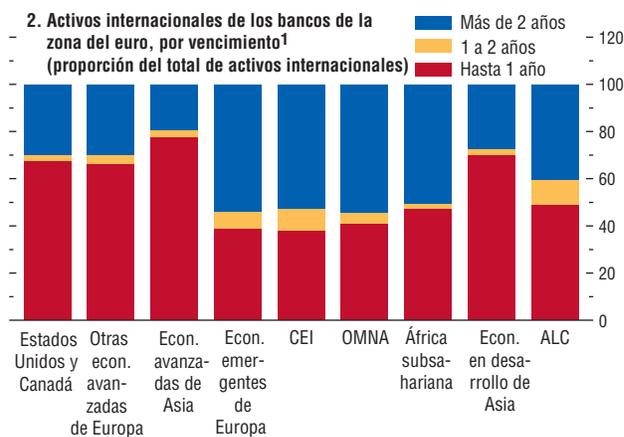
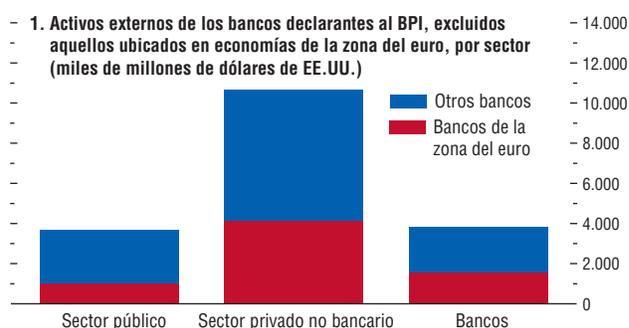
¹³El financiamiento comercial con intermediación bancaria representa alrededor del 35%–40% del total del financiamiento comercial. Otro segmento de mercado que podría verse afectado es el de financiamiento de proyectos.

¹⁴Las regiones consideradas en el análisis son las siguientes: América del Norte comprende Canadá y Estados Unidos; otras economías avanzadas de Europa incluye Dinamarca, Islandia, Israel, Noruega, el Reino Unido, la República Checa, Suecia y Suiza; otras economías avanzadas de Asia comprende Australia, Corea, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur. América Latina y el Caribe (ALC), economías emergentes de Europa, la Comunidad de Estados Independientes (CEI), economías en desarrollo de Asia, Oriente Medio y Norte de África (OMNA) y África subsahariana (AS) se definen según la clasificación incluida en el apéndice estadístico. Los centros financieros se incluyen en los agregados de sus respectivas regiones, dado que a menudo son centros de financiamiento regional y, por lo tanto, pueden tener efectos de contagio en el resto de la región.

¹⁵Este es el caso en todos los sectores (privado, público y bancos). La exposición de América del Norte y otras economías avanzadas de Asia también es relativamente importante en el sector bancario, como la de ALC en el sector público.

Gráfico 2.SE.1. Participación de los bancos de la zona del euro en la actividad crediticia a escala mundial, septiembre de 2011

El importante papel que desempeñan los bancos de la zona del euro en la actividad crediticia a escala mundial y la naturaleza de corto plazo de una proporción sustancial de sus activos externos son buenas razones por las que preocuparse por su desapalancamiento.

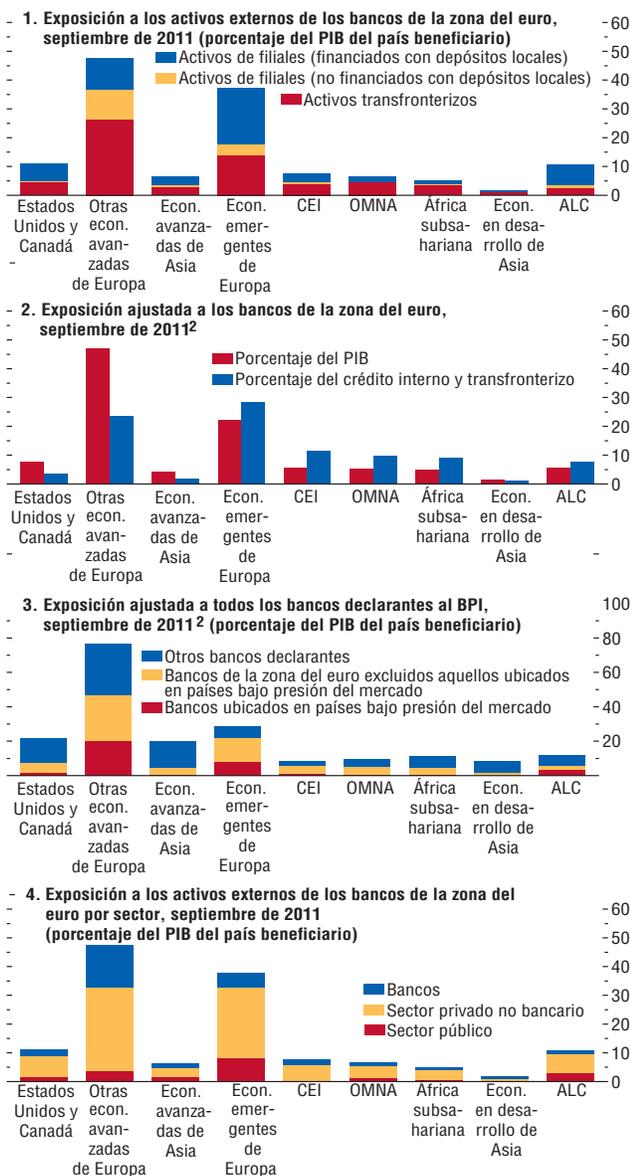


Fuentes: Banco de Pagos Internacionales (BPI) y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ALC: América Latina y el Caribe; CEI: Comunidad de Estados Independientes; Economías avanzadas de Asia: Australia, Corea, Japón, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur; OMNA: Oriente Medio y Norte de África; Otras economías avanzadas de Europa: Dinamarca, Islandia, Israel, Noruega, la República Checa, el Reino Unido, Suecia y Suiza.

Gráfico 2.SE.2. Exposición regional a los activos externos de los bancos

Las regiones con mayor exposición a los activos externos de los bancos de la zona del euro son las otras economías avanzadas de Europa y las economías emergentes de Europa, incluso si no se tienen en cuenta los activos de las filiales financiados con depósitos locales (que tienen menos probabilidades de ser liquidados) y si se incluyen las diferencias en la profundización financiera entre regiones. Las exposiciones externas totales muestran un potencial mucho mayor de que la vulnerabilidad sea más amplia, especialmente en otras economías avanzadas de Europa, en las economías avanzadas de Asia y en América del Norte.



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales (BPI); Cerutti, Claessens y McGuire (2011), y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ALC: América Latina y el Caribe; CEI: Comunidad de Estados Independientes; Economías avanzadas de Asia: Australia, Corea, Japón, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur; OMNA: Oriente Medio y Norte de África; Otras economías avanzadas de Europa: Dinamarca, Islandia, Israel, Noruega, la República Checa, el Reino Unido, Suecia y Suiza.

²La exposición ajustada de los prestatarios frente a los bancos declarantes al BPI se define como la suma de los activos transfronterizos, los compromisos de crédito fuera del balance y los activos de filiales no financiados mediante depósitos locales. Véase Cerutti, Claessens y McGuire (2011). Los países bajo presión del mercado son: Bélgica, España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

de Asia. Las economías emergentes de Europa y la región denominada “otras economías avanzadas de Europa” siguen siendo las regiones con un mayor nivel de exposición, aun considerando que una parte de los activos externos se financia con depósitos locales en filiales y, por lo tanto, es menos probable que sea liquidada (Cerutti, Claessens y McGuire, 2011) o si se tienen en cuenta las diferencias en materia de profundización financiera entre las distintas regiones¹⁶. Las regiones que están expuestas directamente a los bancos con sede en los países de la zona del euro que han soportado la presión del mercado, como Grecia, Irlanda, Italia, Portugal, España y Bélgica, a diferencia del resto de la zona del euro, podrían ser más vulnerables. En la mayoría de las regiones, las exposiciones se concentran en los bancos con sede en el núcleo de la zona del euro. Sin embargo, los bancos en las economías que soportan la presión de mercado tienen un monto significativo de activos en otros países de la región de economías avanzadas de Europa (Irlanda), economías emergentes de Europa y América Latina (España).

Si la aversión mundial al riesgo aumentara significativamente, la vulnerabilidad más generalizada sería un factor que determinaría de manera crucial el grado en que los países se ven afectados. Si se tiene en cuenta la exposición externa total frente a los bancos, no solo frente a los de la zona del euro, la posibilidad de que las vulnerabilidades sean más amplias es mucho mayor, especialmente en otras economías avanzadas de Europa, pero también en las economías avanzadas de Asia y de América del Norte. Si se consideran los indicadores más amplios, las economías emergentes de Europa y la CEI parecen especialmente vulnerables (gráfico 2.SE.3). A pesar de la fuerte disminución de los déficits en cuenta corriente, estas economías tienen importantes necesidades de financiamiento externo y bajos niveles de cobertura de reservas de la deuda

¹⁶El indicador ajustado propuesto por Cerutti, Claessens y McGuire (2011) incluye dos correcciones que se compensan parcialmente. Por una parte, al restar los activos externos financiados con depósitos locales se reduce el nivel de la exposición. Por otro lado, el indicador incluye las obligaciones fuera del balance (como las líneas de crédito no utilizadas y las garantías de crédito comercial) a fin de detectar la exposición máxima.

a corto plazo y del déficit en cuenta corriente. Una proporción importante de la deuda pública depende del financiamiento externo, y las necesidades de financiamiento fiscal son notables en varias de estas economías. Por último, la proporción de préstamos denominados en moneda extranjera es alta en estos países, lo que podría tener importantes efectos negativos en los balances del sector privado si aumenta la presión sobre el tipo de cambio y podría exponer a los bancos al riesgo cambiario indirecto. La región de OMNA también muestra cierto grado de vulnerabilidad, debido a las voluminosas necesidades de refinanciación interna del sector público en algunas economías, lo que podría ser problemático si las fuentes internas de financiamiento público, como los bancos, se ven afectadas por la crisis de la zona del euro. Aunque las necesidades de refinanciación externa también son muy importantes, la mayoría de las economías de la región mantienen abundantes reservas internacionales.

En términos más generales, el riesgo es mayor porque el margen de maniobra para adoptar políticas es mucho más limitado que durante el desapalancamiento posterior a la quiebra de Lehman, cuando se recurrió a inyecciones masivas de liquidez y a programas de recapitalización que proporcionaron amplio margen de maniobra fiscal y ampliaron el campo para la intervención de los bancos centrales.

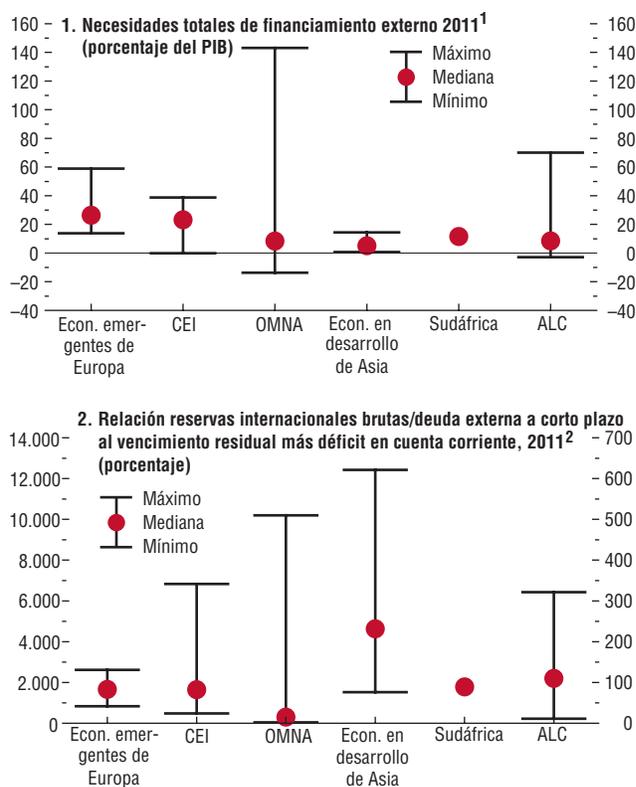
¿Hasta dónde ha llegado el desapalancamiento?

Según los datos consolidados del BPI, que muestran el desapalancamiento transfronterizo de los bancos, los bancos de la zona del euro redujeron sus activos externos (ajustados) un 3% durante el tercer trimestre de 2011 (el último período de datos disponible). En términos generales, los activos externos de los bancos a nivel mundial disminuyeron solamente un ½%, gracias a que esta reducción se vio compensada en parte por los bancos de América del Norte y Japón (gráfico 2.SE.4)¹⁷. La reducción global hasta la fecha es pequeña en comparación con la crisis de 2008, cuando los activos externos a nivel mundial cayeron alrededor

¹⁷Basado en los activos externos consolidados del BPI en términos de riesgo último, ajustados por el tipo de cambio e interrupciones en las series (Cerutti, 2012).

Gráfico 2.SE.3. Vulnerabilidades regionales

Las economías emergentes de Europa y la Comunidad de Estados Independientes (CEI) también muestran vulnerabilidades externas más amplias, que podrían hacerlas más vulnerables si la aversión al riesgo aumentara considerablemente.



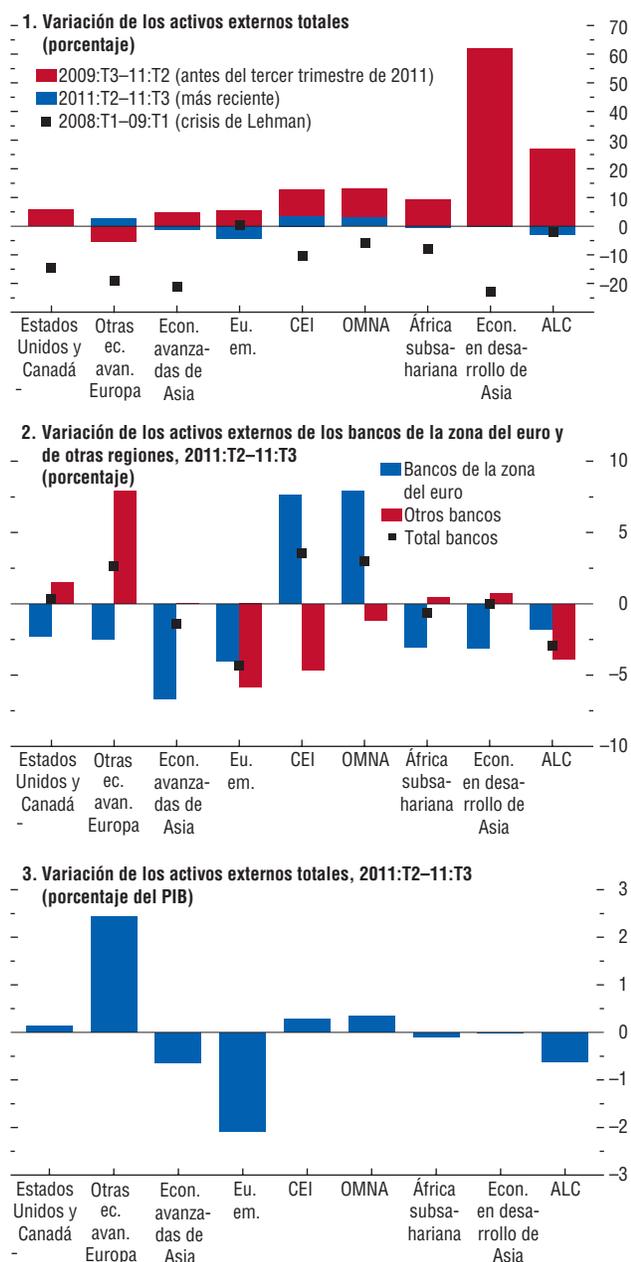
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ALC: América Latina y el Caribe. CEI: Comunidad de Estados Independientes. OMNA: Oriente Medio y Norte de África.

²OMNA: escala de la izquierda; otras regiones: escala de la derecha.

Gráfico 2.SE.4. Evolución de los activos externos de los bancos ajustados en el tiempo¹

Desde junio de 2011, se ha producido una contracción de los activos externos a escala mundial que afecta a varias regiones emergentes pero también a las economías avanzadas de Asia. Además de las reducciones de los activos de los bancos de la zona del euro, varias economías emergentes se han visto afectadas por salidas de fondos de los bancos no pertenecientes a la zona del euro, mientras que las economías avanzadas han recibido entradas de fondos de estos bancos.



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Basado en los activos externos consolidados del BPI en términos de riesgo último, ajustados por el tipo de cambio e interrupciones en las series (Cerutti, 2012). ALC: América Latina y el Caribe; CEI: Comunidad de Estados Independientes; Economías avanzadas de Asia: Australia, Corea, Japón, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur; Eu. em.: economías emergentes de Europa; OMNA: Oriente Medio y Norte de África; Otras economías avanzadas de Europa (Otras ec. avan. Europa): Dinamarca, Islandia, Israel, Noruega, la República Checa, el Reino Unido, Suecia y Suiza.

de 20% (aunque esa contracción se produjo a lo largo de varios trimestres). Pero desde junio de 2011 la reducción de activos externos ha afectado a otras regiones que no forman parte de la zona del euro, especialmente a las economías emergentes de Europa, ALC, AS y las economías avanzadas de Asia¹⁸. Además de la reducción de los activos de los bancos de la zona del euro, varios mercados emergentes se han visto afectados por las salidas de fondos de bancos que no forman parte de la zona del euro, mientras que las economías avanzadas han experimentado entradas de este tipo de financiamiento, lo que podría indicar un aumento de la aversión mundial al riesgo¹⁹. Los activos externos totales de los bancos se redujeron 2 puntos porcentuales del PIB en las economías emergentes de Europa y 0,6 puntos porcentuales de PIB en América Latina y el Caribe y las economías avanzadas de Asia²⁰. Además, los bancos de la zona del euro endurecieron los criterios para la concesión de préstamos durante el tercer y cuarto trimestres de 2011, lo que refleja el difícil acceso al financiamiento de mercado así como el debilitamiento de la actividad económica. Además, se prevé un mayor endurecimiento de estos criterios a principios de 2012.

Las condiciones crediticias generales en las diversas regiones (incluido el desapalancamiento de los bancos nacionales) se deterioraron considerablemente en los mercados emergentes durante el tercer y cuarto trimestres de 2011. Las mayores reducciones correspondieron a las economías emergentes de Europa, África y Oriente Medio. Los datos sobre el crecimiento del crédito real al sector

¹⁸Si bien el análisis se centra en regiones amplias, el impacto del desapalancamiento ha sido heterogéneo en algunas regiones. Los efectos específicos de cada país han sido y seguirán siendo cruciales.

¹⁹Sin embargo, los datos más recientes sobre los flujos de fondos hacia los mercados emergentes indican que la aversión mundial al riesgo ha vuelto a disminuir.

²⁰La mayor reducción de los activos corresponde al sector privado no bancario. Sin embargo, dado que los datos están consolidados por grupo bancario, pueden reflejar una caída de los préstamos a las filiales que se utilizaron para la concesión de préstamos al sector no bancario. Los activos de los bancos (no afiliados) se han reducido hasta el momento principalmente en Europa, pero no mucho en otras regiones. Los activos frente al sector público se han reducido considerablemente en las economías emergentes de América Latina y Europa.

privado no muestran aún una variación significativa de la tendencia, pero existe un rezago en el registro de estos datos²¹. El deterioro de las condiciones de financiamiento de los mercados internacionales es una de las principales razones del endurecimiento, y la mayoría de los países declarantes en todas las regiones lo atribuyeron al menos en parte a las tensiones financieras en la zona del euro²². También se observó cierto endurecimiento en las principales economías avanzadas (Japón, Reino Unido, Estados Unidos). Las tensiones de financiamiento en dólares de EE.UU. fueron aumentando desde el verano, pero cuando los seis principales bancos centrales decidieron en noviembre reducir la tasa de interés de las líneas de *swap* en dólares y ampliar estos servicios de *swap* hasta el 1 de febrero de 2013, las tensiones se aliviaron en cierta medida. Después de las perturbaciones en la zona del euro, los diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor de bancos en todo el mundo también aumentaron en otoño de 2011, aunque se han reducido en cierta medida recientemente.

También se observaron indicios de presión sobre el financiamiento del comercio, aunque esta parece manejable hasta el momento. Las encuestas de financiamiento del comercio internacional indican un deterioro de las condiciones de la oferta debido a las restricciones financieras (menos crédito o liquidez disponible en los bancos de contraparte y menos crédito de instituciones financieras internacionales), lo que refleja al menos en parte el desapalancamiento de los bancos de la zona del euro²³. Pero hasta el momento el impacto ha sido mayor sobre el precio que sobre el volumen porque otros bancos han llenado este vacío²⁴.

²¹El crecimiento del crédito sigue siendo elevado en la mayoría de los mercados emergentes (excepto en las regiones de OMNA y África subsahariana) y débil o negativo en la mayoría de las economías avanzadas (excepto en otras economías avanzadas de Asia).

²²Encuesta sobre las condiciones del crédito bancario en los mercados emergentes (*Survey of Emerging Markets Bank Lending Conditions*) del Instituto de Finanzas Internacionales.

²³Encuesta sobre las condiciones del crédito bancario en los mercados emergentes (*Survey of Emerging Markets Bank Lending Conditions*) del Instituto de Finanzas Internacionales y el estudio ICC-IMF Snapshot de enero de 2012.

²⁴También existe más inquietud por el financiamiento del comercio y de proyectos a largo plazo, al que ya no puede accederse a través del mercado de crédito de consorcios. Es difícil para

Por último, las emisiones en los mercados de bonos y acciones —una alternativa al crédito bancario— se han debilitado en general, pero los datos más recientes sobre los flujos de fondos hacia los mercados emergentes muestran un fuerte aumento de las entradas de flujos en los últimos meses, lo que indica que la aversión mundial al riesgo posiblemente se haya reducido (véase el capítulo 1).

¿Cuál es el impacto sobre el crecimiento?

El impacto de la reducción del crédito bancario sobre el crecimiento depende de varios factores: 1) el grado en que el crédito bancario puede sustituirse por otras fuentes de financiamiento, 2) la evolución de la demanda de crédito, y 3) el margen de maniobra de las distintas regiones para adoptar políticas para hacer frente al endurecimiento de las condiciones financieras. Con respecto a la sustitución del crédito bancario por otras fuentes de financiamiento, aunque probablemente es difícil compensar totalmente este tipo de crédito (véase más arriba), pueden utilizarse otras fuentes de financiamiento para cerrar gran parte de la brecha. En muchos países, los sistemas financieros internos parecen, en promedio, bien capitalizados y podrían cubrir las deficiencias²⁵. En general, los países con un sólido crecimiento interno probablemente estén en mejores condiciones para sustituir un tipo de financiamiento por otro gracias a la solidez de sus sectores bancario y empresarial. Los mercados de bonos y acciones podrían sustituir a los préstamos bancarios en las economías avanzadas, pero en los mercados emergentes, estos mercados son aún pequeños en comparación con el tamaño de la economía. La posibilidad de sustituir una fuente por

los nuevos agentes entrar en este mercado debido a la complejidad de los contratos.

²⁵Los bancos parecen estar bien capitalizados en promedio en la mayoría de las regiones, con una relación de capital regulatorio de nivel 1/activos ponderados en función del riesgo muy superior al 9%, un alto rendimiento del capital (salvo en Estados Unidos y el Reino Unido), y niveles bajos de morosidad de la cartera de préstamos (salvo en las economías emergentes de Europa y algunas economías de la CEI). Sin embargo, esto no descarta los riesgos de inestabilidad financiera. Como hemos aprendido de la crisis, un puñado de instituciones financieras puede derribar todo el sistema financiero, aunque, en promedio, este sea sólido y saludable.

otra dependerá en gran medida de la aversión mundial al riesgo. Si el desapalancamiento de los bancos de la zona del euro causa un aumento sustancial de la aversión mundial al riesgo, probablemente se producirá una contracción más amplia de todas las fuentes de financiamiento.

El impacto del desapalancamiento de los bancos sobre el crecimiento también depende de la demanda de crédito. Por ejemplo, si los hogares o empresas excesivamente endeudados tratan de sanear sus balances, el desapalancamiento de los bancos no será tan restrictivo y posiblemente no agravará el deterioro del crecimiento más allá de lo que refleja la caída de la demanda de crédito. Por lo tanto, el debilitamiento de la demanda de crédito en algunas de las regiones más expuestas, como las economías emergentes de Europa y algunas economías avanzadas (zona del euro, Japón, el Reino Unido, Estados Unidos) podría mitigar el daño de una reducción de crédito en el crecimiento. En otros mercados emergentes, especialmente en Asia y América Latina, la demanda de crédito se mantiene en un nivel sólido, pero un crecimiento económico vigoroso podría generar fuentes adicionales de financiamiento que podrían ser una alternativa a los préstamos bancarios.

Por último, en aquellos países con suficiente margen de maniobra para adoptar políticas, las autoridades podrían contrarrestar parte del impacto de desapalancamiento flexibilizando la política fiscal o monetaria. En comparación con 2007, la posición fiscal de la mayoría de las regiones, medida por el saldo fiscal y la deuda pública, se ha deteriorado considerablemente, sobre todo en las economías avanzadas. En promedio, los niveles de déficit y de deuda siguen siendo moderados en los mercados emergentes, pero algunas economías (por ejemplo, las economías emergentes de Europa y la CEI) no disponen de margen de maniobra fiscal y probablemente tendrán que endurecer la política fiscal si entran en un nuevo período contractivo debido a las presiones de financiamiento fiscal. Las economías avanzadas (zona del euro, Japón, el Reino Unido, Estados Unidos) ya mantienen tasas de interés muy bajas y están cerca o han llegado al límite de cero para suavizar las condiciones monetarias. El margen de maniobra para la aplicación de una política monetaria más laxa

también podría verse limitado en algunas economías de mercados emergentes que sufren presión inflacionaria (India, Indonesia, Corea) o donde la anterior expansión del crédito aún sigue su curso (China). Sin embargo, en estas economías la reducción del crédito ayudaría a mitigar las presiones de sobrecalentamiento.

Simulaciones de los efectos de desapalancamiento

Para ilustrar el impacto potencial del desapalancamiento de los bancos en el crecimiento en las distintas regiones del mundo, utilizamos el escenario base sobre el desapalancamiento de los bancos europeos explicado en *GFSR*. Este escenario incluye 1) las presiones de financiamiento contrarrestadas en parte mediante las dos operaciones de financiación a plazo más largo del BCE; 2) un coeficiente de capital básico de nivel 1 del 9% para junio de 2012; 3) los planes de desapalancamiento anunciados; 4) los avances para alcanzar el coeficiente de financiación estable impuesto por Basilea III; y 5) un sesgo nacional: es decir, el desapalancamiento de los bancos ocurre primero fuera de la Unión Europea, luego en la Unión Europea pero no en el país de origen, y por último en el país de origen. En este escenario, más del 50% de la reducción del crédito de los bancos de la zona del euro tiene lugar fuera de la zona del euro, y fuera de la zona del euro las mayores caídas como porcentaje del PIB se observan en el grupo que incluye a las economías emergentes de Europa, la CEI y otras economías en desarrollo (específicamente, las regiones de OMNA y AS) (gráfico 2.SE.5). Estos niveles de desapalancamiento se presentan en relación con un escenario sin desapalancamiento. Es muy probable que los bancos ya hubieran programado cierto desapalancamiento antes de septiembre de 2011, lo que coincide las proyecciones de bajo crecimiento presentadas por el personal técnico del FMI; parte de este desapalancamiento probablemente fue impulsado por los acontecimientos registrados desde septiembre.

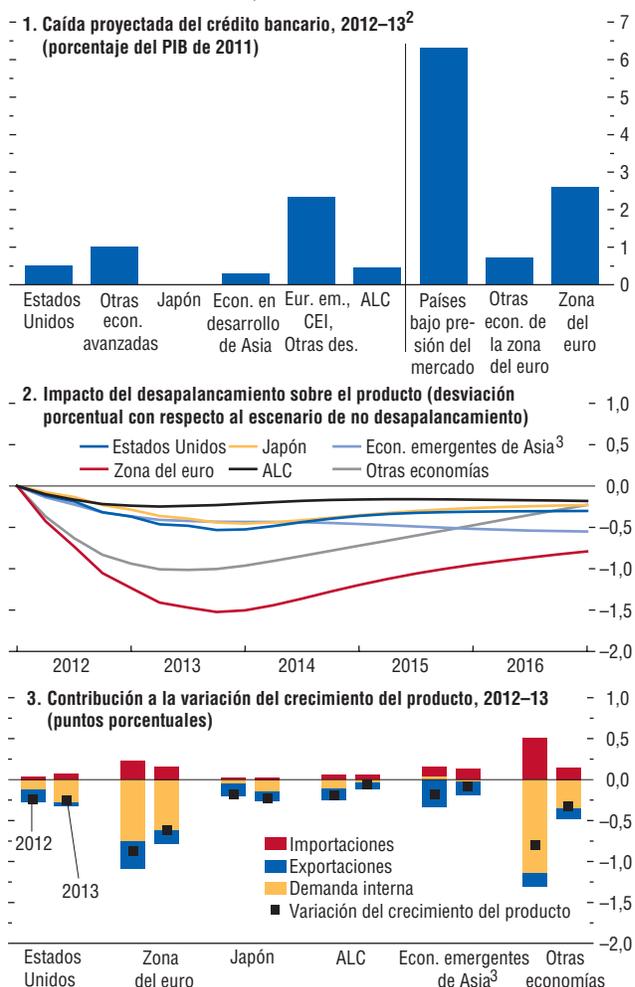
El impacto del desapalancamiento se simula utilizando el Modelo Económico Mundial del FMI, un modelo trimestral de equilibrio general dinámico y estocástico. En esta simulación, la reducción del

crédito bancario regional calculado en el escenario de *GFSR* se calibra a través de un aumento del diferencial corporativo de la región²⁶. Cabe señalar que las simulaciones del modelo tienen algunas limitaciones, lo que sugiere que las estimaciones probablemente representan los límites superiores de los posibles efectos de la variación de la oferta de crédito en el crecimiento económico: 1) El modelo no incluye la sustitución por otras fuentes de financiamiento, incluidos los bancos internos. 2) Las simulaciones no pueden distinguir entre la oferta y la demanda de crédito; por lo tanto, tal vez sobrestimen el impacto de la variación de la oferta de crédito en ciertas regiones. 3) La respuesta de política monetaria en la zona del euro, Japón y Estados Unidos se ve restringida por el límite de cero en las tasas de interés nominales y no tiene en cuenta la posibilidad de una nueva expansión cuantitativa en el contexto de un escenario a la baja. El mayor efecto del desapalancamiento corresponde a la zona del euro, con reducciones del crecimiento de 0,9 y 0,6 puntos porcentuales, respectivamente, en 2012 y 2013. Fuera de la zona del euro, Estados Unidos, Japón, las economías emergentes de Asia y América Latina solo se ven ligeramente afectadas, sobre todo a través de la disminución de las exportaciones debido a la reducción del crecimiento en la zona del euro. El crecimiento en otras economías (que incluye las economías emergentes de Europa, la CEI y las regiones de OMNA y AS) se ve más afectado, especialmente en 2012 (en alrededor de 0,8 puntos porcentuales). El modelo no proporciona estimaciones para las economías emergentes de Europa, pero las estimaciones de regresión sugieren que el efecto del desapalancamiento en el creci-

²⁶El modelo se calibra para reflejar las estimaciones existentes, lo que sugiere que una contracción del 1% del crédito reduce el crecimiento en alrededor de 0,35 puntos porcentuales. Las estimaciones corresponden a la zona del euro, las economías emergentes de Europa y Estados Unidos, pero se utiliza un coeficiente similar para todas las regiones. Un supuesto importante en el que se basan las simulaciones es que la respuesta de política monetaria a la desaceleración en la zona del euro, Japón y Estados Unidos se ve restringida por el límite de cero de las tasas de interés nominales. Este límite es especialmente perjudicial para el crecimiento en Estados Unidos (en comparación con Japón y la zona del euro) debido a la gran flexibilidad de los precios: la caída de precios debido a la desaceleración de la actividad empuja al alza las tasas de interés reales, lo que reduce aún más la actividad.

Gráfico 2.SE.5. Impacto potencial del desapalancamiento de los bancos de la zona del euro en el crecimiento¹

Si no se produce un aumento considerable de la aversión al riesgo, el impacto del desapalancamiento en el crecimiento es muy moderado, salvo en los países de la zona del euro que soportan presión del mercado y en el grupo de otras economías (que incluye la CEI, las economías emergentes de Europa, OMNA y África subsahariana). Parte de este desapalancamiento ya estaba programado y en curso antes del otoño de 2011. Se trata de estimaciones máximas. De hecho, el modelo no tiene en cuenta el hecho de que otras fuentes de financiamiento, incluidos los bancos nacionales de algunos países que no pertenecen a la zona del euro, están compensando algunos de estos efectos; no diferencia entre oferta de crédito y demanda de crédito; y que las economías avanzadas podrían aplicar nuevas medidas no convencionales de expansión monetaria si se debilita el crecimiento.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Basado en el escenario de base del informe *GFSR* sobre el desapalancamiento de los bancos de la zona del euro.

²La reducción proyectada de la oferta de préstamos bancarios corresponde a los 58 bancos de la UE incluidos en el ejercicio de desapalancamiento bancario del informe *GFSR* (escenario base). En el caso de la zona del euro, y de cuatro de las economías del grupo de otras economías avanzadas (Dinamarca, el Reino Unido, la República Checa, Suecia), también incluye la reducción proyectada de la oferta de préstamos bancarios de otros bancos nacionales dentro de la economía. ALC: América Latina y el Caribe; CEI: Comunidad de Estados Independientes; Eur. em.: economías emergentes de Europa; Otras economías avanzadas: Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Islandia, Israel, Noruega, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, la República Checa, el Reino Unido, Suecia, Suiza y Singapur; Otras economías en desarrollo (Otras des.): Oriente Medio y Norte de África, y África subsahariana; Otras economías en la zona del euro: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovenia, Estonia, Finlandia, Francia, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y la República Eslovaca; Países bajo presión del mercado: España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

³Economías emergentes de Asia: Economías en desarrollo de Asia y Corea, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur.

miento también sería de 0,7 puntos porcentuales²⁷. Por lo tanto, en general, el impacto del desapalancamiento de los bancos de la zona del euro sería relativamente moderado, salvo en Europa.

Implicaciones para la formulación de políticas

Las autoridades han tomado medidas para mitigar el impacto previsto del desapalancamiento de los bancos de la zona del euro y deberían estar dispuestas a redoblar sus esfuerzos si es necesario, tanto en la zona del euro como en el resto del mundo. En el caso de la zona del euro, el suministro continuo de abundante liquidez a corto y a más largo plazo por el BCE es esencial para un proceso de desapalancamiento fluido. Dadas las actuales condiciones muy desfavorables del mercado para obtener capital privado, el aumento del financiamiento público para inyectar capital en los bancos reduciría el riesgo de contracción del crédito. Lograr que el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera sea más atractivo y eficaz para la recapitalización de los bancos y garantizar que cuente con un financiamiento adecuado sería especialmente útil para las economías sujetas a presiones del mercado, pero también podría ser ventajoso para otras economías (dada la estrecha vinculación

²⁷Las regresiones estimadas corresponden a las del capítulo 4 de la edición de octubre de 2011 de las perspectivas económicas regionales de Europa (*Regional Economic Outlook: Europe*).

de los sistemas financieros y las economías reales en la zona del euro). Si el coeficiente de capital básico de nivel 1 del 9% impulsa un rápido proceso de desapalancamiento, tal vez será necesario dar a los bancos mayor flexibilidad para reconstituir sus reservas de capital.

Las autoridades económicas del resto del mundo deberían estar preparadas para mitigar el impacto del desapalancamiento de los bancos de la zona del euro en el crecimiento implementando políticas fiscales y monetarias más laxas, siempre que exista margen de maniobra para adoptar políticas. Las autoridades también deberían estar dispuestas a suministrar liquidez de apoyo al sistema bancario en caso de necesidad. Estas opciones comprenden desde las líneas de *swap* con la Reserva Federal para aliviar la escasez de dólares en los países que actualmente no disponen de esta moneda, hasta acuerdos regionales de mancomunación de recursos, la utilización del elevado saldo de reservas externas (en algunas economías) y garantías de depósito reforzadas. Es preciso alentar a los bancos insuficientemente capitalizados a aumentar sus reservas de capital. Por último, las autoridades deberían asegurarse de que la oferta de crédito se mantenga para los agentes afectados por el racionamiento del crédito (pequeñas y medianas empresas, hogares) y para el financiamiento del comercio, posiblemente interviniendo en los programas públicos cuando sea necesario, sin crear distorsiones en la asignación del crédito.

Recuadro 2.1. Vinculaciones Este-Oeste y efectos de contagio en Europa

La integración económica y financiera regional entre Europa oriental y occidental ha avanzado rápidamente desde la caída del Telón de Acero¹. Como resultado, los efectos de contagio regionales también han aumentado. Fueron prominentes durante la crisis de 2008–09 y en otoño de 2011, cuando la crisis de la zona del euro se intensificó. En este recuadro se examina la evolución reciente de la integración y se analizan los efectos de contagio entre Europa oriental y Europa occidental.

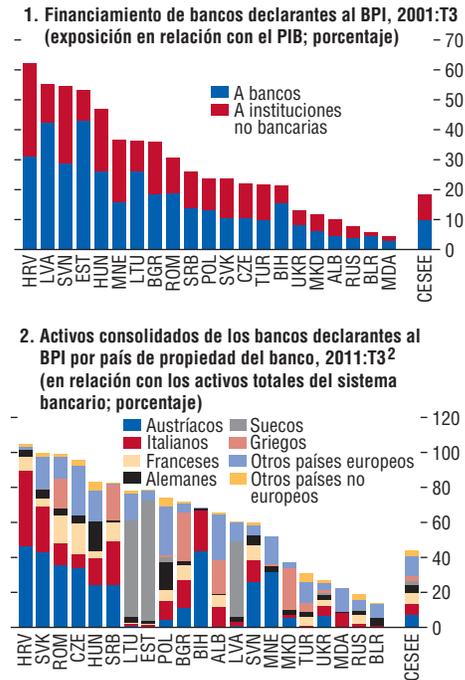
La integración económica y financiera regional entre Europa oriental y occidental se ha intensificado en muchos ámbitos. Dos características principales son la integración del sector bancario y la creación de cadenas de producción en el contexto de una mayor integración general del comercio.

- El sector financiero de Europa oriental está cada vez más integrado con el sector bancario de Europa occidental a través de la propiedad y el financiamiento. Gran parte del sistema bancario de la región es ahora propiedad de los bancos de Europa occidental, particularmente por las casas matrices de los bancos con sede en Austria, Francia e Italia. Durante los años de auge antes de la crisis, las casas matrices de los bancos aumentaron el financiamiento a sus filiales y la concesión directa de crédito transfronterizo a entidades no bancarias. Como resultado, los bancos declarantes al Banco de Pagos Internacionales (BPI), cuya sede se encuentra en la mayoría de los casos en Europa occidental, tienen ahora una cuota de mercado considerable en Europa oriental. Sus activos representan más de la mitad del total de activos del sistema bancario en varias economías (gráfico 2.1.1).
- La integración del comercio exterior ha crecido rápidamente. Para Europa occidental, Europa oriental es el mercado de exportación más dinámico. Las exportaciones a este mercado aumentaron de poco menos del 1% del PIB en 1995 a alrededor del 3¼% en 2010. Estas superan ahora

Los autores de este recuadro son Bas B. Bakker, Phakawa Jeasakul y Yuko Kinoshita.

¹En este recuadro “Europa oriental” corresponde a los países de Europa central, oriental y sudoriental; “Europa occidental” corresponde a la zona del euro, Dinamarca, Islandia, Noruega, el Reino Unido, Suecia y Suiza.

Gráfico 2.1.1. Europa oriental: Vinculaciones financieras con Europa occidental¹



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales (BPI), estadísticas bancarias por localidades y consolidadas (cuadros 6A, 6B, 9B), y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ALB: Albania; BGR: Bulgaria; BLR: Belarús; BIH: Bosnia y Herzegovina; CZE: la República Checa; ECOS: Europa central, oriental y sudoriental; EST: Estonia; HRV: Croacia; HUN: Hungría; LTU: Lituania; LVA: Letonia; MDA: Moldova; MKD: la ex República Yugoslava de Macedonia; MNE: Montenegro; POL: Polonia; ROM: Rumanía; RUS: Rusia; SRB: Serbia; SVK: la República Eslovaca; SVN: Eslovenia; TUR: Turquía; UKR: Ucrania.

²El gráfico inferior se elabora utilizando las estadísticas bancarias consolidadas del BPI, que muestran el saldo de activos brutos de propiedad de bancos que declaran datos al BPI en cada uno de los países de ECOS. Estos activos pueden financiarse internamente (por ejemplo, con depósitos internos), a través de casas matrices de los bancos o en el mercado mayorista internacional. Si bien en muchos países de ECOS la integración financiera con Europa occidental se nota también en el alto volumen de financiamiento proveniente de casas matrices, en algunos otros países (por ejemplo, la República Checa, la República Eslovaca) los sistemas bancarios internos se financian mayoritariamente a partir de fuentes internas, a pesar de que la mayoría de los propietarios son grupos bancarios de Europa occidental.

a las de Asia o América. Por otro lado, Europa occidental es el principal mercado de exportación de Europa oriental, y las exportaciones a ese destino representan alrededor del 15% del PIB de la región.

Recuadro 2.1 (continuación)

- Las cadenas de producción transfronterizas se han multiplicado, especialmente en el sector automotriz. Las empresas alemanas en particular han relocalizado parte de su producción en esta región. Dentro de estas cadenas de producción, las economías de Europa oriental se han especializado en el montaje final, mientras que los componentes básicos se fabrican en Europa occidental. El saldo de la inversión extranjera directa en la región representa alrededor del 42% del PIB en promedio, procedente en su mayor parte de empresas de Europa occidental.

Dentro de estas tendencias generales, el grado de integración varía entre los distintos países. Europa central y los países bálticos son las regiones más interconectadas con Europa occidental. Europa sudoriental está menos integrada dado que tiene menos cadenas de producción transfronterizas y menos comercio exterior con Europa occidental.

Efectos de contagio por vía del crecimiento, el comercio y las finanzas

Dadas las estrechas vinculaciones, se reconoce desde hace tiempo que los shocks originados en Europa occidental pueden afectar a las economías de Europa oriental. Sin embargo, los efectos de contagio inversos también pueden ser importantes. El crecimiento de las exportaciones de Alemania durante los años previos a la crisis se vio impulsado por la fuerte demanda de Europa oriental, mientras que la profunda contracción en Europa oriental en 2009 exacerbó el período contractivo en Alemania². En los mercados financieros, los aumentos de los diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor de las casas matrices de los bancos austríacos a principios de 2009 reflejaban en parte su exposición a la crisis en algunos países europeos orientales.

Varios modelos empíricos confirman que los efectos de contagio sobre el crecimiento y el comercio exterior son importantes desde el punto de vista

²En 2003–08, las exportaciones alemanas a Europa central, oriental y sudoriental crecieron un 16% anual en términos reales, elevando las exportaciones totales del 6½% al 8¼%; en 2009, se redujeron un 26%, lo que agravó la contracción de las exportaciones alemanas del 12¼% al 16¼%.

cuantitativo, y que un shock en Europa occidental afecta a Europa oriental en una proporción de uno a uno³. En particular, el modelo de autorregresión vectorial, que conlleva, de manera implícita, efectos de contagio a través de muchos canales de transmisión, sugiere efectos secundarios aún mayores. Un shock sobre el crecimiento en Europa occidental tiene un efecto de uno a uno sobre el crecimiento en Europa oriental. En cambio, un shock sobre el crecimiento en Europa oriental no tiene ningún efecto significativo sobre el crecimiento en Europa occidental. Sin embargo, los efectos de un shock proveniente de Europa central sobre el crecimiento en Europa occidental son estadísticamente significativos, y la magnitud de los efectos de contagio es de aproximadamente una tercera parte.

Los modelos también confirman que los efectos de contagio financiero son importantes, y que el financiamiento proveniente de las casas matrices de los bancos afecta considerablemente al crédito y al crecimiento de la demanda interna en Europa oriental. El financiamiento proporcionado por los bancos europeos occidentales contribuyó 1½ puntos porcentuales al crecimiento anual del PIB de Europa oriental en 2003–08, cuando el crecimiento anual promedio ascendió a 6½%. El sector financiero y el del comercio también interactúan, dado que los shocks de los flujos financieros de Europa occidental a Europa oriental se sienten en los flujos comerciales. Según las estimaciones, 57 centavos de cada euro de financiamiento bancario de Europa occidental se gastó en importaciones provenientes de esa región.

Efectos de contagio de la crisis de la zona del euro

Hasta principios de septiembre de 2011, el impacto de la crisis de la zona del euro en Europa oriental fue poco significativo. Si bien los diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor de los países de la periferia de la zona del euro aumentaron gradualmente, los de Europa oriental se mantuvieron en el mismo nivel o se

³Los modelos se describen en el capítulo 4 de la edición de octubre de 2011 de las perspectivas económicas regionales de Europa (*Regional Economic Outlook: Europe*).

Recuadro 2.1 (continuación)

redujeron, a medida que la región se recuperó de la profunda recesión de 2008–09.

El panorama cambió cuando la crisis de la zona del euro se intensificó a finales del año pasado. Las vinculaciones bancarias Este-Oeste se convirtieron en un importante canal de transmisión. Los diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor se ampliaron para los grandes bancos europeos occidentales, lo que reflejó su notable presión sobre el financiamiento. Estos, a su vez, provocaron un considerable desapalancamiento de los balances, incluidos los activos en Europa oriental. Las estadísticas internacionales del BPI muestran que la exposición de los bancos europeos a la región se redujo casi 5% en el tercer trimestre de 2011, la mayor reducción trimestral desde la crisis de 2008–09. Los efectos de contagio del mercado financiero también fueron importantes. Los diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor de las entidades soberanas en la región aumentaron —la magnitud del incremento varió en función de la vulnerabilidad subyacente, y los de los bonos de Hungría fueron especialmente grandes— y las monedas se vieron sometidas a presión.

Debido a estos efectos de contagio, y a pesar del clima más favorable en la zona del euro, se prevé que el crecimiento en Europa oriental se desacelerará drásticamente este año, y los riesgos a la baja son notables. Estas perspectivas destacan

cómo la mayor integración económica y financiera y la posibilidad de que los efectos de contagio transfronterizos sean mayores plantean nuevos desafíos de política económica para las economías de Europa oriental. Una preocupación clave es que el financiamiento proveniente de las casas matrices de los bancos extranjeros podría verse limitado durante algún tiempo. Las medidas para respaldar el financiamiento bancario proveniente de fuentes internas, incluida la base de depósitos internos, podrían ayudar a facilitar una expansión adecuada del crédito empresarial y al consumo. La liquidez adecuada y la solvencia del sector bancario interno desempeñarán un importante papel para respaldar la confianza de los depositantes, así como las políticas orientadas a reducir los desequilibrios macroeconómicos y la vulnerabilidad. En comparación con 2008, algunos ámbitos de vulnerabilidad son menos importantes. Los elevados déficits en cuenta corriente ya no son un problema en la mayoría de las economías. Pero en otros ámbitos la vulnerabilidad aún es alta: los niveles de deuda externa en muchas economías siguen siendo elevados, y persiste el problema de la exposición en moneda extranjera de los balances. Además, han aparecido una serie de nuevas deficiencias —como el elevado nivel de morosidad de la cartera de préstamos y los abultados déficits fiscales— que solo se han resuelto de manera parcial.

Referencias

- Adrian, Tobias, Paolo Colla y Hyun Song Shin, 2012, “Which Financial Frictions? Parsing the Evidence from the Financial Crisis of 2007–09”, estudio presentado en la Reunión Anual de la American Economic Association, Chicago, enero.
- Cerutti, Eugenio, 2012, “Foreign Bank Default Exposures and Rollover Risks: Measurement, Evolution, and Determinants” (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , Stijn Claessens y Patrick McGuire, 2011, “Systemic Risks in Global Banking: What Available Data Can Tell Us and What More Data Are Needed”, IMF Working Paper 11/222 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Coady, David, Robert Gillingham, Rolando Ossowski, John Piotrowski, Shamsuddin Tareq y Justin Tyson, 2010, “Petroleum Product Subsidies: Costly, Inequitable, and Rising”, IMF Staff Position Note No. 10/05 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Diebold, Francis X., y Kamil Yilmaz, 2012, “Better to Give than to Receive: Predictive Directional Measurement of Volatility Spillovers”, *International Journal of Forecasting*, vol. 28, págs. 57–66.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2008, *International Financial Statistics*, Departamento de Estadística del FMI (Washington).
- , 2011, *Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/185 (Washington).
- Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal (BGFRS), 2012, “The U.S. Housing Market: Current Conditions and Policy Considerations” (Washington).

¿Es cierto que el endeudamiento de los hogares amplifica las desaceleraciones y resta ímpetu a las recuperaciones? Según estudios sobre economías avanzadas realizados en los últimos 30 años, los colapsos del mercado inmobiliario y las recesiones tienden a ser más graves y a durar más cuando los precede una mayor acumulación de deuda de los hogares. Estas tendencias coinciden con las predicciones de modelos teóricos recientes. Los estudios de casos indican que las políticas que los gobiernos emplean para abordar el problema de la deuda excesiva de los hogares pueden ayudar a evitar contracciones prolongadas de la actividad económica. En particular, programas audaces de reestructuración de la deuda de los hogares, como el que Estados Unidos aplicó en los años treinta y el que Islandia está llevando adelante en la actualidad, pueden reducir significativamente la carga que supone el reembolso de la deuda y el número de incumplimientos de pago y ejecuciones hipotecarias de los hogares. Por lo tanto, estas políticas pueden ayudar a evitar ciclos en que los incumplimientos de los hogares, las reducciones ulteriores de los precios de la vivienda y las contracciones adicionales del producto se refuerzan entre sí.

La deuda de los hogares se disparó en los años previos a la Gran Recesión. En las economías avanzadas, en los cinco años previos a 2007, la relación entre la deuda y el ingreso de los hogares aumentó 39 puntos porcentuales en promedio, a 138%. En Dinamarca, Irlanda, Islandia, Noruega y los Países Bajos, la deuda alcanzó máximos superiores al 200% del ingreso de los hogares. Y en economías emergentes como Estonia, Hungría, Letonia y Lituania el endeudamiento de los hogares también alcanzó máximos históricos. Como los precios inmobiliarios y el mercado bursátil experimentaron auges simultáneos, la relación entre la deuda y los activos de los hogares se mantuvo estable en términos generales, ocultando la exposición cada vez mayor de los hoga-

Los autores principales de este capítulo son Daniel Leigh (jefe del equipo), Deniz Igan, John Simon y Petia Topalova, con la colaboración de Edda Rós Karlsdóttir y Franek Rozwadowski y el apoyo de Shan Chen y Angela Espiritu. Christopher Carroll colaboró como asesor externo.

res a un descenso brusco de los precios de los activos (gráfico 3.1).

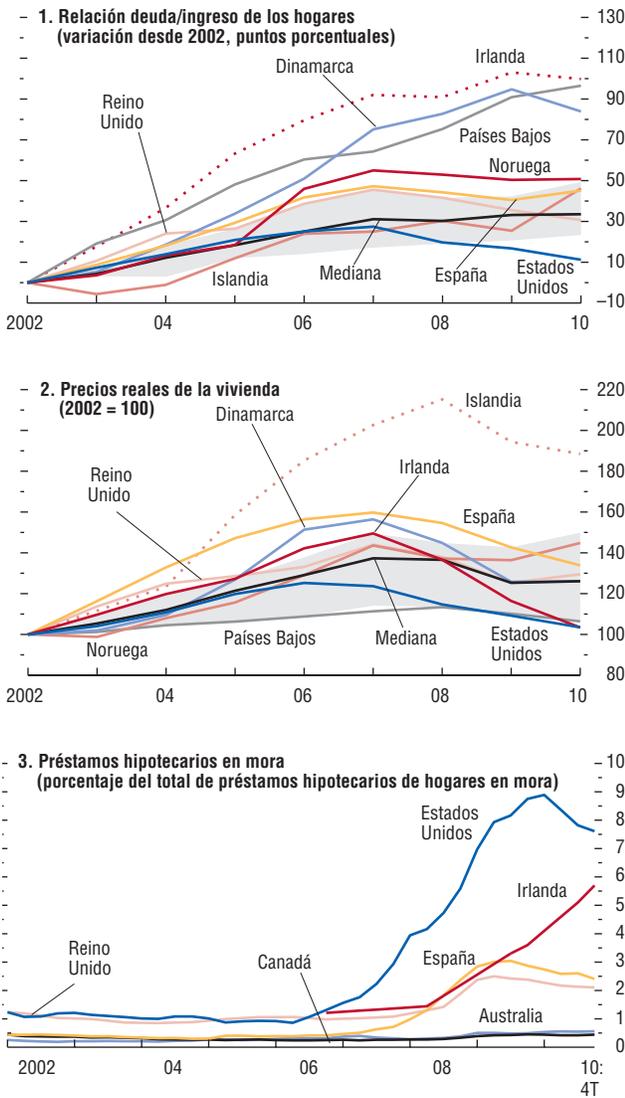
Cuando los precios inmobiliarios cayeron, provocando la crisis financiera mundial, la riqueza de muchos hogares se contrajo en relación con su nivel de deuda; y al disminuir el ingreso y aumentar el desempleo, a esos hogares se les hizo más difícil cumplir con los pagos de las hipotecas. Para finales de 2011, los precios reales de la vivienda habían descendido de sus niveles máximos, aproximadamente un 41% en Irlanda, un 29% en Islandia, un 23% en España y Estados Unidos y un 21% en Dinamarca. Los incumplimientos de los hogares, las hipotecas con patrimonio negativo (es decir, aquellas cuyo valor supera el valor del inmueble), las ejecuciones hipotecarias y las ventas forzadas son ahora fenómenos endémicos en varias economías. El despalancamiento de los hogares, debido al reembolso o al incumplimiento de las deudas, ha empezado en algunos países. El proceso ha sido más marcado en Estados Unidos, donde alrededor de dos tercios de la reducción de la deuda se debe a incumplimientos (McKinsey, 2012).

¿Cómo incide esto en la evolución de la economía? Según algunos estudios, los niveles de deuda bruta total de muchas economías son excesivos y tienen que disminuir¹. Por ejemplo, dos informes influyentes de McKinsey (2010, 2012) hacen hincapié en que para “allanar el camino” para el crecimiento económico, las economías avanzadas tienen que revertir el aumento de la deuda bruta total. Pero otros estudios hacen pensar que el aumento reciente de la deuda no es necesariamente un motivo de preocupación. Por ejemplo, Fatás (2012) sostiene que los estudios de McKinsey, al centrar la atención en la deuda bruta, arrojan resultados “muy engañosos”, ya que lo que reviste importancia para los países es la riqueza neta y

¹La deuda soberana aumentó bruscamente en las economías avanzadas a raíz de la crisis, y la deuda bruta general ha llegado a niveles no registrados en 50 años.

Gráfico 3.1. Deuda de los hogares, precios inmobiliarios y préstamos hipotecarios en mora; 2002–10

La deuda de los hogares y los precios de la vivienda se dispararon en los años previos a la Gran Recesión. Cuando los precios inmobiliarios cayeron, desencadenando la crisis financiera mundial, los préstamos hipotecarios en mora de los hogares aumentaron drásticamente en varias economías.



Fuentes: Eurostat; Haver Analytics; Banco de la Reserva Federal de Nueva York; Banco de la Reserva de Australia; Banco de España; Consejo de Prestamistas de Hipotecas del Reino Unido; Banco Central de Irlanda; capítulo 3 de la edición de abril de 2011 del informe *GFSR*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las áreas sombreadas en los paneles 1 y 2 denotan el rango intercuartílico de las variaciones de la relación deuda/ingreso de los hogares desde 2002 y del índice de precios reales de la vivienda, respectivamente. Los préstamos en mora son préstamos con atrasos de más de 90 días.

no la deuda bruta². Un nivel alto de endeudamiento del sector privado como proporción de la economía también suele interpretarse como una señal de desarrollo financiero, que a su vez es beneficioso para el crecimiento a largo plazo (véase, por ejemplo, Rajan y Zingales, 1998). Del mismo modo, Krugman (2011) señala que como la deuda bruta es “(en su mayor parte) dinero que nos debemos a nosotros mismos”, su importancia no resulta obvia, pero advierte asimismo que la deuda bruta puede convertirse en un problema. En general, no existe una opinión generalizada en torno a si la deuda bruta puede refrenar la actividad económica y a través de qué mecanismos.

Para contribuir al debate sobre la deuda bruta, en este capítulo la atención se centra en el sector de los hogares. Estudios anteriores se han enfocado más en el proceso de desapalancamiento de otros sectores³. Concretamente, se abordan las siguientes cuestiones:

- ¿Cuál es la relación entre la deuda de los hogares y la profundidad de las desaceleraciones económicas? ¿Tienen a ser más graves los colapsos que están precedidos de mayores acumulaciones de deuda bruta de los hogares?
- ¿Por qué podría llegar a ser un problema la deuda bruta de los hogares? ¿Cuáles son los mecanismos teóricos a través de los cuales la deuda bruta y el desapalancamiento de los hogares pueden desacelerar la actividad económica?⁴
- ¿Qué pueden hacer los gobiernos para apoyar el crecimiento cuando la deuda de los hogares se convierte en un problema? En particular, ¿qué políticas han servido para reducir el sobreendeudamiento de los hogares y evitar incumplimientos de los hogares, ejecuciones hipotecarias y ventas

²Para ilustrar este argumento, Fatás (2012) menciona el caso de Japón, cuya razón deuda bruta/PIB es excepcionalmente alta, pero donde, debido a varios años de superávits en cuenta corriente, la economía es un *acreedor* neto frente al resto del mundo. Del mismo modo, el elevado saldo de la deuda pública bruta de Japón está vinculado a grandes activos en manos del sector privado.

³Por ejemplo, véase el capítulo 3 de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*, en donde se analizan las implicaciones del desapalancamiento soberano (consolidación fiscal). Dado que el desapalancamiento de los distintos sectores —hogares, bancos, empresas y entidades soberanas— tiene una incidencia particular en la actividad económica, conviene estudiar cada uno individualmente.

⁴Una pregunta conexas es qué nivel de endeudamiento de los hogares es óptimo, pero ese análisis va más allá del alcance de este capítulo.

forzosas innecesarias? ¿Cuán eficaces han sido las iniciativas recientes?⁵

Para responder a estas preguntas, primero se realiza un análisis estadístico de la relación entre la deuda de los hogares y la profundidad de las desaceleraciones económicas. El objetivo es proporcionar indicios razonables acerca de la relación en lugar de establecer causalidad. Centramos la atención en los colapsos del mercado inmobiliario, dado el importante papel que desempeñó ese mercado como detonante de la Gran Recesión, pero también consideramos las recesiones en términos más generales. Posteriormente examinamos las razones teóricas por las que la deuda de los hogares podría frenar la actividad económica. Por último, a partir de ciertos estudios de casos investigamos qué políticas gubernamentales han servido para abordar eficazmente el problema del endeudamiento excesivo de los hogares. Los episodios estudiados son los casos de Estados Unidos en los años treinta y en la actualidad; Hungría e Islandia en la actualidad, Colombia en 1999 y los países escandinavos a comienzos de la década del noventa. En cada caso hubo un colapso del mercado inmobiliario que estuvo precedido o acompañado de un aumento sustancial de la deuda de los hogares, pero las respuestas en materia de política económica fueron muy diferentes.

Las conclusiones básicas del capítulo son las siguientes:

- Los colapsos del mercado inmobiliario precedidos de mayores acumulaciones de la deuda bruta de los hogares están vinculados a contracciones significativamente más marcadas de la actividad económica. Las reducciones del consumo de los hogares y del PIB real son considerablemente más grandes, el desempleo aumenta más y la desaceleración de la actividad económica persiste por lo menos cinco años. En el caso más general de las recesiones se

⁵No se investigan qué políticas pueden ayudar a impedir una acumulación excesiva de deuda de los hogares antes de un colapso, tema que se aborda en otros estudios. Estos dos conjuntos de políticas no son mutuamente excluyentes. Por ejemplo, las políticas que impiden una acumulación excesiva de deuda de los hogares durante un auge pueden paliar las consecuencias de un colapso. Véanse Crowe *et al.* (2011), el capítulo 3 de la edición de septiembre de 2011 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report, GFSR*) y Dell'Ariccia *et al.* (de próxima publicación), donde se analizan políticas diseñadas para evitar auges de los precios inmobiliarios y para contener el crecimiento acelerado de la deuda del sector privado.

observa una tendencia similar: las recesiones que están precedidas de aumentos más importantes de la deuda de los hogares son más graves.

- Las mayores desaceleraciones de la actividad económica no son sencillamente un reflejo de los mayores descensos de los precios inmobiliarios y de la consiguiente destrucción de la riqueza de los hogares. Aparentemente lo que explica la gravedad de la contracción es la *combinación* de reducciones de los precios de la vivienda con un proceso de apalancamiento antes del colapso. En particular, la reducción del consumo de los hogares es más de cuatro veces mayor que la reducción que podría atribuirse a la caída de precios de la vivienda en las economías con alto nivel de deuda. Y la mayor contracción tampoco es tan solo resultado de las crisis financieras. La relación entre la deuda de los hogares y la disminución del consumo también se observa en las economías que no sufrieron una crisis bancaria alrededor del mismo tiempo del colapso del mercado inmobiliario.
- Las políticas macroeconómicas son una herramienta crucial para evitar contracciones excesivas de la actividad económica durante episodios de desapalancamiento de los hogares. Por ejemplo, el relajamiento de la política monetaria en las economías en donde las hipotecas suelen tener tasas de interés variables, como los países escandinavos, puede reducir rápidamente los pagos de las hipotecas y evitar los incumplimientos de los hogares. Del mismo modo, las transferencias fiscales a los hogares a través de redes de protección social pueden reforzar los ingresos de dichos hogares y mejorar su capacidad de servicio de la deuda, como también sucedió en los países escandinavos. Estas transferencias automáticas además pueden ayudar a evitar ciclos en los que el aumento de los incumplimientos, las disminuciones de los precios de la vivienda y las contracciones de la demanda agregada se refuerzan mutuamente. No obstante, el estímulo macroeconómico tiene sus límites. El tope inferior de cero al que están sujetas las tasas de interés nominales puede impedir que se efectúen recortes suficientes de las tasas y un alto nivel de deuda pública puede restringir el alcance de las transferencias financiadas mediante déficits.
- Las políticas gubernamentales destinadas a reducir el nivel de deuda de los hogares en relación con sus

activos y el servicio de la deuda en relación con la capacidad de reembolso de los hogares pueden —a un costo fiscal limitado— mitigar considerablemente la incidencia negativa del desapalancamiento de los hogares en la actividad económica. Concretamente, los programas de reestructuración de la deuda de los hogares que se diseñan bien y que se ejecutan con decisión, como el de Estados Unidos en los años treinta y el de Islandia en la actualidad, pueden reducir significativamente el número de incumplimientos de los hogares y ejecuciones hipotecarias. Al hacerlo, estos programas ayudan a evitar ciclos en los que la caída de los precios de la vivienda y la contracción de la demanda agregada se refuerzan mutuamente.

En la primera sección de este capítulo se realiza un análisis estadístico para aclarar la relación entre el aumento de la deuda de los hogares durante un auge y la gravedad del colapso posterior. Además, se examinan estudios teóricos para determinar los canales a través de los cuales las variaciones de la deuda bruta de los hogares pueden incidir negativamente en la actividad económica. En la segunda sección se presentan estudios de casos sobre políticas gubernamentales que tienen por objeto mitigar los efectos negativos de la deuda de los hogares durante colapsos del mercado inmobiliario. En la última sección se analizan las implicaciones de nuestras conclusiones para las economías que se enfrentan a procesos de desapalancamiento de los hogares.

Cómo la deuda de los hogares puede frenar la actividad económica

En esta sección se esclarece cómo la deuda bruta de los hogares amplifica las desaceleraciones, para lo cual se analizan las experiencias de economías avanzadas en los últimos 30 años. Se examinan también las razones teóricas por las que la deuda bruta de los hogares puede agravar y prolongar las contracciones económicas.

Hechos estilizados: Deuda de los hogares y colapsos del mercado inmobiliario

¿Son los colapsos del mercado inmobiliario más severos cuando están precedidos de aumentos fuertes

de la deuda bruta de los hogares? Para responder a esta pregunta presentamos algunos hechos estilizados sobre lo que sucede cuando se produce un colapso del mercado inmobiliario en dos grupos de economías. El primer grupo experimenta un auge inmobiliario pero sin un aumento de deuda de los hogares. El otro grupo experimenta un auge inmobiliario y un aumento fuerte de la deuda de los hogares. Nos centramos en los colapsos del mercado inmobiliario en vista de lo frecuentes que fueron en las economías avanzadas durante la Gran Recesión⁶. Pero también presentamos resultados sobre las recesiones en general, ya sea que estén o no vinculadas a colapsos del mercado inmobiliario. Primero resumimos el desempeño de las diferentes economías durante la Gran Recesión, considerando la magnitud de la acumulación de la deuda de los hogares. Posteriormente empleamos un enfoque estadístico más preciso para analizar la experiencia histórica más general relacionada con colapsos del mercado inmobiliario y recesiones, y para diferenciar la incidencia de la deuda de los hogares de la incidencia de las crisis financieras y las reducciones de los precios inmobiliarios.

La Gran Recesión

La Gran Recesión fue especialmente severa en las economías cuyos hogares acumularon un mayor volumen de deuda antes de la crisis. Como se observa en el gráfico 3.2, la caída del consumo en 2010 en relación con la tendencia antes de la crisis fue mayor en las economías que experimentaron un mayor aumento de la relación deuda/ingreso de los hogares durante 2002–06⁷. La reducción del consumo en 2010 es la diferencia entre el nivel (logarítmico) del consumo real de los hogares en 2010 y la proyección del nivel que debía haber alcanzado el consumo real de los hogares ese año de acuerdo con la tendencia antes de la crisis. A su vez, la tendencia antes de la crisis se define como la extrapolación del nivel (logarítmico) del consumo real de los hogares a partir de una tendencia lineal estimada entre 1996

⁶La deuda relacionada con la compra de viviendas (hipotecas) representa alrededor de un 70% de la deuda bruta de los hogares en las economías avanzadas. El resto consiste en deuda de tarjetas de crédito y préstamos para la compra de automóviles.

⁷Véanse las fuentes de datos en el apéndice 3.1. Glick y Lansing (2010) obtienen un resultado similar utilizando un corte transversal más pequeño de economías avanzadas.

y 2004, conforme a la metodología presentada en el capítulo 4 de la edición de septiembre de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*. La estimación de la tendencia antes de la crisis concluye varios años antes del inicio de crisis a fin de que la estimación no se vea contaminada por la posibilidad de un auge insostenible o una desaceleración en el período previo a la crisis. La pendiente de la línea de regresión es $-0,26$, lo que significa que, por cada aumento adicional de la deuda de los hogares antes de la crisis equivalente a 10 puntos porcentuales, la reducción del consumo fue 2,6 puntos porcentuales mayor, lo cual denota una relación considerable (y estadísticamente significativa)⁸.

Experiencia histórica

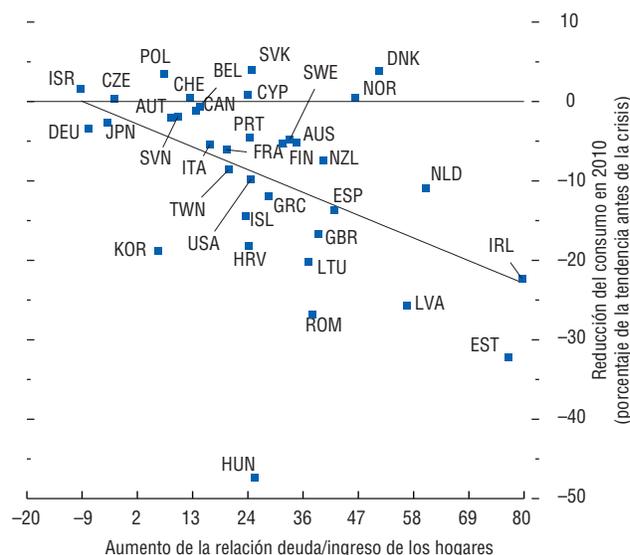
¿Es la Gran Recesión parte de una tendencia histórica más amplia? Específicamente, ¿tienden a ser más severos los colapsos que están precedidos de mayores acumulaciones de deuda bruta de los hogares? Para abordar estas preguntas recurrimos a técnicas estadísticas que permiten relacionar la acumulación de deuda de los hogares durante el auge con la naturaleza de la actividad económica durante el colapso. Teniendo en cuenta la disponibilidad de datos sobre deuda bruta de los hogares, elegimos una muestra de 24 economías de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) más la provincia china de Taiwan durante 1980–2011. Para comenzar, determinamos los colapsos del mercado inmobiliario en función de los puntos de inflexión (máximos) de los precios nominales de la vivienda compilados por Claessens, Kose y Terrones (2010)⁹. Nuestra muestra de 25

⁸La reducción más pronunciada del consumo en las economías con fuerte crecimiento de la deuda no se debe sencillamente a crisis bancarias. La relación entre la acumulación de deuda de los hogares y la profundidad de la Gran Recesión sigue siendo similar y estadísticamente significativa después de excluir las 18 economías que sufrieron una crisis bancaria en 2007–11, según las crisis bancarias identificadas por Laeven y Valencia (2010). La contracción más pronunciada del consumo tampoco se debe sencillamente a un mayor auge del consumo antes de la crisis. La fuerte relación inversa entre la acumulación de deuda antes de la crisis y la gravedad de la recesión es similar y estadísticamente significativa aún si se tiene en cuenta el efecto del auge del consumo antes de la crisis.

⁹Claessens, Kose y Terrones (2010) determinan los puntos de inflexión de los precios nominales de la vivienda utilizando el algoritmo de Harding y Pagan (2002).

Gráfico 3.2. La Gran Recesión: Reducción del consumo frente al aumento de la deuda de los hogares antes de una crisis
(Porcentaje)

La Gran Recesión fue especialmente severa en las economías donde la acumulación de deuda de los hogares fue mayor antes de la crisis



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

Nota: La reducción del consumo en 2010 es la diferencia entre el nivel (logarítmico) del consumo real de los hogares en 2010 y la proyección del nivel que debía haber alcanzado el consumo real de los hogares ese año según la tendencia antes de la crisis. La tendencia antes de la crisis se define como la extrapolación del nivel (logarítmico) del consumo real de los hogares a partir de una tendencia lineal estimada entre 1996 y 2004. AUS: Australia; AUT: Austria; BEL: Bélgica; CAN: Canadá; CHE: Suiza; CYP: Chipre; CZE: la República Checa; DEU: Alemania; DNK: Dinamarca; ESP: España; EST: Estonia; FIN: Finlandia; FRA: Francia; GBR: el Reino Unido; GRC: Grecia; HRV: Croacia; HUN: Hungría; IRL: Irlanda; ISL: Islandia; ISR: Israel; ITA: Italia; JPN: Japón; KOR: Corea; LTU: Lituania; LVA: Letonia; NLD: los Países Bajos; NOR: Noruega; NZL: Nueva Zelanda; POL: Polonia; PRT: Portugal; ROM: Rumania; SVK: la República Eslovaca; SVN: Eslovenia; SWE: Suecia; TWN: la provincia china de Taiwan; USA: Estados Unidos.

economías arrojó 99 colapsos del mercado inmobiliario, que se dividieron en dos grupos: los que implicaban fuertes aumentos de la relación deuda/ingreso de los hogares durante en los tres años previos al colapso y los que no¹⁰. Los dos grupos se denominan colapsos con “alto nivel de deuda” y con “bajo nivel de deuda”, respectivamente. Otros indicadores del apalancamiento (como la relación deuda/activos y la relación deuda/patrimonio neto) no estuvieron ampliamente disponibles para nuestra muestra de múltiples países. Por último, efectuamos una regresión de los indicadores de la actividad económica en función de variables ficticias del colapso del mercado inmobiliario en los dos grupos utilizando una metodología similar a la de Cerra y Saxena (2008), entre otras. Como nuestro interés se centra en el sector de los hogares, comenzamos considerando el comportamiento del consumo de los hogares para después presentar los resultados correspondientes al PIB y sus componentes, desempleo y precios inmobiliarios.

Específicamente, efectuamos un regresión de las variaciones del logaritmo de consumo real de los hogares en función de sus valores rezagados (para captar las fluctuaciones normales del consumo) y de los valores contemporáneos y rezagados de las variable ficticias del colapso del mercado inmobiliario. Al incluir valores rezagados se permite que el consumo de los hogares responda a los colapsos del mercado inmobiliario de manera retardada¹¹. Para comprobar si la gravedad de los colapsos del mercado inmobiliario difiere entre los dos grupos, generamos una interacción de la variable ficticia del colapso del mercado inmobiliario con la variable ficticia que indica si el colapso pertenece al grupo con alto nivel de deuda o con bajo nivel

de deuda. La especificación además incluye un conjunto completo de efectos fijos temporales que representan shocks comunes, como variaciones del precio del petróleo, y efectos fijos específicos que representan las diferencias en las tasas normales de crecimiento de las economías. Las respuestas estimadas se acumulan para obtener la evolución del nivel de consumo de los hogares tras un colapso del mercado inmobiliario. En los gráficos siguientes se indica la respuesta estimada del consumo con una banda equivalente a 1 error estándar alrededor de la respuesta estimada.

Los resultados de la regresión hacen pensar que los colapsos del mercado inmobiliario que están precedidos de mayores acumulaciones de la deuda de los hogares tienden a dar lugar a reducciones más severas y prolongadas del consumo de los hogares. El panel 1 del gráfico 3.3 muestra que el consumo real de los hogares se reduce 4,3% al cabo de cinco años en el caso del grupo con alto nivel de deuda y solo 0,4% en el caso del grupo con bajo nivel de deuda. La diferencia entre las dos muestras es 3,9 puntos porcentuales y es estadísticamente significativa al nivel de 1%, como se señala en el apéndice 3.2. Estos resultados resisten una serie de pruebas de robustez, tales como la aplicación de diferentes métodos de estimación (método generalizado de momentos), especificaciones alternativas (variación de la duración del rezago) y la eliminación de valores atípicos (identificados en función de la distancia de Cook). (Véase la información sobre las pruebas de robustez en el apéndice 3.2.)

Los colapsos del mercado inmobiliario que están precedidos de mayores aumentos del apalancamiento de los hogares provocan una mayor contracción de la actividad económica general. En el gráfico 3.3 se observa que el PIB real típicamente se reduce más y el desempleo aumenta más en el caso de los colapsos con alto nivel de deuda. La contribución positiva de las exportaciones netas al PIB tiende a ser mayor —y eso compensa en parte la caída de demanda interna—, pero la razón no es tanto un auge de las exportaciones sino más bien una mayor disminución de las importaciones¹².

¹²Las estimaciones sobre inversión también indican una mayor reducción de esta en el caso de los colapsos con alto nivel de deuda. Se estima asimismo una mayor reducción de la inversión

¹⁰Para nuestra especificación de base, un “fuerte” aumento de la deuda se define como un aumento superior a la mediana de todos los colapsos, pero, como indica el análisis de robustez del apéndice 3.2, los resultados no dependen de este umbral preciso. La mediana es un aumento del ingreso de los hogares de 6,7 puntos porcentuales en los tres años previos al colapso, observándose una amplia variación en la magnitud del aumento. Por ejemplo, la razón deuda/ingreso de los hogares aumentó 17 puntos porcentuales en el período previo al colapso del mercado inmobiliario del Reino Unido en 1989, y 68 puntos porcentuales antes del colapso inmobiliario de Irlanda en 2006.

¹¹En el apéndice 3.2 se presentan más detalles sobre la metodología de estimación.

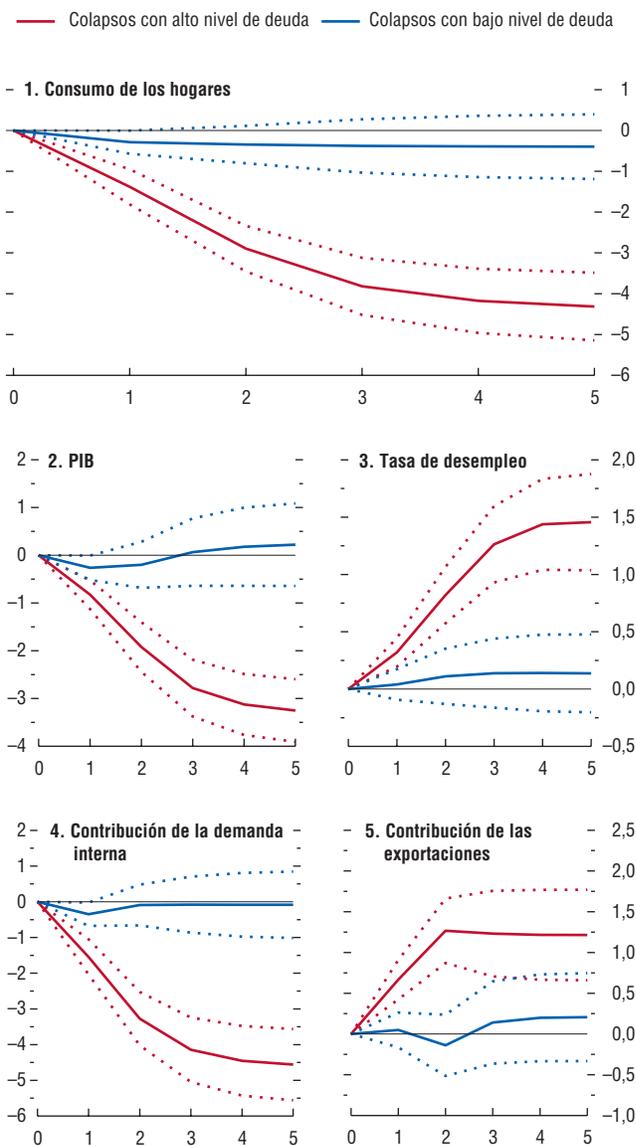
Una pregunta lógica es si la mayor disminución del gasto de los hogares se debe sencillamente a mayores descensos de los precios de los inmuebles. El panel 1 del gráfico 3.4 muestra que los precios reales de la vivienda efectivamente descienden mucho más después de colapsos en que el nivel de apalancamiento era alto. Los precios reales de la vivienda cayeron 10,8 puntos porcentuales más en los colapsos con alto nivel de deuda que en los colapsos con bajo nivel de deuda, y la diferencia entre las dos muestras es significativa al nivel de 1%. Sin embargo, esta mayor caída de los precios de la vivienda no puede explicar de manera convincente la mayor reducción del consumo de los hogares. La reducción del consumo real es más de 3,9 puntos porcentuales mayor en los colapsos con alto nivel de deuda. Esto arroja una elasticidad de aproximadamente 0,4, la cual que se sitúa muy por encima del rango de elasticidades del consumo basado en la riqueza inmobiliaria que se ha observado en otras investigaciones (0,05–0,1). Según esas investigaciones, la caída de los precios inmobiliarios explica, por lo tanto, en el mejor de los casos, una cuarta parte de la reducción del consumo de los hogares. Para confirmar que la reducción del consumo se debe a algo más que los descensos de los precios de la vivienda, repetimos el análisis reemplazando la variable ficticia del colapso del mercado inmobiliario con el descenso de los precios de la vivienda (en porcentaje). Los resultados indican que con la misma caída de los precios reales de la vivienda (1%), la reducción del consumo real de los hogares durante colapsos con alto nivel de deuda es aproximadamente el doble que durante colapsos con bajo nivel de deuda. Por lo tanto, parece ser que el factor que explica la gravedad de la contracción del consumo de los hogares es la *combinación* de los descensos de los precios de la vivienda con el apalancamiento antes del colapso.

Además, el desapalancamiento de los hogares tiende a ser más pronunciado tras los colapsos que están precedidos de mayores acumulaciones de deuda de los hogares. Concretamente, la relación deuda/ingreso de los hogares se reduce 5,4 puntos porcentuales tras un colapso del mercado inmobiliario con alto nivel de deuda (gráfico 3.5). La reducción es

residencial (cuyos datos están menos disponibles) en el caso de los colapsos con alto nivel de deuda, pero las respuestas no se pueden estimar con precisión debido al tamaño reducido de la muestra.

Gráfico 3.3. Actividad económica durante colapsos del mercado inmobiliario

La reducción del gasto real de los hogares es más profunda durante los colapsos del mercado inmobiliario que están precedidos de mayores acumulaciones de deuda de los hogares, y la tasa de desempleo aumenta aún más. Se produce un mayor descenso de la demanda interna, que se compensa parcialmente por un aumento de las exportaciones netas.

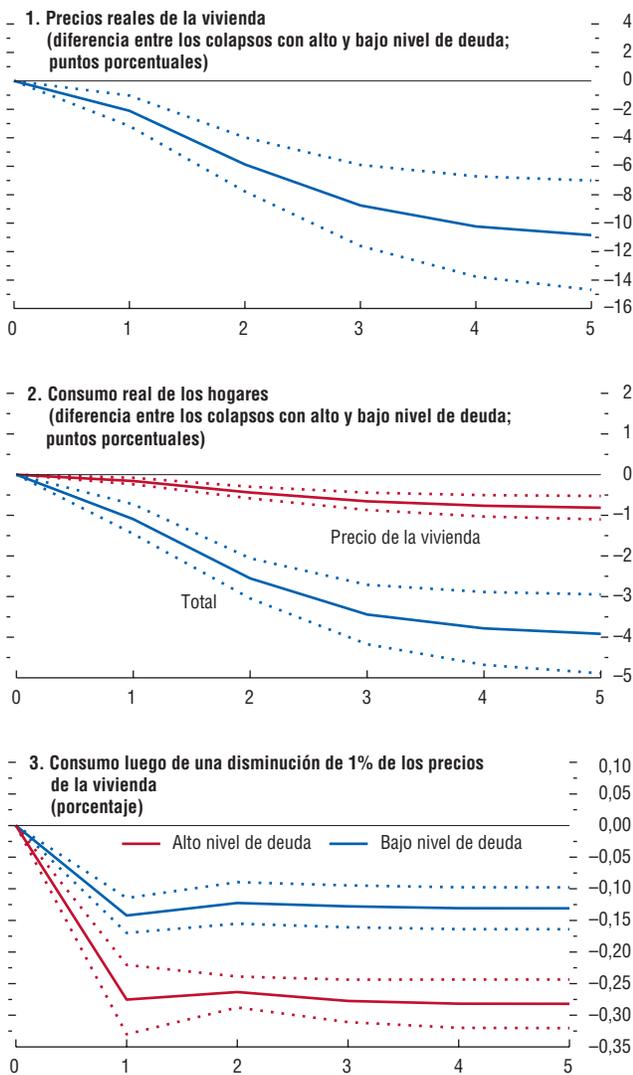


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las unidades del eje de la abscisa son años, donde t = 0 denota el año del colapso del mercado inmobiliario. Las líneas punteadas indican bandas de 1 error estándar. Los colapsos con alto y bajo nivel de deuda se definen, respectivamente, según se sitúen por encima o por debajo de la mediana del aumento de la relación deuda/ingreso de los hogares en los tres años previos al colapso. La tasa de desempleo y las contribuciones al PIB se expresan en puntos porcentuales; el resto de las variables se expresan en porcentajes.

Gráfico 3.4. Riqueza de los hogares y consumo de los hogares

La caída de los precios de la vivienda es mayor durante los colapsos del mercado inmobiliario que están precedidos de fuertes acumulaciones de deuda de los hogares, pero este hecho de por sí solo explica las reducciones más bruscas del consumo tras ese tipo de colapsos. La mayor caída de los precios de la vivienda explica aproximadamente una cuarta parte de la mayor reducción del consumo, sobre la base de una elasticidad estándar del consumo en función de la riqueza de los hogares. Asimismo, una reducción de un 1% en los precios reales de la vivienda está vinculada a una mayor reducción del consumo real de los hogares precedida de una mayor acumulación de deuda de los hogares.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las unidades del eje de la abscisa son años, donde $t = 0$ denota el año del colapso del mercado inmobiliario. Las líneas punteadas indican bandas de 1 error estándar. El componente del precio de la vivienda se define como la caída de los precios de la vivienda multiplicada por una elasticidad de referencia del consumo en función de la riqueza de los hogares, basada en datos de otros estudios (0,075). Los colapsos con alto y bajo nivel de deuda se definen, respectivamente, según se sitúen por encima o por debajo de la mediana del aumento de la relación deuda/ingreso de los hogares en los tres años previos al colapso.

estadísticamente significativa. En cambio, no se observa una reducción de esa relación tras los colapsos del mercado inmobiliario con bajo nivel de deuda. Más bien, se detecta un aumento pequeño y estadísticamente insignificante. Este resultado hace pensar que la mayor contracción de la actividad económica tras los colapsos inmobiliarios con alto nivel de deuda obedece a un proceso de desapalancamiento de los hogares más intenso.

Es importante determinar si las crisis financieras provocan estos resultados. Los efectos contractivos de esas crisis ya han sido objeto de otras investigaciones (Cerra y Saxena, 2008; capítulo 4 de la edición de septiembre de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*; y Reinhart y Rogoff, 2009, entre otros). La conclusión es que los resultados no son producto de la crisis financiera mundial; los resultados son similares cuando la muestra se extiende solo hasta 2006, como se señala en el apéndice 3.2. Además, se obtienen resultados similares cuando el análisis se repite centrándose solo en los colapsos del mercado inmobiliario que no van precedidos o seguidos de una crisis bancaria sistémica, de las identificadas por Laeven y Valencia (2010), en los dos años anteriores y posteriores al colapso. En este conjunto más reducido de colapsos, los que están precedidos de una mayor acumulación de deuda de los hogares van seguidos de desaceleraciones más profundas y prolongadas (gráfico 3.6). Por lo tanto, los resultados no son sencillamente una consecuencia de crisis bancarias.

Por último, merece la pena investigar si el nivel elevado de deuda de los hogares también exacerba los efectos de otros shocks adversos. Para este fin, se repitió el análisis reemplazando las variables ficticias del colapso del mercado inmobiliario con variables ficticias de recesión. Las variables ficticias de recesión se elaboran a partir de la lista de fechas de recesiones proporcionada por Howard, Martin y Wilson (2011). El gráfico 3.6 también demuestra que las recesiones que están precedidas de una mayor acumulación de deuda de los hogares tienden, de hecho, a ser más severas y prolongadas.

En general, este análisis hace pensar que cuando los hogares acumulan más deuda durante un período de auge, el colapso posterior se caracteriza por una contracción más severa de la actividad económica. Estos resultados correspondientes a economías de la

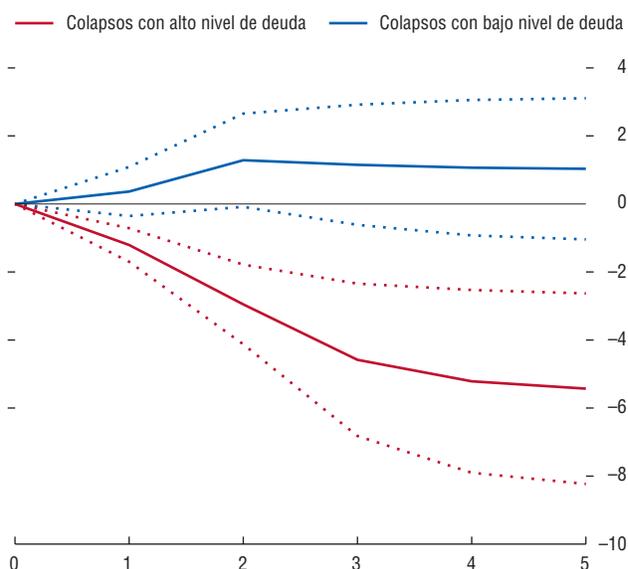
OCDE coinciden con los obtenidos por Mian, Rao y Sufi (2011) en el caso de Estados Unidos. Estos investigadores utilizan datos detallados sobre la Gran Recesión a nivel de condados de Estados Unidos para determinar el efecto causal de la deuda de los hogares. Su conclusión es que la mayor reducción del consumo después de 2007 en los condados de Estados Unidos que acumularon más deuda durante 2002–06 es demasiado grande como para que sea atribuible a la mayor caída de los precios de la vivienda en esos condados¹³. Esta conclusión es coherente con los datos de múltiples países de los gráficos 3.4. También encontraron datos que indican un desapalancamiento más rápido de los hogares en los condados de Estados Unidos con alto nivel de deuda, lo cual destaca la función del desapalancamiento y es coherente con los datos de múltiples países que se presentan en el gráfico 3.5. En un estudio conexo, Mian y Sufi (2011) demuestran que el más alto nivel de deuda de los hogares en 2007 está vinculado a reducciones más bruscas en el gasto en bienes de consumo duraderos, la inversión residencial y el empleo (gráfico 3.7). A partir de estos resultados, llegan a la conclusión de que la disminución de la demanda agregada provocada por la debilidad de los balances de los hogares es el factor que explica la mayor parte de las pérdidas de empleo en Estados Unidos durante la Gran Recesión (Mian y Sufi, 2012).

Los resultados también son ampliamente coherentes con la conclusión más general a la que llegan otros estudios en el sentido de que las recesiones que están precedidas de auges crediticios en toda la economía —ya sea que coincidan o no con auges del crédito a los hogares— tienden a ser más profundas y prolongadas que otras recesiones (véase, por ejemplo, Claessens, Kose y Terrones, 2010, y Jordà, Schularick y Taylor, 2011). Esta conclusión es

¹³En particular, al comparar los descensos de los precios de la vivienda con las reducciones del consumo en los condados con niveles altos y bajos de deuda de los hogares, los investigadores obtienen una elasticidad implícita del consumo en función de los precios de la vivienda de 0,3 a 0,7, la cual se sitúa bastante por encima del rango de estimaciones observadas en otros estudios. Esto indica que solo entre un 14% y un 30% de la mayor reducción del consumo en los condados con alto nivel de deuda es atribuible a los mayores descensos de los precios de la vivienda en esos condados.

Gráfico 3.5. Deuda de los hogares durante colapsos del mercado inmobiliario
(Puntos porcentuales)

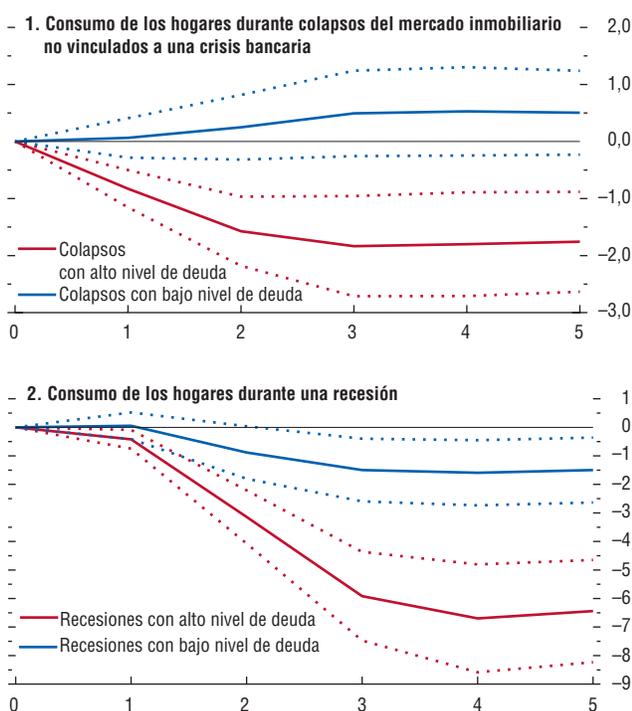
La reducción de la deuda de los hogares (desapalancamiento) es más pronunciada durante los colapsos que están precedidos de un mayor aumento del endeudamiento.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Las unidades del eje de la abscisa son años, y $t = 0$ denota el año del colapso del mercado inmobiliario. Las líneas punteadas indican bandas de 1 error estándar. Los colapsos con alto y bajo nivel de deuda se definen, respectivamente, según se sitúen por encima o por debajo de la mediana del aumento de la relación deuda/ingreso de los hogares en los tres años previos al colapso.

Gráfico 3.6. Consumo de los hogares
(Porcentaje)

La mayor reducción del consumo durante los colapsos del mercado inmobiliario que están precedidos de una mayor acumulación de deuda de los hogares no se debe a crisis bancarias. Se observa lo mismo cuando se usa un subconjunto de colapsos del mercado inmobiliario a los que no sigue una crisis bancaria sistémica dentro de un período de dos años. Asimismo, las recesiones son más profundas si están precedidas de mayores acumulaciones de deuda de los hogares.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las unidades del eje de la abscisa son años, donde $t = 0$ denota el año del colapso del mercado inmobiliario. No se consideran en el análisis los colapsos del mercado inmobiliario vinculados a una crisis bancaria sistémica que ocurra dos años antes o dos años después. Los indicadores de crisis bancarias sistémicas se obtuvieron de la base de datos actualizada de Laeven y Valencia (2010). Las líneas punteadas indican bandas de 1 error estándar. Los colapsos con alto y bajo nivel de deuda se definen, respectivamente, según se sitúen por encima o por debajo de la mediana del aumento de la relación deuda/ingreso de los hogares en los tres años previos al colapso. En el panel 2, las unidades del eje de la abscisa son años, donde $t = 0$ denota el año del colapso del mercado inmobiliario. Las líneas punteadas indican bandas de 1 error estándar. Las recesiones con alto y bajo nivel de deuda se definen, respectivamente, según se sitúen por encima o por debajo de la mediana del aumento de la relación deuda/ingreso de los hogares en los tres años previos a la recesión.

asimismo coherente con las observaciones de que la volatilidad del consumo está directamente correlacionada con la deuda de los hogares (Isaksen *et al.*, 2011).

¿Por qué reviste importancia la deuda de los hogares?

Se ha establecido que las desaceleraciones son más severas cuando están precedidas de mayores aumentos de la deuda de los hogares. En esta subsección se analiza cómo esta tendencia encaja con las predicciones de los modelos teóricos. Un punto de partida lógico es el caso de una economía cerrada sin deuda pública. En una economía de este tipo, la deuda privada neta tiene que ser igual a cero, ya que la deuda de una persona es el activo de otra. Algunas personas quizás acumulen deuda, pero esa deuda no sería más que “dinero que nos debemos a nosotros mismos” (Krugman, 2011), sin ninguna implicación macroeconómica obvia. Sin embargo, aunque solo impliquen variaciones pequeñas de la deuda neta de toda la economía, las variaciones de la deuda bruta de los hogares pueden incidir en la evolución macroeconómica al amplificar los efectos de los shocks. En concreto, varios modelos teóricos predicen que la acumulación de deuda de los hogares provoca desaceleraciones profundas y prolongadas¹⁴.

A continuación se analizan los principales canales a través de los cuales la deuda de los hogares puede amplificar las desaceleraciones y restar ímpetu a las recuperaciones, y se destacan las implicaciones para la formulación de políticas. En particular, se explican las circunstancias en las que la intervención del gobierno puede mejorar un resultado generado puramente por las fuerzas del mercado.

Diferencias entre prestatarios y prestamistas

La acumulación de deuda de los hogares amplifica las desaceleraciones en varios modelos recientes que diferencian entre prestatarios y prestamistas y que incluyen restricciones de liquidez. Una característica clave de estos modelos es la idea de que la distribución

¹⁴En una economía abierta, la deuda bruta de los hogares puede tener otros efectos. En particular, una reducción de la deuda de los hogares podría indicar una transferencia de recursos de hogares internos a hogares en el exterior, en cuyo caso los efectos macroeconómicos serían mayores que en una economía cerrada.

de la deuda dentro de una economía es un factor que reviste importancia (Eggertsson y Krugman, 2010; Guerrieri y Lorenzoni, 2011; Hall, 2011)¹⁵. Como sostiene Tobin (1980), “la población no está dividida entre deudores y acreedores de manera aleatoria”. Los deudores se han endeudado por razones lógicas, que en la mayoría de los casos indican una alta propensión marginal a gastar a partir de la riqueza o del ingreso corriente o de cualquier otro recurso líquido del que puedan disponer”¹⁶. De hecho, en Estados Unidos la deuda de los hogares aumentó más en los extremos inferiores de la distribución del ingreso y la riqueza durante la década de 2000 (Kumhof y Rancière, 2010).

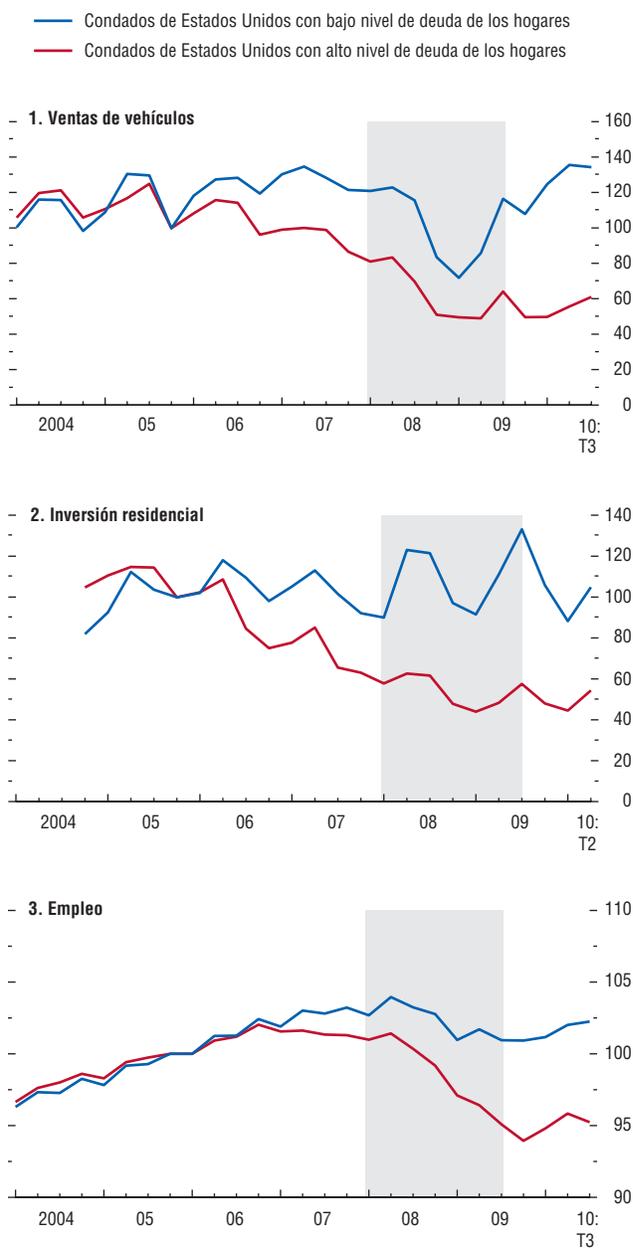
Un shock en la capacidad de endeudamiento de los prestatarios con una alta propensión marginal al consumo obligaría a esos prestatarios a reducir su deuda, y eso podría provocar una reducción de la actividad agregada. Los factores que inducen al desalancamiento podrían ser una toma de consciencia de que los precios inmobiliarios están sobrevaluados (como se señala en Buitier, 2010; y Eggertsson y Krugman, 2010), un endurecimiento de las normas de crédito (Guerrieri y Lorenzoni, 2011), una revisión drástica de las expectativas de ingreso o un aumento de la incertidumbre económica (Fisher, 1933; Minsky, 1986). En este caso, una reducción suficientemente grande de la tasa de interés podría inducir a los hogares acreedores a gastar más, lo cual compensaría la reducción del gasto por parte de los deudores. Pero como lo demuestran estos modelos, el límite inferior igual a cero de las tasas de interés nominales u otras rigideces de los precios pueden

¹⁵En un ensayo teórico de hace algún tiempo, King (1994) analiza cómo las diferencias en la propensión marginal al consumo entre los hogares prestatarios y prestamistas pueden provocar una desaceleración adicional cuando el apalancamiento de los hogares es elevado.

¹⁶Las diferencias en la propensión al consumo pueden deberse a varias razones. Se han destacado los motivos relacionados con el ciclo de vida como factor que determina las diferentes decisiones de ahorro de los distintos cohortes (véase Modigliani, 1986, entre otros). Otros investigadores han centrado la atención en la incidencia que tienen las preferencias en cuanto al momento en que se consume, para lo cual se ha creado una clase de agentes relativamente impacientes (véase Iacoviello, 2005; y Eggertsson y Krugman, 2010). Dynan, Skinner y Zeldes (2004) observan una fuerte relación directa entre las tasas de ahorro personal y el ingreso vitalicio, que hace pensar que los ricos consumen una proporción de su ingreso más pequeña que la de los pobres.

Gráfico 3.7. Actividad económica durante la Gran Recesión en Estados Unidos
(Índice; 2005: T4 = 100)

Mian y Sufi (2011) observan que en los condados de Estados Unidos donde los hogares acumularon más deuda antes de la Gran Recesión la contracción del consumo de los hogares, la inversión y el empleo fue más profunda y prolongada.



Fuente: Mian y Sufi (2011).
Nota: Las áreas sombreadas indican recesión en Estados Unidos según las fechas del National Bureau of Economic Research.

impedir que los hogares acreedores desempeñen esa función compensatoria. Esta circunstancia reviste especial interés en la actualidad, ya que en muchas economías avanzadas las tasas de política monetaria se aproximan a cero.

Tras un shock, el consumo puede contraerse aún más si hay incertidumbre, dado que surge una necesidad de ahorro precautorio (Guerrieri y Lorenzoni, 2011; Carroll, Slacalek y Sommer, 2011). En ese caso el consumo de los hogares se reduciría de forma particularmente abrupta, y se situaría por debajo de su nivel a largo plazo (como parece haber sucedido en Estados Unidos; véase Glick y Lansing, 2009). Esta contracción brusca del consumo agregado justificaría la aplicación temporal de políticas macroeconómicas expansivas, como por ejemplo un estímulo fiscal focalizado en los hogares con restricciones financieras (Eggertsson y Krugman, 2010; Carroll, Slacalek y Sommer, 2011) y la reestructuración de la deuda de los hogares (Rogoff, 2011).

Efectos negativos en los precios derivados de las ventas forzosas

Según varios modelos, un nivel elevado de endeudamiento de los hogares en el momento en que se produce un shock tiene otro efecto negativo sobre la actividad económica, derivado de la venta forzada de bienes duraderos (Shleifer y Vishny, 1992; Mayer, 1995; Krishnamurthy, 2010; Lorenzoni, 2008). Por ejemplo, un aumento del desempleo reduce la capacidad de servicio de la deuda de los hogares, lo cual implica un mayor número de incumplimientos de los hogares, ejecuciones hipotecarias y acreedores que se ven obligados a vender inmuebles embargados a precios de liquidación. Se estima que con una sola ejecución hipotecaria el precio de un inmueble vecino se reduce aproximadamente un 1%, pero los efectos pueden ser mucho mayores en el caso de una ola de ejecuciones hipotecarias, en cuyo caso se estima que las reducciones de precio pueden llegar a casi un 30% (Campbell, Giglio y Pathak, 2011). A su vez, los consiguientes efectos negativos en los precios reducen la actividad económica a través de una serie de espirales contractivas que se refuerzan mutuamente, tales como efectos riqueza negativos, una desvalorización de las garantías, un impacto negativo en los balances de los bancos y una

contracción del crédito. Según explican Shleifer y Vishny (2010), las ventas forzosas socavan la capacidad de préstamo y endeudamiento de las instituciones financieras y las empresas al reducir su patrimonio neto, y esta disminución de la oferta de crédito puede reducir las inversiones que fomentan la productividad. Estas externalidades —bancos y hogares que desestiman el costo social de los incumplimientos y las ventas forzosas— pueden justificar una intervención mediante políticas que permita poner fin a los incumplimientos de los hogares, las ejecuciones hipotecarias y las ventas forzosas.

El caso actual de Estados Unidos ilustra el riesgo de que los precios de los inmuebles experimenten un reajuste que los ubique por debajo de sus valores de equilibrio durante un colapso del mercado inmobiliario debido a ventas forzosas. El personal técnico del FMI señala que “las ventas forzosas son el principal factor detrás de los recientes descensos de los precios inmobiliarios; de hecho, si se excluyen las ventas forzosas, los precios inmobiliarios han dejado de caer”, y que “existe el riesgo de que los precios inmobiliarios bajen más de lo conveniente” (FMI, 2011b, pág. 20). El gráfico 3.8 indica que los precios inmobiliarios en Estados Unidos pueden haber descendido a niveles inferiores a los que exigen ciertos fundamentos económicos¹⁷.

Ineficiencias y pérdidas por peso muerto debidas a sobreendeudamiento y ejecuciones hipotecarias

Otro problema es que el sobreendeudamiento de los hogares puede dar lugar a varias ineficiencias. En el caso de las empresas, el sobreendeudamiento es una situación en que la deuda existente es de una magnitud tan grande que limita la capacidad de captar fondos para el financiamiento de proyectos de inversión rentables (Myers, 1977). Del mismo modo, es posible que los propietarios de viviendas que están sobreendeudados inviertan poco en su propiedad. Por ejemplo, es posible que decidan abstenerse de realizar inversiones que elevan el valor presente neto de sus viviendas, como obras de mejora de la propiedad y gastos de mantenimiento. Esto podría tener un efecto considerable. Utilizando datos detallados a

¹⁷Slok (2012) y *The Economist* (2011) señalan que los precios inmobiliarios en Estados Unidos están subvaluados.

nivel de hogares de Estados Unidos, Melzer (2010) concluye que los propietarios sobreendeudados (patrimonio neto negativo) gastan 30% menos en mejoras y mantenimiento de sus viviendas que los propietarios que no están sobreendeudados, siempre que las demás condiciones no varíen. Si bien una renegociación privada del contrato de préstamo entre el prestatario y el prestamista podría aliviar estos problemas de sobreendeudamiento, esas renegociaciones suelen ser costosas y difíciles de concretar si no se realizan en el marco de un proceso de quiebra, debido a problemas con beneficiarios automáticos o a complicaciones contractuales (Foote *et al.*, 2010).

Las ejecuciones hipotecarias y las quiebras pueden ser mecanismos ineficientes para resolver el problema de la incapacidad de los hogares para efectuar el servicio de sus deudas hipotecarias, y dan lugar a considerables “pérdidas por peso muerto” (BGFRS, 2012). Estas pérdidas son consecuencia del abandono y deterioro de las propiedades que permanecen desocupadas durante meses y del consiguiente efecto negativo en la cohesión social y la delincuencia en los vecindarios (Immergluck y Smith, 2005; 2006). Otras pérdidas por peso muerto son las debidas a demoras por el gran número de quiebras que se ventilan en los tribunales.

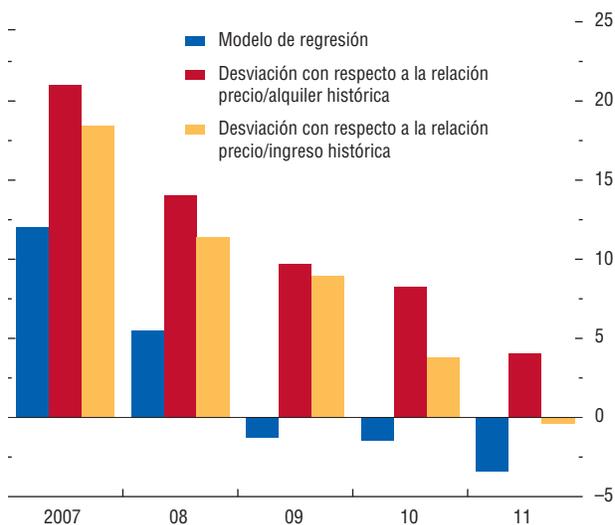
En general, el sobreendeudamiento y las pérdidas por peso muerto de las ejecuciones hipotecarias pueden frenar aún más la recuperación de los precios de precios inmobiliarios y la actividad económica. Estos problemas son un argumento a favor de las intervenciones del gobierno con el fin de reducir el costo de reestructuración de las deudas, facilitar la reducción del valor contable de la deuda de los hogares y ayudar a evitar las ejecuciones hipotecarias (Philippon, 2009).

Medidas frente al endeudamiento de los hogares: Estudios de casos

Tras establecerse que la deuda de los hogares puede amplificar las desaceleraciones y debilitar las recuperaciones, procedemos a investigar cómo han respondido los gobiernos durante los episodios de desapalancamiento de los hogares. Para comenzar se analizan cuatro enfoques generales de política que pueden, en principio, facilitar la intervención del

Gráfico 3.8. Desajuste estimado de los precios de la vivienda en Estados Unidos (Porcentaje)

Los precios de la vivienda en Estados Unidos ahora se sitúan en niveles iguales o inferiores a los que se obtienen a partir de estimaciones basadas en regresiones y ciertas razones históricas de valoración.



Fuentes: Federal Housing Administration; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El indicador del modelo de regresión denota el desajuste implícito de los precios de la vivienda cuando las variaciones de dichos precios se modelizan como una función de las variaciones del ingreso personal disponible, la población en edad laboral, el crédito, los precios de las acciones, los niveles de las tasas de interés y los costos de construcción. Véanse más detalles en el capítulo 1 de la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*, recuadro 4.1, y en Igan y Loungani (de próxima publicación). La relación precio/alquiler y la relación precio/ingreso denotan la desviación porcentual de estas relaciones con respecto a sus promedios históricos, calculados para el período 1970–2000.

gobierno con miras a mejorar un resultado generado puramente por las fuerzas del mercado. Estos enfoques no son mutuamente excluyentes y pueden ser complementarios. Cada uno tiene ventajas y limitaciones. El enfoque que un gobierno decida emplear probablemente reflejará las características institucionales y políticas de la economía, el margen de maniobra disponible para adoptar políticas y la magnitud del problema de la deuda de los hogares.

- *Estímulo temporal mediante política macroeconómica*: Como se señaló anteriormente, el desapalancamiento de los hogares tras un shock de los balances puede implicar un descenso brusco del consumo de los hogares a un nivel muy por debajo del nivel de largo plazo (reajuste excesivo). Los costos de la consiguiente contracción de la actividad económica pueden mitigarse con un estímulo compensatorio temporal de política macroeconómica. En una economía en la que el crédito a los hogares está restringido, esta circunstancia es una justificación para la adopción temporal de una política fiscal expansiva, inclusive con medidas de gasto público focalizadas en hogares con limitaciones financieras (Eggertsson y Krugman, 2010; Carroll, Slacalek y Sommer, 2011)¹⁸. Por ejemplo, las simulaciones de modelos elaborados por seis instituciones dedicadas a la formulación de políticas indican que, en el entorno actual, una transferencia temporal (dos años) equivalente a un 1% del PIB a los hogares con restricciones financieras produciría un aumento del PIB de 1,3% en Estados Unidos y 1,1% en la Unión Europea (Coenen *et al.*, 2012)¹⁹. El financiamiento de una transferencia

¹⁸En diversos modelos, la presencia de hogares con restricciones financieras y con una alta propensión marginal al consumo a partir del ingreso disponible incrementa la eficacia de la política fiscal; es decir, la economía es no ricardiana (véase un análisis en Coenen *et al.*, 2012). La existencia de un límite inferior igual a cero de las tasas de interés amplifica aún más los factores multiplicadores asociados con las variaciones temporales de la política fiscal (Woodford, 2010).

¹⁹Las seis instituciones son la Junta de la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo, la Comisión Europea, la OCDE, el Banco de Canadá y el FMI. En las simulaciones se supone que las tasas de interés de política monetaria están sujetas al límite inferior de cero —una característica básica de las economías avanzadas hoy en día— y que el banco central no endurece la política monetaria en respuesta a una expansión fiscal. Véanse más detalles en Coenen *et al.* (2012).

temporal mediante un impuesto por una suma fija aplicado a todos los hogares y no mediante la emisión de deuda pública implicaría un estímulo de “presupuesto equilibrado” a favor del PIB de 0,8% en Estados Unidos y 0,9% en la Unión Europea. El estímulo monetario también puede proporcionar ayuda a los hogares endeudados al aliviar la carga del servicio de la deuda, sobre todo en los países donde las hipotecas son de tasa variable, como el Reino Unido y España. En Estados Unidos, la respuesta de política macroeconómica ha sido enérgica desde el comienzo de la Gran Recesión, y ha sido de mucho más alcance que en varios otros países. La respuesta incluyó esfuerzos por parte de la Reserva Federal para reducir las tasas de interés a largo plazo, particularmente en el segmento clave de los valores con respaldo hipotecario, que reviste interés para el mercado inmobiliario. No obstante, el estímulo macroeconómico tiene límites. Un nivel elevado de deuda pública puede limitar el margen disponible de maniobra fiscal que se necesita para efectuar una transferencia financiada mediante déficit, y el límite inferior igual a cero de las tasas de interés nominales puede impedir que las tasas de interés reales se ajusten lo suficiente para permitir que los hogares acreedores compensen la atonía económica provocada por la contracción del consumo de los prestatarios.

- *Apoyo automático a los hogares mediante una red de protección social*: Una red de protección social puede proporcionar automáticamente transferencias focalizadas a hogares con balances deteriorados y con una alta propensión marginal al consumo, haciendo innecesarios los debates adicionales sobre políticas. Por ejemplo, el seguro de desempleo puede apuntalar la capacidad de servicio de la deuda de las personas que pierden su empleo, lo cual reduce el riesgo de desapalancamiento de los hogares por incumplimiento y las consiguientes externalidades negativas²⁰. Sin

²⁰La magnitud y la duración de las prestaciones de asistencia social difieren según el país. En Suecia, por ejemplo, los trabajadores tienen derecho a recibir un seguro de desempleo por un período de hasta 450 días, pero con tasas decrecientes de sustitución del ingreso después de los primeros 200 días. En Estados Unidos, en cambio, el seguro de desempleo se limita a 26 semanas, con una prolongación de las prestaciones durante períodos de alto nivel de

embargo, al igual que en el caso del estímulo fiscal discrecional, para que los estabilizadores automáticos puedan operar plenamente se necesita un margen de maniobra fiscal²¹.

- *Asistencia para el sector financiero:* La intervención del gobierno puede estar justificada si el problema de la deuda de los hogares es tan grave que los atrasos y los incumplimientos amenazan con perturbar el funcionamiento del sector bancario. Los incumplimientos de los hogares pueden socavar la capacidad de préstamo y endeudamiento de las instituciones financieras y las empresas al reducir el patrimonio neto de esta últimas, y esta disminución de la oferta de crédito puede reducir las inversiones productivas (Shleifer y Vishny, 2010). Esta contracción de la disponibilidad de crédito puede evitarse mediante varias políticas, como por ejemplo las recapitalizaciones y las compras de activos desvalorizados por parte del gobierno²². Este tipo de apoyo mitiga el impacto que tiene en el sector financiero el deterioro de los balances de los hogares. El Programa de Rescate de Activos en Dificultades establecido en Estados Unidos en 2008 se basaba, en parte, en consideraciones de ese tipo. Del mismo modo, en 2009 Irlanda creó un Organismo Nacional de Gestión de Activos para asumir los préstamos en dificultades del sector bancario. Por otro lado, la asistencia al sector financiero puede brindar a los bancos la oportunidad de entablar procesos voluntarios de reestructuración de la deuda con los hogares. Pero aún así, es posible que las reservas de capital cuantiosas no sean suficientes para incentivar a los bancos a reestructurar las deudas de los hogares a gran escala, como lo demuestra la situación actual en Estados Unidos. Además, esta estrategia no impide que ocurran incumplimientos innecesarios de los hogares, es decir, incumplimientos debidos a problemas temporales de liquidez. Por

desempleo. En febrero de 2009 se extendió la duración máxima del seguro de desempleo a 99 semanas (693 días), y dicha extensión fue renovada en febrero de 2012.

²¹Además, para que proporcione apoyo focalizado de manera oportuna, la red de protección tienen que estar en funcionamiento antes de que la deuda de los hogares se vuelva problemática.

²²Véase en Honohan y Laeven (2005) un análisis de las diferentes políticas utilizadas para la resolución de las crisis financieras.

otra parte, el apoyo financiero a los prestamistas que se enfrentan a incumplimientos generalizados por parte de los deudores debe diseñarse procurando evitar situaciones de riesgo moral que de manera indirecta incentiven prácticas de préstamo riesgosas en el futuro.

- *Apoyo a la reestructuración de la deuda de los hogares:* Por último, el gobierno puede optar por atacar el problema directamente, estableciendo marcos para la reestructuración voluntaria y extrajudicial de la deuda de los hogares (por ejemplo, mediante reducciones del valor contable) o poniendo en marcha programas de reestructuración de la deuda con auspicio público. Estos programas pueden ayudar a restablecer la capacidad de servicio de la deuda de los prestatarios, evitando así los efectos contractivos de las ejecuciones hipotecarias innecesarias y las reducciones excesivas de precios de los activos. En la medida en que incluyan transferencias a hogares con problemas financieros provenientes de agentes con mayor holgura financiera, estos programas pueden constituir un estímulo para el PIB comparable al de las transferencias fiscales de presupuesto equilibrado mencionadas anteriormente. Estos programas también pueden tener un costo fiscal limitado. Por ejemplo, como se verá más adelante, a través de los programas los gobiernos pueden comprar hipotecas problemáticas a los bancos, reestructurarlas para hacerlas más asequibles y venderlas posteriormente, utilizando el ingreso para compensar el costo inicial. A veces los programas también se centran en facilitar reestructuraciones individualizadas mediante mejoras del marco jurídico e institucional que permitan la renegociación de la deuda entre el prestamista y el prestatario, sin costo fiscal alguno. Sin embargo, el éxito de estos programas depende de que su diseño sea adecuado y de que su implementación sea eficaz²³. En particular, los programas deben tener en cuenta el riesgo moral que surge cuando a los deudores se les ofrece la oportunidad de no cumplir con las condiciones originales del préstamo.

Cabe reconocer que toda intervención del gobierno introducirá distorsiones y provocará cierta

²³Laeven y Laryea (2009) analizan los principios que deberían regir los programas de reestructuración de la deuda de los hogares auspiciados por el gobierno.

redistribución de los recursos dentro de la economía y a lo largo del tiempo. La pregunta es si las ventajas de la intervención serán mayores que los costos. Además, si la intervención tiene un impacto presupuestario, el alcance de la intervención debe estar delimitado por el margen de maniobra fiscal disponible. Las distintas estrategias analizadas anteriormente difieren en el grado de redistribución y en los sectores a los que favorecen y perjudican. Por ejemplo, la existencia y la generosidad de una red de protección social dependen de las preferencias de la sociedad en cuanto a los principios de redistribución y desigualdad. El respaldo del gobierno al sector bancario y a los programas de reestructuración de la deuda de los hogares puede ser más claramente ventajoso para un sector determinado que, por ejemplo, un estímulo mediante política monetaria o una reducción del impuesto sobre la renta. La fricción social que puede derivarse de una redistribución de ese tipo podría limitar su viabilidad política. Mian, Sufi y Trebbi (2012) examinan la pugna política entre acreedores y deudores y observan que los sistemas políticos tienden a polarizarse más tras las crisis financieras. Asimismo, sostienen que los problemas de acción colectiva —por ejemplo, la posibilidad de que los tenedores de hipotecas que atraviesan dificultades estén menos organizados políticamente que los bancos— pueden complicar los esfuerzos para llevar adelante la reestructuración de la deuda de los hogares. Además, toda política que responda a las consecuencias del endeudamiento excesivo de los hogares debe diseñarse procurando reducir a un mínimo el potencial de que en el futuro surjan situaciones de riesgo moral y toma excesiva de riesgo.

Para examinar en la práctica cómo estas políticas pueden mitigar los problemas relacionados con la deuda de los hogares, investigamos la eficacia de las medidas del gobierno durante varios episodios de desapalancamiento de los hogares. Nos concentramos en políticas que apoyan directamente la reestructuración de la deuda de los hogares en vista de la gran cantidad de estudios que ya se han realizado sobre otras políticas. Por ejemplo, existen muchas investigaciones sobre los factores determinantes y los efectos de la política fiscal y monetaria. Y también se han realizado numerosos estudios sobre

la experiencia internacional con respecto a políticas del sector financiero.

Los episodios que consideramos son Estados Unidos en los años treinta y en la actualidad, Hungría e Islandia en la actualidad, Colombia en 1999 y tres países escandinavos (Finlandia, Noruega, Suecia) en los años noventa. En todos estos casos se produjo un colapso del mercado inmobiliario que estuvo precedido o acompañado de un aumento sustancial de la deuda de los hogares, pero en cada caso la respuesta en materia de política fue diferente²⁴. Para comenzar se resumen los factores que condujeron a la acumulación de deuda de los hogares y que desencadenaron el respectivo desapalancamiento. Luego se analiza la respuesta de los gobiernos, centrandó la atención en las políticas que abordan directamente el problema del efecto negativo de la deuda de los hogares en la actividad económica. Y para concluir se resumen las enseñanzas que se pueden extraer de los estudios de casos²⁵.

²⁴No se analiza el colapso inmobiliario ocurrido en Japón en los años noventa porque en ese caso el apalancamiento de los hogares en relación con activos seguros y fijos estaba en un nivel bajo y porque el episodio no se caracterizó por un proceso de desapalancamiento. Según Nakagawa y Yasui (2009) “Las finanzas de los hogares japoneses no se vieron gravemente perjudicadas por el estallido de la burbuja a mediados de los años noventa. Sin embargo, los bancos, con sus fuertes acumulaciones de depósitos de hogares en el lado del pasivo de sus balances, fueron víctimas de sus grandes tenencias de préstamos empresariales impagos y del consiguiente deterioro del capital durante el colapso; ante esta situación, los bancos restringieron el crédito significativamente durante este período” (pág. 82).

²⁵Otras economías en la actualidad también han adoptado medidas para abordar directamente el problema del endeudamiento de los hogares. Por ejemplo, en el Reino Unido, el plan de apoyo a hipotecas de propietarios de viviendas (Homeowners Mortgage Support Scheme) tiene por objeto aliviar temporalmente el servicio de la deuda de los propietarios ofreciendo una garantía pública para los pagos de intereses diferidos; el plan de rescate de hipotecas (Mortgage Rescue Scheme) tenía por objeto proteger a los más vulnerables de las ejecuciones hipotecarias, mientras que la ampliación del plan de apoyo para los intereses hipotecarios (Support for Mortgage Interest) brindó ayuda para que más hogares pudieran realizar sus pagos de intereses. Las reformas que están ejecutándose en Irlanda incluyen la modernización del régimen de quiebras, con el fin de hacerlo menos oneroso y de facilitar los acuerdos voluntarios extrajudiciales entre prestatarios y prestamistas con respecto a deudas con y sin garantía. En Letonia, las autoridades se han centrado en reforzar el marco de resolución de deudas basado en el mercado (véase Erbenova, Liu y Saxegaard, 2011).

Factores subyacentes de la acumulación de deuda de los hogares

En cada uno de estos episodios, un relajamiento de las restricciones del crédito permitió a los hogares incrementar su nivel de endeudamiento. Esta mayor disponibilidad de crédito estuvo vinculada a la innovación y la liberalización financiera y a la aplicación de normas crediticias menos estrictas. También incidió el surgimiento de una ola de optimismo entre los hogares con respecto al ingreso futuro y las perspectivas de riqueza, que sumada a la mayor disponibilidad de crédito ayudó a avivar los auges en los mercados inmobiliarios y bursátiles.

El caso de Estados Unidos en la década de 1920 —“los locos años veinte”— ilustra cómo el aumento de la disponibilidad de crédito y del optimismo de los consumidores incide en la deuda de los hogares. La innovación tecnológica trajo consigo el uso generalizado de nuevos productos de consumo, como automóviles y radios. La innovación financiera facilitó el acceso de los hogares al crédito para la compra de bienes de consumo duraderos y a los préstamos hipotecarios. En especial, se generalizaron los planes para la compra de grandes bienes de consumo duraderos mediante cuotas (Olney, 1999). General Motors tomó la iniciativa en 1919 al crear General Motors Acceptance Corporation con el fin de ofrecer financiamiento para la compra de sus automóviles. Para 1927, dos tercios de las compras de automóviles y electrodomésticos se efectuaban en cuotas. La deuda de consumo se duplicó de 4,5% del ingreso personal en 1920 a 9% en 1929. En el mismo período, la deuda hipotecaria aumentó de 11% de producto nacional bruto a 28%, en parte debido a nuevas modalidades de préstamo, como los préstamos hipotecarios altamente apalancados para la compra de viviendas y versiones incipientes de las titulaciones (Snowden, 2010). Debido a la expansión económica y a la expectativa de que los valores de los inmuebles seguirían subiendo, los precios de los activos se dispararon²⁶. Los precios reales

²⁶En cuanto al motivo del optimismo, Harriss (1951) explica que “En los años veinte, como en todos los períodos de condiciones económicas favorables, las personas asumieron deudas hipotecarias confiando en que podrían soportar la carga sin dificultad excesiva ... por largos períodos el valor de los terrenos y de las mejoras a las propiedades con frecuencia habían aumentado lo

de la vivienda subieron 19% entre 1921 y 1925²⁷, mientras que el mercado bursátil creció un 265% entre 1921 y 1929.

La creciente disponibilidad de crédito debida a la liberalización financiera y al relajamiento de las normas crediticias también ayudó a elevar la deuda de los hogares en los casos más recientes objetos de este estudio. En los años ochenta los países escandinavos eliminaron las amplias restricciones sobre los precios y la calidad de los productos financieros. Colombia impulsó una liberalización masiva de la cuenta de capital y de la actividad financiera a comienzos de los años noventa. Esta rápida desregulación estimuló sustancialmente la competencia para conseguir clientes, y ese fenómeno, combinado con los fuertes incentivos tributarios para invertir en vivienda y con el optimismo con respecto al valor de los activos, provocó un auge de la deuda de los hogares en estas economías²⁸. Del mismo modo, tras la privatización y liberalización del sistema bancario de Islandia en 2003, las restricciones sobre el endeudamiento disminuyeron considerablemente²⁹. Por primera vez fue posible refinanciar hipotecas y extraer liquidez del patrimonio. El Fondo de Financiamiento de la Vivienda (de propiedad del gobierno) elevó las relaciones préstamo/valor hasta 90%, y los bancos recientemente privatizados las elevaron más aún para competir por su cuota del mercado. En Hungría, la demanda reprimida, combinada con la posibilidad de ingreso a la Unión Europea, desencadenó un auge de crédito que elevó la deuda de los hogares de un mero 7% del PIB en 1999 a 33% del PIB en 2007.

suficiente como para que reinara la opinión de que el patrimonio del prestatario crecería a lo largo de los años, aunque al comienzo hubiera sido pequeño” (pág. 7).

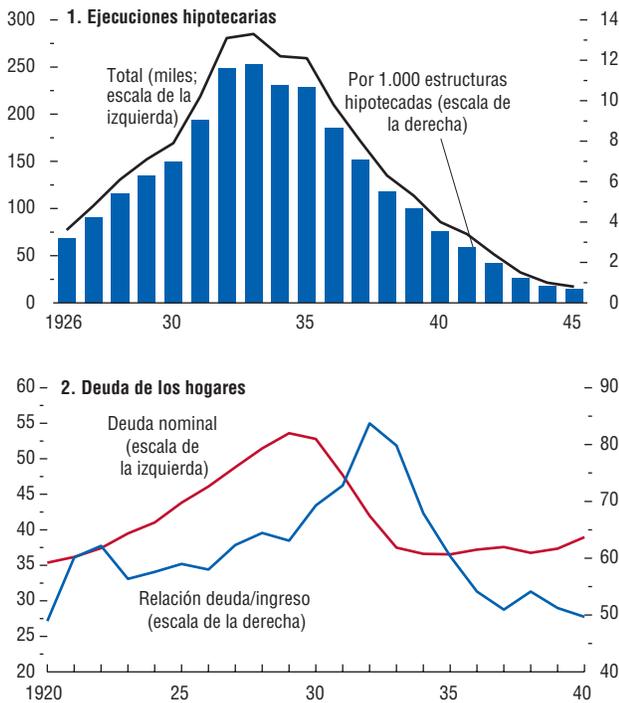
²⁷En ciertas zonas, como Manhattan y Florida, el aumento fue mucho mayor (30% a 40%).

²⁸En Finlandia, la relación entre la deuda y el ingreso disponible de los hogares aumentó de 50% en 1980 a 90% en 1989; en Suecia subió de 95% a 130%. En Colombia, el crédito bancario al sector privado aumentó de 32% del PIB en 1991 a 40% del PIB en 1997.

²⁹Los mercados financieros islandeses estuvieron fuertemente regulados hasta los años ochenta. La liberalización empezó en esa década y se aceleró durante los años noventa, en buena parte debido a las obligaciones y oportunidades surgidas de la decisión de ingresar en el Espacio Económico Europeo en 1994. Los tres nuevos grandes bancos islandeses fueron privatizados progresivamente desde finales de los años noventa hasta 2003, en medio de acusaciones generalizadas de favoritismo político (véase OCDE, 2009).

Gráfico 3.9. Ejecuciones hipotecarias y deuda de los hogares durante la Gran Depresión en Estados Unidos

Después de que los precios de los inmuebles llegaron a su nivel máximo en 1925, las tasas de ejecuciones hipotecarias aumentaron constantemente durante los ocho años siguientes. Si bien los incumplimientos generalizados redujeron el saldo de deuda nominal pendiente de pago a partir de 1930, el desplome de los ingresos de los hogares significó que la relación deuda/ingreso seguiría aumentando hasta



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: Relación deuda/ingreso se expresa en puntos porcentuales; la deuda nominal de los hogares se expresa en miles de millones de dólares.

La primera parte de este auge también se caracterizó por un repunte de los precios inmobiliarios, alimentado por generosos subsidios para la vivienda. En Estados Unidos en la década de 2000, una expansión de la oferta de crédito a hogares que antes no habían podido obtener préstamos incluyó un aumento del acceso a las titulaciones de etiqueta privada y el surgimiento de las llamadas hipotecas exóticas, como los préstamos que únicamente amortizan intereses, los préstamos de amortización negativa y los préstamos a personas sin ingresos, sin trabajo y sin activos (denominados préstamos NINJA).

Factores que desencadenaron el desapalancamiento de los hogares

El fin del auge de los precios de los activos y el consiguiente colapso de la riqueza de los hogares fueron los factores que desencadenaron el desapalancamiento de los hogares en todos los episodios históricos objetos de este estudio. El auge inmobiliario de los años veinte en Estados Unidos llegó a un fin en 1925, cuando los precios de los inmuebles alcanzaron su tope. De ahí en adelante, la tasa de ejecuciones hipotecarias aumentó de manera constante (gráfico 3.9), de 3 ejecuciones hipotecarias por cada 1.000 inmuebles hipotecados en 1926 a 13 por cada 1.000 en 1933. Otro shock que afectó la riqueza de los hogares fue el desplome de la bolsa en octubre de 1929, que marcó el comienzo de la Gran Depresión. También hubo colapsos del mercado inmobiliario en los países escandinavos a finales de los años ochenta y en Colombia a mediados de los años noventa. De igual manera, el fin de auges de los precios inmobiliarios y el desplome de los precios de las acciones hicieron mucha mella en la riqueza de los hogares en Islandia y Estados Unidos al comienzo de la Gran Recesión. En todos estos casos, el desapalancamiento de los hogares empezó poco después del colapso de los precios de los activos. Además, una contracción de la disponibilidad de crédito vinculada a las crisis bancarias desencadenó el desapalancamiento de los hogares en todos estos episodios. El deterioro de los balances de los hogares debido al colapso de su riqueza se propagó rápidamente a los balances de los intermediarios financieros, provocando un endurecimiento de las normas crediticias y un mayor desapalancamiento de los hogares.

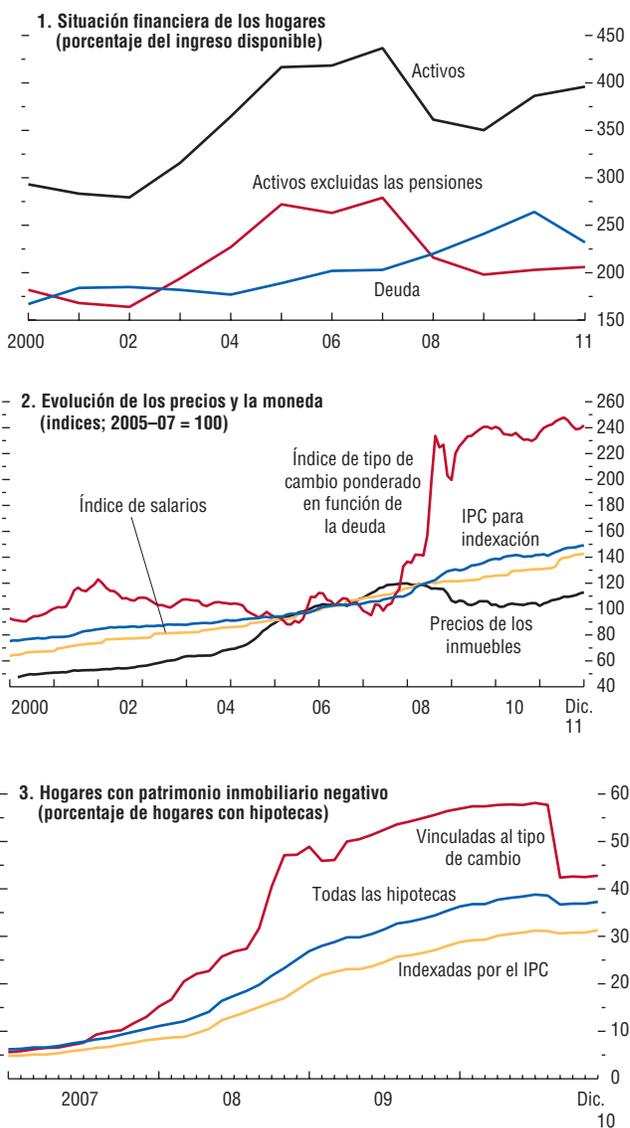
La experiencia de Islandia en 2008 es un ejemplo particularmente sombrío de cómo un colapso de los precios de los activos y de las perspectivas económicas, combinado con una crisis bancaria masiva, da lugar al sobreendeudamiento de los hogares y a la necesidad de desapalancamiento. Los tres bancos más grandes de Islandia quebraron en el lapso de una semana en octubre de 2008, y enseguida los balances de los hogares se vieron sometidos a graves tensiones debidas a una serie de factores (gráfico 3.10). En primer lugar, el desplome de la confianza provocó fuertes reducciones de los precios de los activos, que anularon aumentos previos de la riqueza neta. Al mismo tiempo, la inflación masiva y la fuerte depreciación de la corona durante 2008–09 provocaron un aumento brusco de la deuda de los hogares, dado que prácticamente todos los préstamos estaban indexados por el índice de precios al consumidor (IPC) o por el tipo de cambio. Las hipotecas indexadas por el IPC con relaciones préstamo/valor superiores al 70% entraron en una situación de patrimonio negativo, debido al efecto combinado de una inflación de 26% y una caída de los precios inmobiliarios de 11%. Del mismo modo, al depreciarse la corona un 77%, las hipotecas indexadas por el tipo de cambio con relaciones préstamo/valor superiores al 40% entraron en una situación de patrimonio negativo. La inflación y la depreciación también inflaron los pagos de servicio de la deuda, justo cuando se producía un estancamiento del ingreso disponible. La combinación de sobreendeudamiento y problemas de servicio de deuda fue devastadora. Para finales de 2008, un 20% de los propietarios de inmuebles tenían hipotecas con patrimonio negativo (porcentaje que llegó a un máximo de 38% en 2010), mientras que casi una cuarta parte se enfrentaba a pagos de servicio de la deuda que superaban en un 40% su ingreso disponible.

La respuesta de política económica

Una vez resumidos los factores que elevaron la deuda de los hogares y que provocaron el posterior desapalancamiento, procedemos ahora a abordar las políticas empleadas por los gobiernos para mitigar los efectos negativos en la actividad económica. Para cada episodio se presenta primero un panorama

Gráfico 3.10. Balances de los hogares durante la Gran Recesión en Islandia

La situación financiera de los hogares islandeses se vio sometida a enormes tensiones en 2008. El colapso de los precios de los activos anuló aumentos previos de la riqueza neta, en tanto que la indexación generalizada, combinada con una mayor inflación y con la depreciación del tipo de cambio, provocó un aumento de la deuda nominal. La proporción de tenedores de hipotecas con un valor patrimonial negativo de sus inmuebles aumentó constantemente, y llegó a casi 40% en 2010.



Fuentes: Banco Central de Islandia, Oficina de Estadísticas de Islandia y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: En el panel 1, los activos correspondientes a pensiones se corrigen en función de un impuesto estimado de 25%. IPC = índice de precios al consumidor.

general de las políticas aplicadas y el contexto político en que se introdujeron. Luego se analiza la eficacia con que las políticas contrarrestaron los efectos negativos de la deuda de los hogares en la actividad económica. En particular, investigamos si las políticas ayudaron a impedir ejecuciones hipotecarias (mediante la reestructuración de un gran porcentaje de hipotecas), a proporcionar transferencias a hogares con restricciones de crédito y con una alta propensión marginal al consumo y a reducir el sobreendeudamiento. No obstante, dado el número reducido de casos estudiados y la falta de experiencias contrafácticas, resulta difícil cuantificar el impacto de estas políticas en los agregados macroeconómicos, como el PIB real.

Los dos primeros casos que se analizan ilustran estrategias que permitieron abordar el problema de la deuda de los hogares con resultados en general positivos: Estados Unidos durante la Gran Depresión e Islandia desde la Gran Recesión. Posteriormente, estos casos se contrastan con episodios que arrojaron resultados menos exitosos: Colombia en los años noventa y Hungría y Estados Unidos desde la Gran Recesión. Para concluir, se analiza el caso de los países escandinavos en los años noventa, en los que, pese a un fuerte aumento de deuda de los hogares, las autoridades no adoptaron políticas discrecionales para la reestructuración de esa deuda.

Estados Unidos durante la Gran Depresión

Este episodio es un ejemplo de un programa audaz y en general exitoso de reestructuración de la deuda de los hogares con apoyo del gobierno cuyo objeto era impedir las ejecuciones hipotecarias: la Corporación de Préstamos a Propietarios de Viviendas de Estados Unidos (HOLC). La HOLC fue creada en 1933 dados el escaso éxito de una serie de iniciativas previas para frenar el creciente número de ejecuciones hipotecarias (véase el gráfico 3.9) y la fuerte presión social a favor de una intervención a gran escala³⁰. Como explica Harriss (1951),

³⁰Las políticas previas incluían varias iniciativas públicas para imponer moratorias sobre las ejecuciones hipotecarias y la promulgación de la Ley Federal de Préstamos Bancarios para la Vivienda de 1932 (Federal Home Loan Bank, o FHLB), que tenía por objeto incrementar los préstamos bancarios mediante el suministro de fondos a bancos con restricciones de liquidez. De

“Los enormes costos sociales impuestos por estas condiciones de profunda depresión están vívida y conmovedoramente reflejados en los expedientes de la Corporación de Préstamos a Propietarios de Viviendas. Los pedidos de intervención directa del gobierno eran insistentes y casi unánimes” (pág. 9). En abril de 1933, el presidente recientemente electo, Franklin Roosevelt, exhortó al Congreso a que aprobara legislación para impedir las ejecuciones hipotecarias, y la HOLC fue creada ese verano³¹.

Para impedir las ejecuciones hipotecarias, la HOLC adquirió de los bancos hipotecas en dificultades a cambio de bonos con garantías federales sobre los intereses y el principal. Posteriormente reestructuró estas hipotecas haciéndolas más asequibles para los prestatarios e instituyó mecanismos para ayudar a los prestatarios morosos o desempleados, inclusive mediante búsquedas de empleo (en el recuadro 3.1 se presentan más detalles sobre el programa). La HOLC compró alrededor de un millón de hipotecas en riesgo de ejecución, o aproximadamente una de cada cinco hipotecas. De ese millón de hipotecas, unas 200.000 a la larga fueron ejecutadas cuando los prestatarios incumplieron los préstamos renegociados. El programa de la HOLC ayudó a impedir la ejecución de las 800.000 hipotecas restantes, es decir, un 16% de todas las hipotecas (cuadro 3.1)³². La HOLC compró hipotecas por un valor total de \$4.750 millones (8,4% del PIB de 1933), cuya venta a lo largo del tiempo le reportó a la HOLC una utilidad nominal al momento de la liquidación del programa en 1951. El éxito del programa de la HOLC para impedir ejecuciones hipotecarias a un costo fiscal limitado puede explicar por qué durante la reciente recesión representantes del sector académico y personajes públicos propusieron la aplicación de una estrategia similar.

las 41.000 solicitudes presentadas en el marco de la Ley FHLB en los primeros dos años solo se aceptaron tres.

³¹La deuda de los hogares había estado disminuyendo en términos nominales desde 1929 debido a los incumplimientos, pero siguió aumentando como proporción de los ingresos cada vez menores de los hogares hasta 1933 (véase el gráfico 3.9).

³²Según Fishback *et al.* (2010) y Courtemanche y Snowden (2011), la medida proporcionó alivio al mercado inmobiliario al apuntalar los valores de las viviendas y el régimen de propiedad de las mismas.

Una característica básica de la HOLC fue la transferencia eficaz de fondos a hogares con restricciones de crédito y con balances deteriorados y una alta propensión marginal al consumo, que ayudó a mitigar los efectos negativos en la demanda agregada antes mencionados. El objetivo, destacado por el Presidente Roosevelt en un mensaje al Congreso, consistía en aliviarles “a los pequeños propietarios de viviendas ... la carga de los pagos excesivos de intereses y principal asumidos durante el período en que los valores y la capacidad de generar ingresos eran mayores” (Harris, 1951, pág. 9). Por lo tanto, gracias a la HOLC los plazos típicos de las hipotecas de 5 a 10 años, por lo general con tasas variables, se ampliaron a plazos de 15 años, que a veces se prorrogaban a 20 años, y con tasas fijas (Green y Wachter, 2005). Al hacer más asequibles los pagos de las hipotecas, la HOLC logró que la transferencia de fondos beneficiara efectivamente a hogares con hipotecas en dificultades y con una mayor propensión marginal al consumo y no a prestamistas con una propensión marginal al consumo (presumiblemente) menor³³. En varios casos la HOLC también redujo contablemente una parte del valor del principal para garantizar que ningún préstamo superará el 80% del valor tasado del inmueble, mitigando así los efectos negativos del sobreendeudamiento explicados anteriormente.

Islandia durante la Gran Recesión

El caso de Islandia muestra cómo una estrategia de varios frentes puede proporcionar alivio de la deuda a una gran proporción de hogares y frenar el aumento de incumplimientos. La enérgica respuesta de política de Islandia se debió a la enorme magnitud del problema de la deuda de los hogares (véase el gráfico 3.10) y a la intensa presión social para que interviniera el gobierno. En algunas de las manifestaciones más multitudinarias jamás presenciadas en el país, miles de personas salieron a las calles a exigir cancelaciones contables de las deudas. Durante un período de dos años, el gobierno ofreció un marco para abordar

³³La HOLC asimismo convirtió las hipotecas de tasa variable que solo amortizaban intereses en hipotecas de tasa fija completamente amortizables. Esto redujo la incertidumbre acerca de las futuras obligaciones de servicio de la deuda, redujo la necesidad de ahorro precautorio y ayudó a los hogares a evitar los pagos de cuantiosas sumas fijas en la fecha de vencimiento del préstamo.

el problema de la deuda de los hogares en el contexto de un programa respaldado por el FMI.

La estrategia para resolver el problema de la deuda de los hogares tenía varios componentes. Al comienzo, medidas provisionales ofrecieron alivio a corto plazo para garantizar que las familias no perdieran sus viviendas debido a problemas temporales y para impedir una escalada de las ejecuciones hipotecarias que provocara un colapso del mercado inmobiliario. Las medidas incluían moratorias de las ejecuciones hipotecarias, una suspensión temporal del servicio de la deuda en el caso de préstamos indexados por el tipo de cambio y el IPC y reprogramación (suavización de pagos) de estos préstamos. Aproximadamente la mitad de los hogares que tenían préstamos que podían acogerse al programa aprovecharon la suavización de pagos, que permitía reducir los pagos de servicio de la deuda entre 15% y 20% en el caso de los préstamos indexados por el IPC y entre 30% y 40% en el caso de los préstamos indexados por el tipo de cambio.

Posteriormente, a los hogares se les dio la opción de reestructurar sus préstamos extrajudicialmente mediante una negociación directa con los prestamistas o con la ayuda de una Oficina del Defensor del Deudor (de reciente creación) que intercediera por ellos. Las negociaciones se realizan de manera individualizada, pero usando modelos basados en conversaciones entre el gobierno y las instituciones financieras. Los modelos disponen reducciones sustanciales de los valores contables que permiten alinear el monto de la deuda garantizada con el valor de la garantía y el servicio de la deuda con la capacidad de reembolso. Las negociaciones individualizadas salvaguardan los derechos de propiedad y reducen las situaciones de riesgo moral, pero toman tiempo. Para enero de 2012 solo se había procesado un 35% de las solicitudes de reestructuración individualizada de la deuda. Para acelerar el proceso se introdujo un plan condonación de la deuda, a través del cual el valor del valor contable de las hipotecas con patrimonio muy negativo se reduce a un valor equivalente al 110% de los activos prendables del hogar. Además, una gran proporción de tenedores de hipotecas se beneficia de un considerable subsidio de la tasa de interés por un período de dos años, financiado a partir de gravámenes temporales sobre el sector financiero. En el recuadro 3.2 figura

Cuadro 3.1. Programas con apoyo del gobierno para reestructuraciones extrajudiciales de la deuda en determinados estudios de casos

Programa	Beneficiarios	Modificaciones de la deuda	Incentivos y distribución de la carga	Datos de participación (en % de hipotecas, salvo indicación en contrario)
Estados Unidos, 1929				
Corporación de Préstamos a Propietarios de Viviendas	Hogares que ya estaban en incumplimiento (o hipotecas en riesgo en poder de instituciones financieras en dificultades).	Reducción adicional de las cargas de reembolso mediante ampliaciones de plazos y reducciones de las tasas de interés de los préstamos. Reducciones del principal a una relación préstamo/valor máxima de 80%.	Se evitó el riesgo moral porque el programa se limitó a los casos que ya estaban en incumplimiento. Participación voluntaria, pero a los prestamistas se les ofrecieron pagos superiores al valor que podían recuperar mediante la ejecución hipotecaria. Los criterios para la participación garantizaban que el prestatario pudiera efectuar el servicio del préstamo nuevo y limitaban las pérdidas potenciales para los contribuyentes. La carga de las reducciones del principal se distribuyó entre los prestamistas y el gobierno. El gobierno asumió el riesgo de las hipotecas reestructuradas.	Total de hogares: 25 millones Hogares con hipoteca: 5 millones Hipotecas habilitadas: 50% Solicitudes: 38% Solicitudes aprobadas: 20% Ejecuciones hipotecarias evitadas: 800.000 Autorización total: \$4.800 millones (8,5% del PNB) Reestructuración total: \$3.100 millones (5,5% de PNB)
Islandia, 2008				
Suavización de pagos	Hogares con hipotecas y préstamos para automóviles vinculados al índice de precios al consumidor (IPC) y al tipo de cambio.	El servicio de la deuda se reduce mediante reprogramación y prórrogas de los vencimientos.	Hipotecas vinculadas al IPC: Requisito legal. Préstamos vinculados al tipo de cambio: Acuerdo entre gobierno y prestamistas.	Total de hogares: 130.000 Hogares con hipoteca: 85.000 <i>Indicadores de dificultades (excluido el impacto de las medidas):</i> Hogares con patrimonio negativo (2010): 40% Hogares con servicio de la deuda superior a 40% del ingreso disponible (2010): 30% Hipotecas en incumplimiento (2010): 15% <i>Datos de participación:</i> Suavización de pagos vinculados al IPC y el tipo de cambio: 50%
Acuerdo sectorial (reestructuración voluntaria administrada por banco)	Hogares con múltiples acreedores y dificultades de servicio de la deuda pero capaces de efectuar el servicio de una hipoteca equivalente a por lo menos el 70% del valor del inmueble.	El servicio de la deuda se reduce de acuerdo con la capacidad de reembolso. La deuda se reduce a 100% del valor de la garantía si los hogares se mantienen al día en los pagos reducidos por tres años.	Acuerdo apoyado por el gobierno entre los principales prestamistas. Participación voluntaria. De no alcanzarse un acuerdo, los deudores pueden recurrir al defensor del deudor (DD) o a los tribunales. La carga de la reestructuración de los préstamos recae en los prestamistas.	Reestructuraciones aprobadas y en curso: Acuerdo sectorial: 1,6% Defensor del deudor: 3,9% Reducción de valor contable de hipotecas con patrimonio muy negativo: 4,9%
Reestructuración voluntaria administrada por el defensor del deudor	Similar al acuerdo sectorial, pero para hogares menos ricos. Orientada a hogares que necesitan apoyo y asesoramiento para negociar con los acreedores.	Similar al acuerdo sectorial, pero permite una reducción temporal más profunda del servicio de la deuda. Los procedimientos se adaptan más a las circunstancias y son más complejos que en el acuerdo sectorial.	Marco reglamentario que conduce a reestructuraciones judiciales en caso de que las negociaciones no prosperen. La carga de la reestructuración de los préstamos recae en los prestamistas.	

Programa	Beneficiarios	Modificaciones de la deuda	Incentivos y distribución de la carga	Datos de participación (en % de hipotecas, salvo indicación en contrario)
Islandia, 2008				
Reducción del valor contable de hipotecas con patrimonio muy negativo	Hogares con relaciones préstamo/valor superiores a 110% en diciembre de 2010.	El principal se redujo 110% del valor de los activos prendables deudor.	Acuerdo entre prestamistas de hipotecas y el gobierno. La participación era voluntaria, pero los prestamistas participaron en el programa porque el valor con la reducción contable superaba el valor probable de recuperación mediante el proceso de quiebra. Se evitó el riesgo moral porque el programa se limitó a los casos en que la relación préstamo/valor superaba el 110% en diciembre de 2010. La carga de la reestructuración de los préstamos recae en los prestamistas.	
Estados Unidos, 2009				
Programa de modificación de hipotecas de hogares (HAMP) ²	Hogares en incumplimiento.	Se centra en la reducción de las cargas de reembolso mediante 1) reducciones de las tasas de interés, 2) prórrogas de plazos, 3 períodos de gracia, y, desde octubre de 2010, reducción de principal de los préstamos no relacionados con las entidades hipotecarias semipúblicas (Fannie Mae, Freddie Mac).	Participación voluntaria (excepto para los beneficiarios de fondos del programa de rescate de activos en dificultades, TARP). A los prestamistas rara vez se les pide aceptar cancelaciones contables del principal, lo cual incrementa la probabilidad de reincidencia del incumplimiento. La reestructuración la inician los administradores de los préstamos (no los prestamistas), que tienen muy poco incentivo financiero para participar. La titulización y los créditos de rango inferior crearon conflictos de interés.	Total de hogares: 114 millones Hogares con hipoteca: 51 millones Hogares con patrimonio negativo: 26% Alcance previsto: 6–8% Modificaciones de prueba: 4% Modificaciones permanentes: 1,8% Total comprometido: \$45.600 millones (0,3% del PIB) ³ Monto total utilizado: \$1.400 millones ³
Hungría, 2011				
Septiembre de 2011	Prestatarios solventes con hipotecas denominadas en moneda extranjera.	Reducción contable del principal en función de la capacidad de reembolso de la hipoteca a un tipo de cambio preferencial.	Participación exigida por reglamento. La carga de la reducción del valor contable es asumida exclusivamente por los prestamistas. Los requisitos de prepago limitan la capacidad de participación de los prestatarios.	Número de hogares: 4 millones Hogares con hipoteca: 800.000 Hipotecas con atrasos: 90.000 Técnicamente habilitadas: 90% Habilitadas en la práctica: 25% Participación preliminar: 15%
Colombia, 1999				
1999	Tenedores de hipotecas.	Aceptación forzada del prepago total a cambio del inmueble con patrimonio negativo. La carga del reembolso se reduce mediante la reducción de la tasa de interés.	Participación exigida por decisión de tribunal. El riesgo moral y la pérdida de confianza y provocaron una contracción del crédito.	Número de hogares: ±10 millones Hogares con hipoteca: ±700.000 Hipotecas con atrasos: 126.000 (nivel máximo alcanzado en 2002) Viviendas recuperadas: 43.000 (1999–2003) Prestatarios habilitados: 100%

¹Debido a la indexación casi universal, los indicadores de dificultades llegaron a sus niveles máximos en 2010, dos años después del colapso.

²El HAMP es el programa emblemático de reestructuración de la deuda. Como se menciona en el texto, existen otras iniciativas en el marco del programa Making Home Affordable (MHA). La descripción del programa y las cifras que aparecen en este cuadro corresponden al final de 2011.

³Datos provenientes de "Daily TARP Update", al 30 de diciembre de 2011 (Washington: Tesoro de Estados Unidos). Las cifras reflejan los montos comprometidos en todas las iniciativas del programa Making Home Affordable (MHA). El monto total comprometido para todos los programas de vivienda en el marco del programa Troubled Asset Relief Program es \$45.600 millones.

una descripción detallada del marco de reestructuración de la deuda de los hogares³⁴.

Las instituciones financieras de Islandia contaban con el incentivo y con la capacidad financiera para participar en el programa. Tras el espectacular colapso del sistema bancario del país, los tres grandes bancos que surgieron de los escombros adquirieron sus carteras de préstamos a precios razonables que tenían en cuenta la necesidad de reducir los valores contables de la deuda. Gracias a esto, los bancos obtuvieron el margen financiero que necesitaban para asumir los costos de los castigos contables y con frecuencia aceptaron la iniciativa. Buena parte del costo de reestructuración de la deuda fue asumido indirectamente por acreedores externos, que sufrieron pérdidas cuantiosas cuando colapsaron los bancos. La alineación de los incentivos para que participaran los hogares fue una tarea más complicada. La combinación de indexación, inflación y descenso de los precios de los inmuebles significó que cuanto más retardaran los hogares su participación en el programa, mayor sería la reducción contable. La moratoria incondicional de las ejecuciones hipotecarias y la suspensión del servicio de la deuda también redujeron el incentivo para resolver los problemas de la deuda, y las frecuentes revisiones del marco de reestructuración de la deuda crearon la expectativa de que vendrían ofertas aún más generosas. Las reducciones contables solo empezaron a cobrar impulso después de que se adoptara un marco integral con un plazo de expiración claro. Para enero de 2012, entre 15% y 20% de todas las hipotecas habían sido o estaban siendo objeto de reducciones de su valor contable (véase el cuadro 3.1).

En general, si bien aún está por verse si la estrategia aplicada por Islandia sirvió o no para reducir la deuda de los hogares, la respuesta adoptada en materia de política sí parece abordar el problema de los principales canales a través de los cuales la deuda de los hogares puede constituir un lastre para la economía. Se evitó un aumento de las ejecuciones hipotecarias gracias a la moratoria temporal y a un esfuerzo mancomunado para buscar soluciones duraderas al problema de la deuda de los hogares. Al permitir a los hogares reducir su deuda y el servicio

³⁴Véase en Karlsdóttir, Kristinsson y Rozwadowski (de próxima publicación) un análisis completo de la reestructuración de la deuda de los hogares en Islandia.

de la misma, el marco de reestructuración permitió la transferencia de recursos a agentes con una propensión marginal a consumir relativamente alta. El subsidio de los intereses financiado por el sector financiero está cumpliendo una función similar. Por último, la reducción del valor contable de una parte sustancial de la deuda excedentaria de los hogares (es decir, la que supera los activos de los hogares) mitiga los problemas relacionados con el sobreendeudamiento. Aun no se sabe en qué medida la estrategia de Islandia está logrando el objetivo fundamental de afianzar la situación de los hogares y al mismo reducir a un mínimo las situaciones de riesgo moral.

Colombia durante los años noventa

Este episodio ilustra cómo las medidas de resolución de la deuda de los hogares que hacen que la carga recaiga sobre un sector bancario frágil pueden provocar una contracción del crédito. Tras la frenada brusca de las entradas de capitales en 1997 a raíz de las crisis de Asia y Rusia y la consiguiente subida de las tasas de interés, los incumplimientos de los hogares se dispararon y los prestamistas de hipotecas sufrieron cuantiosas pérdidas (Fogafin, 2009). Al ver que sus obligaciones hipotecarias aumentaban significativamente mientras los precios de los inmuebles se desplomaban y el desempleo aumentaba, muchos prestatarios recurrieron a los tribunales (Forero, 2004). En respuesta, las autoridades pusieron en marcha un programa de reestructuración bancaria en 1999, y la Corte Constitucional aprobó una serie de sentencias destinadas a reducir la carga de la deuda hipotecaria de los hogares e impedir las ejecuciones hipotecarias. En particular, la Corte determinó que las hipotecas ya no constituían préstamos totalmente garantizados; es decir, los hogares ahora tenían la opción de abandonar sus deudas hipotecarias. La Corte asimismo declaró inconstitucional la capitalización de intereses de préstamos en mora.

Estas reformas equivalieron a una transferencia sustancial de fondos a hogares con balances en dificultades —aquellos que probablemente tenían una alta propensión marginal al consumo—, pero generaron pérdidas cuantiosas para un sector financiero frágil. Las reformas asimismo propiciaron incumplimientos estratégicos por parte de hogares que en otras circunstancias sí habrían pagado sus préstamos,

fenómeno que agravó aún más las pérdidas de los prestamistas³⁵. Además, las sentencias de la Corte minaron la confianza en los contratos privados y en los derechos de los acreedores. El resultado fue una fuerte y persistente contracción del crédito, con una reactivación del crédito hipotecario solo a partir de 2005.

Hungría durante la Gran Recesión

Este episodio demuestra cómo un programa obligatorio mal focalizado y que hace que la carga de la reestructuración de la deuda recaiga sobre un sector bancario frágil pone en peligro la estabilidad del sistema financiero e impide que se cumplan los objetivos económicos.

El endeudamiento de los hogares húngaros en moneda extranjera es uno de los más elevados de Europa oriental, pese a que la deuda total alcanzó un nivel máximo relativamente moderado, 40% del PIB, y que se concentró en aproximadamente 800.000 hogares (o 20% del total)³⁶. Dada la fuerte depreciación del forint húngaro tras del inicio de la crisis financiera mundial, la preocupación de que el creciente servicio de la deuda estuviera socavando el consumo privado llevó a las autoridades a brindar ayuda a los hogares endeudados en moneda extranjera³⁷. Tras una serie de intentos fallidos para proporcionar alivio (como moratorias temporales de las ejecuciones hipotecarias e iniciativas de resoluciones voluntarias), el gobierno introdujo un programa obligatorio de reestructuración de la deuda en septiembre de 2011, sin consultar previamente a las partes interesadas. Durante un período fijo (aproximadamente cinco meses), los bancos estuvieron obligados a permitir que los clientes pagaran sus hipotecas a un tipo de cambio preferente, aproximadamente 30% por debajo del tipo de cambio de mercado. Todas las pérdidas de la reducción implícita

³⁵Para compensar a los prestamistas por las pérdidas provocadas por la sentencia de la Corte, en 2000 el fondo nacional de garantía de depósitos estableció una línea de crédito con tasas favorables para los prestamistas.

³⁶Para cuando estalló la crisis en 2008, un 100% de los préstamos nuevos y un 50% de los préstamos pendientes de los hogares estaban denominados en francos suizos y garantizados por inmuebles.

³⁷Como se explica en FMI (2011a), el servicio de la deuda de los tenedores de préstamos denominados en moneda extranjera aumentó más de 50%.

de la deuda serían asumidas exclusivamente por los bancos.

El programa de reestructuración obligatoria de la deuda parece haber logrado un alto grado de participación según estimaciones preliminares: aproximadamente 15% de todas las hipotecas (véase el cuadro 3.1). Sin embargo, tiene tres limitaciones fundamentales. En primer lugar, está mal focalizado en el sentido de que no beneficia a hogares con restricciones financieras y con una alta propensión marginal al consumo. Solo los hogares acomodados pueden reembolsar los saldos pendientes de las hipotecas mediante un pago único en forint, lo cual implica que la redistribución a favor de los hogares con alta propensión marginal al consumo es limitada. En segundo lugar, con el programa obligatorio, la carga total de las pérdidas recae sobre los bancos, y algunos de ellos no están debidamente preparados para absorberlas. Las consecuencias pueden ser un desapalancamiento adicional de los bancos y un agravamiento de la contracción del crédito, con la consiguiente presión sobre el tipo de cambio³⁸. Y por último, la implícita revisión retroactiva de los contratos privados sin consulta previa con el sector bancario es perjudicial para el clima de inversión en general.

Estados Unidos desde la Gran Recesión

Este episodio, que está en curso, demuestra lo difícil que es lograr una reestructuración integral de la deuda de los hogares en medio de un mercado hipotecario complejo y limitaciones de índole política. En los tres años desde su puesta en marcha, los programas básicos han beneficiado a muchos menos hogares de lo que se había previsto. Estos problemas llevaron a las autoridades a adoptar medidas adicionales en febrero de 2012 para aliviar la presión sobre los balances de los hogares.

Desde el inicio de la Gran Recesión, varias autoridades estadounidenses han propugnado un programa audaz de reestructuración de la deuda de los hogares similar al programa ejecutado por la

³⁸Al darse cuenta del impacto adverso potencial de la legislación relativa al sector bancario, las autoridades adoptaron nuevas medidas en diciembre de 2011 para distribuir la carga (véase FMI, 2011a).

HOLC durante la Gran Depresión³⁹. Sin embargo, estas intervenciones a gran escala del gobierno en el mercado inmobiliario hasta ahora han recibido un apoyo limitado⁴⁰. Las autoridades más bien han aplicado una serie de políticas de menor alcance⁴¹. Aquí nos centramos en el Programa de modificación de hipotecas de hogares (HAMP), la principal iniciativa de reestructuración de deudas hipotecarias enfocada en hogares en incumplimiento o en riesgo de incumplimiento. El objetivo del HAMP, que fue anunciado en febrero de 2009, era estabilizar el mercado inmobiliario y brindar alivio a los propietarios de hogares en dificultades mediante modificaciones de los préstamos de primer rango para hacer más asequible el pago de sus hipotecas. El programa fue enmendado en octubre de 2010 para permitir reducciones contables del principal

³⁹Blinder (2008) y Hubbard y Mayer (2008) plantearon propuestas específicas de políticas similares a la HOLC para hacer frente a deuda de los hogares. Blinder (2008) propuso un programa tipo HOLC para refinanciar entre 1 millón y 2 millones de hipotecas en dificultades de residencias ocupadas por el propietario mediante operaciones de endeudamiento y crédito por un monto de aproximadamente \$300.000 millones. Hubbard y Mayer (2008) propusieron reducir los montos de reembolso e impedir las ejecuciones hipotecarias, y estimaron que así se proporcionaría un estímulo al consumo de alrededor de \$120.000 millones anuales, o 0,8% del PIB al año. Se estimó que aproximadamente la mitad de este efecto se derivaría del efecto riqueza —precios más altos de los inmuebles debidos a un menor número de ejecuciones hipotecarias—, y que la otra mitad provendría de transferencias de recursos a hogares con restricciones financieras (“efecto HOLC”). Véanse Hubbard y Mayer (2008) y Hubbard (2011). El análisis que acompaña a FMI (2011b, capítulo II) indica que por cada millón de ejecuciones hipotecarias evitadas, el PIB de Estados Unidos aumentaría entre 0,3% y 0,4% puntos porcentuales.

⁴⁰El caso de las reorganizaciones forzadas (*cramdowns*) demuestra cómo las limitaciones de índole política afectaron la respuesta mediante políticas. Como se explica en FMI (2011b), las autoridades consideraron que la modificación de las hipotecas por vía judicial (*cramdowns*) era una forma eficaz de incentivar las modificaciones voluntarias sin un costo fiscal, pero se señala que una propuesta a favor de un política de ese tipo no recibió suficiente apoyo político en 2009. Mian, Sufi y Trebbi (2012) sostienen que la mayor capacidad de los acreedores para organizarse políticamente e influir en la política del gobierno puede ser la razón que les permitió proteger mejor sus intereses durante la reciente crisis financiera: “Los deudores, por otro lado, eran numerosos y difusos, y por lo tanto padecían los problemas típicos de acción colectiva” (pág. 20).

⁴¹Otros intentos previos para resolver el problema de la deuda de los hogares fueron los programas Secure, de la Administración Federal de la Vivienda (FHA); Hope Now Alliance; Mod in a Box, de la Corporación Federal de Garantía de Depósitos; y Hope for Homeowners.

en el marco de un mecanismo para ese fin (Principal Reduction Alternative, o PRA), y volvió a ser reforzado en 2012, como se analiza más adelante. El HAMP es parte de la iniciativa Making Home Affordable (MHA), que ayuda a los propietarios de hogares en dificultades a obtener alivio para sus hipotecas a través de diversos programas que ofrecen alternativas para facilitar la modificación, el refinanciamiento, los pagos diferidos y la ejecución de las hipotecas. Otra opción en el marco de la iniciativa MHA es el programa de refinanciamiento asequible para los hogares (Home Affordable Refinance Program, o HARP), que también tiene por objeto reducir los pagos mensuales de las hipotecas. Sin embargo, los hogares que ya están en incumplimiento están excluidos del HARP, y es probable que el efecto en la reducción del número de ejecuciones hipotecarias sea más limitado⁴².

Pese a ser de gran alcance, el programa HAMP hasta ahora ha logrado muchas menos modificaciones que las previstas. Millones de hogares aún están en riesgo de perder su vivienda. Al finales de 2011, el número de propiedades en proceso de ejecución hipotecaria era de aproximadamente 2,4 millones —casi cinco veces más que antes de la crisis— y el denominado inventario latente de hipotecas en dificultades hace pensar que la cifra podría aumentar significativamente (gráfico 3.11). Mientras tanto, el número de hipotecas permanentemente modificadas es de 951.000, o 1,9% de todas las hipotecas (véase el cuadro 3.1)⁴³. En cambio, el programa de la HOLC aplicado durante la Gran Depresión logró

⁴²La iniciativa MHA también incluye varios programas de alivio hipotecario para distintos casos, tales como Short Refinance Program de la FHA (refinanciamiento para prestatarios con patrimonio negativo); Home Affordable Unemployment Program (para propietarios desempleados); Home Affordable Foreclosure Alternatives Program (para ejecuciones hipotecarias); Second Lien Modification Program (segundas hipotecas) y Housing Finance Agency Innovation Fund for the Hardest Hit Housing Markets (para los mercados más afectados).

⁴³Como se explica en MHA (2012), para enero de 2012 se habían iniciado 1,79 millones de modificaciones provisionales, pero solo 951.000 de estas lograron convertirse en modificaciones “permanentes”. (En la etapa provisional el administrador del préstamo puede comprobar la capacidad del prestatario para cumplir los pagos modificados del préstamo antes de finalizar la modificación). Posteriormente, unas 200.000 de esas modificaciones fueron canceladas, con lo cual el número de modificaciones permanentes *activas* fue de 769.000.

modificar un 20% de las hipotecas, y el alcance previsto del HAMP era de entre 3 millones y 4 millones de propietarios de viviendas (MHA, 2010)⁴⁴. Asimismo, el monto desembolsado en el marco de la iniciativa MHA a diciembre de 2011 fue de tan solo \$2.300 millones, es decir, muy debajo de su asignación de \$30.000 millones (0,2% del PIB).

Los resultados deficientes de HAMP se deben a problemas de diseño. Específicamente, los problemas son los siguientes:

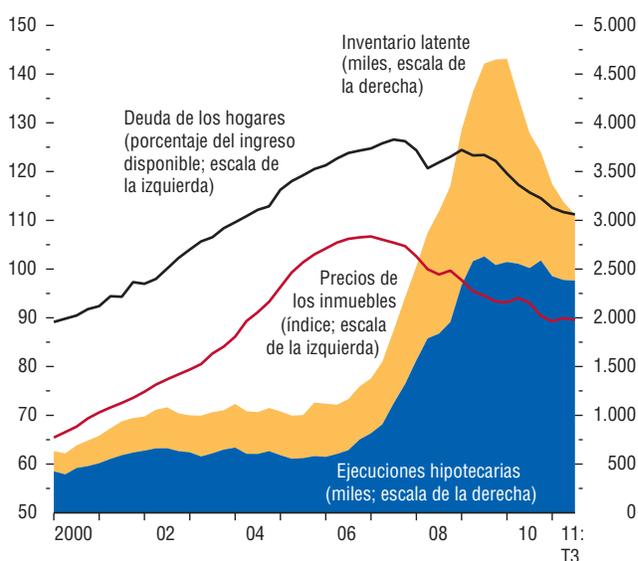
- La escasa participación se ha debido a los limitados incentivos que tienen las partes para acogerse al programa y a los estrictos criterios de participación de los prestatarios. En la legislación inicial, la cooperación de los acreedores era completamente voluntaria, y por eso mucho de ellos optaron por no participar. Los administradores de los préstamos tiene poco incentivo para iniciar un proceso costoso de renegociación dado que ya reciben compensación por algunos de los costos (legales) derivados de las ejecuciones hipotecarias de préstamos en mora⁴⁵. La alta probabilidad de reincidencia del incumplimiento puede llevar a los prestamistas e inversionistas a preferir los períodos de gracia y la ejecución hipotecaria en lugar de la modificación (Adelino, Gerardi y Willen, 2009). La titulización presenta problemas adicionales de coordinación y de carácter jurídico. Además, es posible que surjan conflictos de intereses, por ejemplo, cuando los

⁴⁴En un informe sobre la implementación del programa HAMP, la Oficina del Inspector General Especial del Programa de Rescate de Activos en Dificultades (SIGTARP) aclaró que “el Tesoro ha indicado que su meta de 3 millones a 4 millones de propietarios de inmuebles no se refiere al número de propietarios que reciban alivio sostenible y que evitan la ejecución hipotecaria, sino más bien a los 3 millones a 4 millones de propietarios que recibirán una oferta de modificación provisional” (SIGTARP, 2010). El informe critica la práctica de medir las ofertas de modificación provisional —en lugar de las ejecuciones hipotecarias evitadas mediante modificaciones permanentes—, y señala que esta estadística “sencillamente no es significativa”.

⁴⁵Según Kiff y Klyuev (2009), la función principal del administrador del préstamo es cobrar los pagos de hipotecas de los prestatarios y transmitirlos a los tenedores de las hipotecas (fideicomisos en el caso de los préstamos titulizados). Los administradores de préstamos también se encargan de gestionar las cuentas de depósitos en garantía que mantienen en nombre de los prestatarios para el pago de impuestos sobre la propiedad y seguros, y recurren a varios tipos de técnicas de mitigación en caso de incumplimiento del prestatario. Los administradores reciben una comisión por estos servicios.

Gráfico 3.11. El mercado inmobiliario de Estados Unidos; 2000–11

A finales de 2011 había aproximadamente 2,4 millones de propiedades cuyas hipotecas habían sido ejecutadas en Estados Unidos, o casi cinco veces más que antes de la crisis, y el “inventario latente” de hipotecas en dificultades hace pensar que la cifra podría seguir aumentando.



Fuentes: Oficina del Contralor de la Moneda, Oficina de Supervisión de las Instituciones de Ahorro, Tesoro de Estados Unidos, Reserva Federal, Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El inventario latente indica las propiedades cuyas hipotecas probablemente se ejecutarán de acuerdo con una serie de supuestos. Incluye una porción de todos los préstamos en mora 90 días o más (según la evolución observada de esos préstamos); una proporción de las hipotecas modificaciones (basada en la evolución de las hipotecas modificadas que vuelven a caer en incumplimiento); y una porción de hipotecas con patrimonio negativo (basada en las tasas observadas de incumplimiento). No se dispone de datos sobre modificaciones ni casos de patrimonio negativo previos al segundo trimestre de 2008.

tenedores de hipotecas de segundo rango bloquean la reestructuración de la deuda (FMI, 2011b). Varios factores también dificultan la participación. Por ejemplo, muchos de los gastos relacionados con el préstamo pendiente de pago, como cargos por atrasos e intereses devengados, se transfieren al nuevo préstamo modificado. Por último, muchos prestatarios en dificultades quedan efectivamente excluidos del programa debido a criterios de participación estrictos. Los desempleados no pueden acogerse al HAMP (pueden participar en otro mecanismo de la iniciativa MHA diseñado para los desempleados), y los hogares que han sufrido fuertes pérdidas de ingresos a menudo no pueden cumplir los requisitos de la relación deuda/ingreso posteriores a la modificación, especialmente si no se efectúa una reducción del principal. Por lo tanto, el programa en general transfiere un monto limitado de fondos a los propietarios de viviendas en dificultades.

- El HAMP en muchos casos no ha reducido los pagos mensuales de las hipotecas lo suficiente como para que vuelvan a ser asequibles. El programa incluye instrucciones estrictas y pormenorizadas para la modificación de los préstamos, y los métodos primarios son reducciones de la tasa de interés, prórrogas de los plazos de vencimiento y períodos de gracia. El proceso admite ciertas excepciones. Los préstamos no respaldados por entidades hipotecarias semipúblicas con relaciones préstamo/valor de más de 115% también pueden recibir reducciones del principal mediante el mecanismo PRA⁴⁶. Al final de 2011, un 11% de las modificaciones permanentes en el marco del HAMP incluían una reducción del valor contable del principal⁴⁷. La exclusión de las entidades hipotecarias semipúblicas, tenedoras de aproximadamente un 60% de todas las hipotecas pendientes de pago, ayuda a explicar la escasa participación. Es importante señalar que las modificaciones procuran reducir a 31% del ingreso mensual bruto la carga de reembolso de la hipotecas, según

⁴⁶Las entidades hipotecarias semipúblicas son la Asociación Federal de Crédito Hipotecario (Fannie Mae) y Sociedad Nacional de Préstamos Hipotecarios (Freddie Mac).

⁴⁷Como se explica en MHA (2012), 47.000 modificaciones permanentes se beneficiaron de reducciones contables del principal (pág. 4), lo cual equivale a 11% de las 432.000 modificaciones permanentes entre octubre de 2010 y diciembre de 2011.

una definición limitada que no tiene en cuenta el monto total de esa carga (incluidos otros préstamos en cuotas y segundas hipotecas). Como resultado, la mayoría de los prestatarios siguen sujetos a graves restricciones incluso después de efectuadas las modificaciones, con cargas totales de reembolso de la deuda que, tras la modificación, equivalen en promedio a 60% del ingreso mensual bruto, y con relaciones préstamo/valor que a veces son mayores después de la modificación (MHA, 2012). Esto ayuda a explicar la elevada tasa de reincidencia del incumplimiento de los préstamos modificados, cuyo promedio actual es de 27% después de 18 meses, y que llega a ser de hasta 41% en los casos en que la reducción del pago mensual fue de 20% o menos (MHA, 2012).

En respuesta a estos problemas, las autoridades adoptaron medidas adicionales para aliviar la presión sobre los balances de los hogares. En febrero de 2012 anunciaron una ampliación del HAMP, que incluye la flexibilización los criterios de participación y triplicando los incentivos para que los prestatarios ofrezcan reducciones de principal. Además, el programa se prorrogó un año. No obstante, la participación de las entidades hipotecarias semipúblicas está sujeta a la aprobación de la Agencia Federal de Crédito para la Vivienda. Las reducciones de principal probablemente reducirán las tasas de ejecución hipotecaria y, si se implementan a gran escala, constituirían un apoyo sustancial para los precios de la vivienda, lo cual ayudaría a eliminar la incertidumbre general que el inventario latente introduce en el mercado inmobiliario⁴⁸.

Escandinavia durante los años noventa

El caso de los países escandinavos ilustra cómo características institucionales, como una amplia red de protección social, pueden influir en la forma en

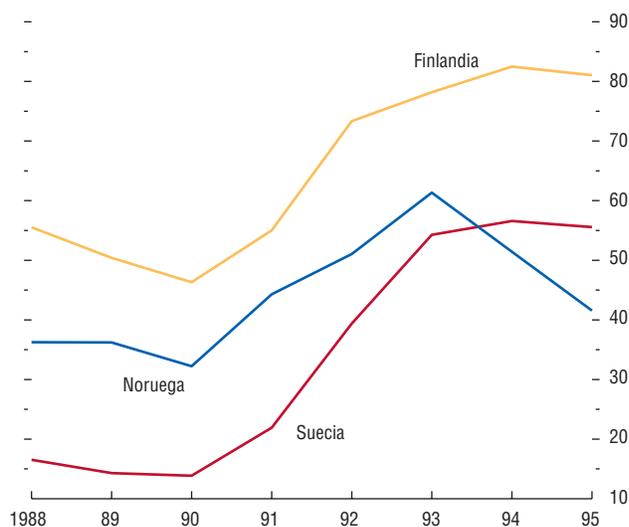
⁴⁸Otras medidas incluyen una venta experimental de inmuebles embargados para conversión a viviendas de alquiler. Esta conversión debería ayudar a reducir el impacto negativo de las ejecuciones hipotecarias en los precios de los inmuebles. Las autoridades asimismo pidieron al Congreso que amplíe el acceso al refinanciamiento a través de HARP a hipotecas que estén y que no estén auspiciadas por entidades semipúblicas; estas medidas apoyarían la recuperación del mercado inmobiliario. En particular, permitirían el refinanciamiento de préstamos no respaldados por entidades semipúblicas a través de un programa gestionado por la FHA.

que los gobiernos adoptan políticas discrecionales para la reestructuración de la deuda de los hogares. A diferencia de los casos anteriores, estos episodios presentan pocas iniciativas públicas enfocadas directamente en la deuda de los hogares. Después de que los precios de los inmuebles llegaran a su nivel máximo a finales de los años ochenta y tras el inicio de crisis bancarias en estas economías, las principales respuestas discrecionales en materia de política por parte de los gobiernos escandinavos consistieron en proporcionar apoyo al sistema financiero.

Estas economías no adoptaron medidas de reestructuración de la deuda de los hogares, pero sus amplias redes de protección social apuntalaron los ingresos de los hogares y la capacidad de estos para efectuar el servicio de su deuda. Las amplias redes de protección social son el resultado de una tradición de prestación de numerosos servicios públicos, sobre todo como una estrategia para fomentar la igualdad en estas economías⁴⁹. Por ejemplo, las prestaciones por desempleo expresadas como porcentaje de los salarios previamente devengados equivalían, en promedio, a 65% en Finlandia, Noruega y Suecia en 1991, muy por encima del promedio de 47% de otras economías de la OECD (OECD, 1995, pág. 61). En Suecia, el porcentaje de sustitución de los salarios era 83%. Este seguro proporcionado por el gobierno, junto con otras prestaciones de la red de protección social, mitigó considerablemente el impacto de la pérdida de empleo en los hogares con balances en dificultades y apuntaló su capacidad para pagar las hipotecas. Pero al mismo tiempo, los programas de transferencias automáticas, sumados a la recesión, implicaron un aumento importante de la deuda pública. La relación deuda pública/PIB subió de un promedio de 31% en 1990 a 64% en 1994 (gráfico 3.12)⁵⁰. Ante esta situación, las autoridades recortaron los

Gráfico 3.12. Deuda pública en los países escandinavos; 1988–95
(Porcentaje del PIB)

Finlandia, Noruega y Suecia experimentaron fuertes aumentos de la deuda pública tras el colapso inmobiliario y la crisis bancaria de comienzos de los años noventa.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

⁴⁹Por ejemplo, el FMI (1991) explica que en Noruega “el gobierno tradicionalmente ha procurado proporcionar muchos servicios básicos públicos en los ámbitos de salud y educación, sobre todo para promover la igualdad, pero también por razones de política social. Además, los esfuerzos para redistribuir los ingresos y reducir las diferencias regionales han dado origen a un amplio sistema de transferencias” (pág. 19).

⁵⁰El aumento de la deuda pública también se debió al apoyo financiero brindado al sector bancario y al estímulo fiscal discrecional destinado a reducir el desempleo.

pagos de asistencia social a mediados y finales de los años noventa, como parte de un proceso plurianual de consolidación fiscal (Devries *et al.*, 2011).

Además, las tasas variables de las hipotecas pre-valetientes en estas economías permitieron que el efecto de las menores tasas de interés se transmita rápidamente a los pagos de las hipotecas. Después de que los países escandinavos abandonaran el tipo de cambio vinculado a la unidad de cuenta europea en noviembre de 1992, las tasas de interés a corto plazo registraron una baja sustancial. Por ejemplo, el abandono de la vinculación del tipo de cambio permitió una reducción acumulada de 4 puntos porcentuales de las tasas de interés a corto plazo en Suecia (FMI, 1993). En cambio, en las economías donde las hipotecas tienden a tener tasas fijas con plazos plurianuales, los hogares a menudo tuvieron que solicitar una nueva hipoteca (refinanciamiento) para acceder a tasas más bajas, un proceso que puede verse entorpecido por la desvalorización de los inmuebles y el patrimonio negativo.

Enseñanzas extraídas de los estudios de casos

Nuestra investigación sobre las iniciativas aplicadas por los gobiernos para hacer frente al problema de la deuda de los hogares durante episodios de desapalancamiento deja las siguientes enseñanzas en materia de política:

- Los programas de reestructuración de la deuda de los hogares que se ejecutan decididamente, como el de Estados Unidos en los años treinta y el de Islandia en la actualidad, pueden reducir significativamente el número de incumplimientos de los hogares y ejecuciones hipotecarias y aliviar sustancialmente la carga de reembolso de la deuda. En tal sentido, estos programas ayudan a evitar ciclos en los que la reducción de precios de los inmuebles y la contracción de la demanda agregada se refuerzan mutuamente. La experiencia de Islandia destaca asimismo la importancia de que haya un marco integral, con una comunicación clara con el público y con plazos explícitos. El proceso de reestructuración de la deuda de los hogares solo empezó a arrojar resultados después de que se adoptara un marco de este tipo.
- Es esencial garantizar un sector bancario sólido durante el período de desapalancamiento de los hogares. En Islandia, el hecho de que los nuevos bancos hubieran adquirido sus carteras de préstamos a valor razonable significó que se podía proceder a una reestructuración de gran alcance de la deuda de los hogares sin afectar el capital bancario. Esto asimismo creó incentivos para que los bancos iniciaran negociaciones con los prestatarios. En cambio, en los casos de Colombia en los años noventa y Hungría en la actualidad, los sectores bancarios insuficientemente capitalizados no pudieron absorber las pérdidas derivadas de la reestructuración (obligatoria) de la deuda de los hogares. El resultado fue una perturbación de la oferta de crédito.
- Las características institucionales vigentes pueden influir en la decisión de los gobiernos de adoptar o no políticas discrecionales para hacer frente a los problemas relacionados con el endeudamiento de los hogares. En los países escandinavos, pese a una fuerte acumulación de deuda de los hogares antes del colapso del mercado inmobiliario a finales de los años ochenta, las autoridades adoptaron pocas políticas nuevas enfocadas en esa deuda. Esta falta de una respuesta de política quizá se deba a que la red de protección social ofrece importantes estabilizadores fiscales automáticos, y a que las tasas de interés variables de las hipotecas transmitieron rápidamente el estímulo de política monetaria a los propietarios de los inmuebles.
- Un aspecto importante del diseño de las políticas focalizadas es que incentiven adecuadamente la participación de prestatarios y prestamistas. Por ejemplo, las iniciativas de reestructuración de la deuda tienen que ofrecer a los acreedores y deudores una alternativa viable frente al incumplimiento y las ejecuciones hipotecarias. El caso de Estados Unidos durante la Gran Depresión demuestra cómo se pueden implementar disposiciones específicas para garantizar que los prestamistas acepten voluntariamente las modificaciones apoyadas por el gobierno. En cambio, el caso de Estados Unidos desde la Gran Recesión, en el cual las modificaciones de los préstamos pueden abrir la puerta a posibles litigios por parte de los inversionistas, demuestra cómo un mal diseño de los programas

de reestructuración de la deuda de los hogares puede dar lugar a una escasa participación.

- El respaldo del gobierno a los programas de reestructuración de la deuda de los hogares deja claros ganadores y perdedores. La fricción que produce esta redistribución puede ser una de las razones de que estas políticas hayan sido tan poco empleadas en el pasado, salvo cuando el problema era de gran magnitud y las consiguientes presiones sociales y políticas eran considerables.

Resumen e implicaciones para las perspectivas

Los colapsos del mercado inmobiliario que están precedidos de mayores aumentos de la deuda bruta de los hogares están vinculados a desaceleraciones más profundas, recuperaciones más débiles y episodios de desapalancamiento de los hogares más pronunciados. La contracción de la actividad económica es demasiado fuerte como para que su causa sea simplemente una caída más pronunciada de los precios de los inmuebles. Y tampoco se debe exclusivamente a las crisis bancarias. Más bien, lo que parece explicar la gravedad de la contracción es la combinación de la caída de precios de los inmuebles con el apalancamiento previo al colapso. Estos hechos estilizados son coherentes con las predicciones de modelos teóricos recientes en los que la deuda y el desapalancamiento de los hogares provocan desaceleraciones profundas y prolongadas.

Las políticas macroeconómicas son una componente crucial de los esfuerzos para evitar contracciones excesivas de la actividad económica durante episodios de desapalancamiento de los hogares. Por ejemplo, las transferencias fiscales a los hogares desempleados a través de la red de protección social pueden apuntalar los ingresos de esos hogares y reforzar su capacidad de servicio de la deuda, como sucedió en las economías escandinavas en los años noventa. El relajamiento de la política monetaria en las economías en donde las hipotecas suelen tener tasas de interés variables puede reducir rápidamente los pagos de las hipotecas y evitar los incumplimientos de los hogares. El apoyo al sector financiero puede mitigar el riesgo de que la tensión en los balances de los hogares afecte la disposición de los bancos a ofrecer crédito. No obstante, el estímulo

macroeconómico tiene sus límites. El tope inferior de cero al que están sujetas las tasas de interés nominales puede impedir que se efectúen recortes suficientes de las tasas, y un alto nivel de deuda pública puede restringir el alcance de las transferencias financiadas mediante déficits.

Las políticas focalizadas para la reestructuración de deuda de los hogares pueden aportar importantes ventajas. A un costo fiscal relativamente bajo, estas políticas pueden amortiguar sustancialmente el impacto negativo del desapalancamiento de los hogares en la actividad económica. Concretamente, los programas audaces de reestructuración de la deuda de los hogares, como los aplicados en Estados Unidos en los años treinta y en Islandia en la actualidad, pueden reducir el número de incumplimientos de los hogares y ejecuciones hipotecarias y aliviar las cargas de reembolso de la deuda. En tal sentido, estos programas ayudan a evitar ciclos en los que la caída de los precios de la vivienda y la contracción de la demanda agregada se refuerzan mutuamente. Estas políticas revisten particular interés para las economías cuyo margen para la aplicación de políticas macroeconómicas expansivas es limitado y cuyos sectores financieros ya han recibido apoyo del gobierno.

Sin embargo, el éxito de estos programas depende de que su diseño sea adecuado. Si los criterios de participación son demasiado restrictivos o si la estructura de los incentivos es deficiente, el efecto real de los programas puede reducirse a una fracción del efecto previsto. Y a la inversa, los programas demasiado amplios pueden tener graves efectos colaterales y socavar la salud del sector financiero.

Apéndice 3.1. Elaboración y fuentes de datos

Los datos sobre los balances de los hogares se recopilaron de diversas fuentes. La fuente principal es la base de datos de cuentas financieras de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). El conjunto de datos contiene información detallada sobre los activos y pasivos financieros de hogares de 33 economías durante el período 1950–2010, aunque las series de la mayoría de las economías empiezan en los años noventa. Nos centramos en los pasivos financieros totales del sector de los hogares. En los casos de varias economías, las series correspondientes

a los pasivos financieros totales se ampliaron retroactivamente utilizando datos de fuentes nacionales (Corea, Estados Unidos, Finlandia, Italia, Noruega, Nueva Zelandia, el Reino Unido, Suecia). Las series correspondientes a los pasivos financieros de Alemania, Australia, Bélgica, France, Grecia, los Países Bajos y Portugal que se remontan a 1980 se obtuvieron de Cecchetti, Mohanty y Zampolli (2011). Los datos más recientes sobre los balances de los hogares de varios países no pertenecientes a la OCDE (Bulgaria, Letonia, Lituania, Rumania) se obtuvieron de Eurostat. Los datos de Estados Unidos previos a 1950 provienen de la Oficina de Análisis Económicos de Estados Unidos y de *Historical Statistics of the United States*; en el caso de Islandia, los datos sobre pasivos de los hogares se extrajeron de fuentes nacionales.

Las demás series utilizadas en este capítulo provienen en su mayoría de las bases de datos de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI, *World Development Indicators* del Banco Mundial, OECD.Stat y Haver Analytics. Específicamente, el ingreso disponible de los hogares, los precios de los inmuebles y las tasas de desempleo se extrajeron de OECD.Stat y se empalmaron con los datos de Haver Analytics para lograr una cobertura más amplia. La información sobre precios de los inmuebles de Colombia y Hungría se extrajo de *Global Property Guide*; en el caso de Islandia, el índice de precios inmobiliarios proviene de fuentes nacionales. Las variables macroeconómicas, como PIB real y nominal, consumo privado, inversión y demás, provienen de la bases de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

Los indicadores de colapsos del mercado inmobiliario se obtuvieron de Claessens, Kose y Terrones (2010), quienes usaron el algoritmo de Harding y Pagan (2002) para determinar los puntos de inflexión en el nivel (logarítmico) de los precios nominales de los inmuebles. Los indicadores de recesión provienen de Howard, Martin y Wilson (2011), quienes definen una recesión como dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo. Dado que nuestro análisis empírico se basa en datos anuales, asignamos la recesión o el colapso del mercado inmobiliario, respectivamente, al año del primer trimestre en que se observa la recesión o al punto máximo del precio de los inmuebles. Los indicadores de las crisis financieras se obtuvieron de Laeven y Valencia (2010).

Apéndice 3.2. Metodología estadística y pruebas de robustez

En este apéndice se presentan más detalles sobre los métodos estadísticos empleados en la primera sección del capítulo y sobre la robustez de los correspondientes resultados de las regresiones.

Especificación del modelo y estimación

La especificación de base es un modelo datos de panel de corte transversal y efectos fijos temporales estimado con respecto a 24 economías de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos más la provincia china de Taiwán durante 1980–2011:

$$\begin{aligned} \Delta Y_{it} = & \mu_i + \lambda_t + \sum_{j=0}^2 \beta_j \Delta Y_{i,t-j} + \sum_{s=0}^2 \beta_s \text{Bust}_{i,t-s} \\ & + \sum_{s=0}^2 \gamma_s \{ \text{Bust}_{i,t-s} \times \text{HiDebt}_{i,t-s-1} \} \\ & + \sum_{s=0}^2 \theta_s \text{HiDebt}_{i,t-s-1} + v_{i,t}, \end{aligned} \quad (3.1)$$

donde ΔY_{it} denota la variación de la variable de interés. Comenzamos con el logaritmo de consumo real de los hogares y luego examinamos los componentes de PIB, desempleo, deuda de los hogares y precios de los inmuebles. El término *Bust* denota una variable ficticia de un colapso del mercado inmobiliario que toma el valor de 1 al comienzo del colapso; y el término *HiDebt* es una variable ficticia que toma el valor de 1 si el aumento de la relación deuda/ingreso de los hogares en los tres años previos al colapso fue de “alto nivel”. En nuestra especificación de base se considera que un aumento es de alto nivel si es mayor que la mediana de todos los colapsos del mercado inmobiliario en todas las economías. Esta definición de “alto nivel” se somete a varias pruebas de robustez, y los resultados que se obtienen son similares (véase más adelante). Se incluyen efectos de país y efectos fijos temporales para tener en cuenta shocks mundiales y tendencias específicas de los países. Las estimaciones de la ecuación (3.1) se acumulan para obtener estimaciones de la respuesta del *nivel* de la variable de interés (Y) y del error estándar (agrupado por economía) utilizando el método delta.

Cuadro 3.2. Consumo real tras colapsos del mercado inmobiliario: Robustez

	Alto nivel de deuda	Bajo nivel de deuda	Diferencia
Escenario base	-4,315*** (0,829)	-0,396 (0,791)	-3,918*** (0,970)
Muestras alternativas			
Excluida la Gran Recesión	-4,098*** (0,987)	-0,425 (1,068)	-3,673*** (1,294)
Excluidas las crisis financieras	-1,757** (0,876)	0,504 (0,735)	-2,261** (1,095)
Excluidos los valores atípicos	-2,978*** (0,755)	-0,133 (0,726)	-2,845*** (0,946)
Modelos estadísticos alternativos			
Método generalizado de momentos	-4,142*** (0,996)	-0,277 (1,015)	-3,865*** (1,301)
Cuatro rezagos de la variable dependiente	-2,121** (1,071)	0,984 (1,273)	-3,105** (1,310)
Definiciones alternativas de alto o bajo nivel de deuda			
Superior o inferior a la mediana (aumento porcentual de la deuda)	-3,675*** (0,779)	-0,543 (0,841)	-3,132*** (0,917)
Cuartil superior o cuartil inferior (aumento de la deuda en puntos porcentuales)	-5,690*** (1,601)	-0,948 (1,236)	-4,742** (2,332)

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El cuadro presenta estimaciones de la respuesta acumulada del gasto real de los consumidores tras colapsos del mercado inmobiliario en el año $t = 5$ en episodios con abajo y alto nivel de endeudamiento de los hogares en los tres años previos al colapso. Los errores estándar, corregidos para tener en cuenta el efecto de conglomerado a nivel de economía, aparecen entre paréntesis. ***, ** y * denotan significancia al nivel de 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Pruebas de robustez

Como demuestra el cuadro 3.2, la observación de que los colapsos del mercado inmobiliario que están precedidos de un fuerte aumento de la deuda de los hogares tienden a ser más severos resiste varias pruebas de robustez. En cada una de estas pruebas, la atención se centró en la gravedad del colapso del mercado inmobiliario para grupos con alto nivel de deuda y bajo nivel de deuda en función de la contracción del consumo real de los hogares cinco después del colapso⁵¹. Las pruebas de robustez comprenden lo siguiente:

- *Definición del grupo “con alto nivel de deuda”*: En nuestro escenario de base, un colapso del mercado inmobiliario pertenece al grupo con alto nivel de deuda si está precedido de un aumento de la relación deuda/ingreso de los hogares superior a la mediana durante los tres años previos al colapso. Los resultados no dependen de si el aumento se define en términos absolutos (aumento de la relación en puntos porcentuales) o en términos relativos (aumento proporcional en porcentaje).

⁵¹Si se utilizan horizontes de menos de cinco años se obtienen resultados similares, pero que no se presentan por limitaciones de espacio.

Los resultados también son similares si las definiciones de “alto nivel de deuda” y “bajo nivel de deuda” equivalen a pertenecer al cuartil superior y al cuartil inferior, respectivamente, del aumento de la relación deuda/ingresos.

- *Muestra temporal*: Los resultados no dependen de la Gran Recesión. Los resultados son similares si la muestra se extiende solo hasta 2006.
- *Valores atípicos y especificación*: Los resultados relativos a una contracción más severa de la actividad económica son robustos cuando se excluyen los valores atípicos utilizando la distancia de Cook. (Esto implica excluir los puntos de datos extremos con residuos considerables o alto nivel de influencia.) Los resultados también son similares si se usa una especificación dinámica con cuatro rezagos en lugar de los dos rezagos de la especificación de base.
- *Procedimiento de estimación alternativa*: Los resultados también son similares si se realiza una estimación basada en el estimador Arellano-Bond (1991). Este procedimiento soluciona el problema de un posible sesgo debido a que los efectos fijos por país se correlacionan con las variables rezagadas dependientes en la ecuación de autorregresión.

Recuadro 3.1. La Corporación de Préstamos a Propietarios de Viviendas de Estados Unidos (HOLC)

La Corporación de Préstamos a Propietarios de Viviendas (HOLC) fue creada el 13 de junio de 1933 como un programa que le permitía al gobierno comprar préstamos en dificultades. Los objetivos explícitos de la HOLC, consignados en su acta de constitución, eran los siguientes: “Proporcionar alivio de emergencia para casos de endeudamiento por hipotecas para vivienda, refinanciar hipotecas para vivienda, brindar alivio a los propietarios de viviendas que habitan en el inmueble y que no pueden amortizar sus deudas en otra plaza, enmendar la Ley de Bancos Federales de Préstamos para la Vivienda, ampliar el mercado de obligaciones de Estados Unidos, y otros fines”.

El programa disponía 1) el canje de bonos HOLC (con una garantía federal que inicialmente cubría solo los intereses, pero que a partir de la primavera de 1934 cubrió intereses y principal) por hipotecas de vivienda en dificultades y, en unos pocos casos, 2) la concesión de préstamos en efectivo para el pago de impuestos y el refinanciamiento de hipotecas. Los préstamos de la HOLC estaban restringidos a hipotecas en situación de incumplimiento (o hipotecas en poder de instituciones financieras en dificultades) y garantizadas por inmuebles no agrícolas con espacio habitable para no más de cuatro familias y tasados por funcionarios de la HOLC en no más de \$20,000 (\$321,791 en dólares de 2008). Ningún préstamo podía superar el 80% de la tasación de la HOLC ni un tope de \$14,000. Los préstamos, cuya tasa de interés máxima era 5%, debían amortizarse con pagos mensuales durante un plazo de 15 años, que a veces se amplió a 20 años (Green y Wachter, 2005).

Cómo funcionó

Los criterios de concesión de préstamo basados en las características de los prestatarios y las propiedades se aplicaron estrictamente. En total (del 13 de junio de 1933 al 27 de junio de 1935) la HOLC recibió 1.886.491 solicitudes de refinanciamiento por un total de \$6.200 millones, monto equivalente a aproximadamente el 35% de las hipotecas no agrícolas pendientes de pago, o a 11% del producto interno bruto, y que excedía la autorización total

El autor de este recuadro es Deniz Igan.

de \$4.750 millones. Aproximadamente un 40% de quienes podían acceder al programa presentaron solicitudes, y un 46% de esas solicitudes fueron denegadas o retiradas. Las razones alegadas con mayor frecuencia para denegar una solicitud fueron “garantía insuficiente” e “inexistencia de dificultades”. Algunas solicitudes fueron retiradas como resultado de acuerdos bilaterales voluntarios entre el prestatario y el prestamista, promovidos por la HOLC. No obstante, la HOLC compró y reestructuró alrededor de un millón de hipotecas en dificultades que estaban en riesgo de ejecución, o aproximadamente una de cada cinco hipotecas.

El éxito del programa dependía crucialmente de que los prestatarios estuvieran dispuestos a canjear sus hipotecas pendientes de pago por bonos HOLC. Los prestamistas se mostraron reacios a participar debido a que en un inicio la garantía pública cubría solo los intereses, sin que existiera un compromiso para cubrir el principal, y también debido a que pensaban que la HOLC perdería dinero. La tasa de interés relativamente baja de 4% (aproximadamente un tercio por debajo de la tasa de interés habitual para hipotecas), las restricciones legales sobre las políticas de inversión de algunas instituciones financieras y la falta de confianza en el crédito del gobierno fueron también razones en contra de que se aceptara el canje.

Sin embargo, la garantía pública con respecto a los intereses tuvo mucho más valor que la promesa del propietario de una vivienda en dificultades: un rendimiento casi seguro de 4% era mejor que un rendimiento devengado de 6% pero incobrable, y además no implicaba costos de cobro y servicio ni el costo de una posible ejecución de la hipoteca. Asimismo, las normas de tasación creaban la posibilidad de recibir un valor en bonos mayor que el valor obtenible mediante una venta por ejecución hipotecaria. Por último, los bonos estaban exentos de los impuestos estatales y locales sobre la propiedad, y su renta estaba exenta del correspondiente impuesto estatal y federal normal. Para hacer aún más atractivas las condiciones para el canje, se levantaron las restricciones legales sobre las políticas de inversión, la Bolsa de Valores Inmobiliarios de Nueva York anunció que admitiría la negociación

Recuadro 3.1 (continuación)

de bonos, el Tesoro autorizó el uso de los bonos como garantía para los depósitos de dinero público, la Corporación Financiera para la Reconstrucción (RFC, por sus siglas en inglés) decidió aceptar los bonos como garantía hasta por el 80% de su valor nominal, y la Oficina del Contralor de la Moneda revirtió su política de permitir que los síndicos de bancos nacionales aceptaran nuevos bonos. A comienzos de 1934, la garantía pública se amplió para que abarcara también el principal de los bonos, con lo cual estos sin duda se tornaron más aceptables. Además la HOLC anunció la emisión de nuevos bonos a 18 años, rescatables en 10 años y con un cupón de 3%.

Los montos de las tasaciones fueron críticos para incentivar la participación en el programa de refinanciamiento, así como para garantizar que el alcance del programa fuera adecuado y que la distribución de la carga fuera equitativa. Cuanto más baja era la tasación de los inmuebles, menor era el riesgo para la HOLC, pero también era menor el número de propietarios de inmuebles que podían beneficiarse del programa y mayor el sacrificio de los prestamistas originales. Las tasaciones se basaron en tres factores igualmente ponderados: “valor de mercado en el momento de la tasación; el costo de un lote similar en el momento de la tasación, más el costo de reproducción de la edificación, menos la depreciación; y el valor de las instalaciones calculado en función de la capitalización del valor razonable de alquiler mensual de las instalaciones durante los últimos 10 años”. El resultado a menudo superaba el valor de mercado corriente en vista de la coyuntura en el mercado de la vivienda.

Surgieron un par de complicaciones en el caso de las hipotecas en poder de bancos recientemente quebrados y en el caso de segundas hipotecas y otros créditos rango inferior. Para el caso de los bancos recientemente quebrados se estableció una operación al por mayor: la RFC concedería un préstamo a un banco en dificultades y aceptaría hipotecas como garantía, y posteriormente la HOLC procesaría esas hipotecas y entregaría bonos o efectivo al banco, el cual a su vez reembolsaría a la RFC. Alrededor de un 13% de todas las hipotecas refinanciadas a través de la HOLC correspondían a esta categoría. La política en el caso de los tenedores de créditos de rango inferior consistía en limitar las obligaciones totales vinculadas a un inmueble al 100% de su tasación, para así garantizar, dentro de lo razonable, que los prestatarios pudieran cumplir sus obligaciones. El crédito de rango inferior tenía que estar garantizado por un bono y una hipoteca, siendo necesaria la ejecución de la hipoteca como medio de liquidación. (Se exigía el consentimiento de la HOLC antes de que el tenedor del gravamen secundario pudiera proceder a la ejecución de la hipoteca.)

El inicio de la HOLC fue accidentado: se subestimó la magnitud de la empresa y hubo fallas en la organización. Como entidad independiente, la HOLC gozaba de más flexibilidad en cuanto a presupuesto y administración, pero la falta de precedentes y la urgencia de la situación plantearon desafíos. No obstante, al cabo de unos pocos años la HOLC se había hecho de una buena reputación gracias a una adecuada ejecución del programa y al suministro eficiente de un alivio que era muy necesario.

Recuadro 3.2. Reestructuración de la deuda de los hogares en Islandia

Tras la devastadora crisis financiera de Islandia en 2008, las autoridades procuraron proteger a los hogares de las perturbaciones a corto plazo, encaminarlos hacia la viabilidad financiera y evitar una ola de ejecuciones hipotecarias. Las iniciativas adoptadas por las autoridades en materia de política pueden dividirse en dos amplias categorías: postergación o reprogramación del servicio de la deuda y reducción del saldo de la deuda. La tarea se vio complicada por un fallo del Tribunal Supremo, dictado cuando estaba en curso el proceso, según el cual la mayoría de las obligaciones vinculadas al tipo de cambio eran ilegales en virtud de una ley de 2001. Esto paralizó los programas de reducción de la deuda que se describen más adelante, pero al mismo tiempo provocó una reducción de la deuda equivalente al 10% del PIB, la cual en parte se habría logrado a través de esos programas¹. Buena parte del costo de reestructuración de la deuda fue sufragado indirectamente por acreedores externos, que absorbieron pérdidas importantes cuando colapsaron los bancos.

Postergación o reprogramación del servicio de la deuda

El objetivo inmediato consistía en proteger a los hogares de un crecimiento desmesurado del servicio de la deuda debido a la indexación casi universal de la deuda al índice de precios al consumidor (IPC) o al tipo de cambio de cambio, dos parámetros que habían registrado fuertes subidas. Una primera medida fue suspender, temporalmente, el servicio de la deuda de todos los préstamos vinculados al tipo de cambio y de algunas hipotecas denominadas en moneda local. Poco después, las autoridades introdujeron la suavización de los pagos: un mecanismo de reprogramación que consiste en cambiar la base del servicio de la deuda a un índice que haya registrado aumentos mucho menores que los del IPC o del tipo de cambio. La suavización

Los autores de este recuadro son Edda Rós Karlsdóttir y Franek Rozwadowski.

¹El monto de los préstamos ilegales se volvió a calcular como si se hubieran concedido en moneda nacional en las mejores condiciones disponibles en la fecha en que se otorgó el préstamo original. En febrero de 2012, el Tribunal Supremo emitió un fallo que modificó este tratamiento, pero cuyo efecto aún no es claro y no está reflejado en el presente análisis.

de los pagos proporcionó un alivio directo del servicio de la deuda de 15% a 20% en el caso de los préstamos indexados al IPC y de 30% a 40% en el caso de los préstamos indexados al tipo de cambio. Pero el alivio tuvo costos: mayores pagos en el futuro y posibles prórrogas de los vencimientos. Para incentivar la participación de los hogares, se incluyó la suavización de los pagos como opción automática en los préstamos indexados al IPC, y se fijó un límite de tres años para las prórrogas de los vencimientos (disponiéndose la cancelación contable de cualquier saldo remanente). Alrededor del 50% de las hipotecas se beneficiaron de la suavización de los pagos. Estas medidas se complementaron con una moratoria de las ejecuciones hipotecarias de inmuebles residenciales.

Reducción de la deuda

Varios principios determinaron la forma en que Islandia enfocó la reducción de la deuda. En primer lugar, la carga financiera debía recaer sobre el sector financiero, que contaba con reservas financieras, y no en el sector público, cuya deuda ya era alta. En segundo lugar, debían sopesarse las necesidades de los hogares en dificultades frente a la preservación de los derechos de los acreedores. Por último, otra consideración importante fue la velocidad del proceso.

El enfoque se asienta en cuatro pilares, cada uno modificado con el transcurso del tiempo y a la luz de la experiencia. Tres de esos pilares disponen para cada caso soluciones específicas cuya administración se encarga, respectivamente, a los tribunales, al sector financiero y a la recientemente creada Oficina del Defensor del Deudor. El cuarto pilar es un acuerdo que establece un proceso acelerado para la reducción del valor contable de las hipotecas con patrimonio muy negativo (aquellas cuyo valor supera ampliamente el valor del inmueble).

- *Soluciones administradas por los tribunales:* Las autoridades enmendaron la Ley de Quiebras para que a los hogares les resulte más fácil y menos costoso solicitar la consolidación de la deuda no garantizada y para acortar el período de rehabilitación en el caso de quiebra. Se promulgó asimismo la Ley de Mitigación de Pagos de Hipotecas Residenciales, con el fin de ayudar a

Recuadro 3.2 (continuación)

hogares que eran propietarios de viviendas de precio moderado. Este ley permite a los prestamistas reducir el valor contable de las hipotecas a 110% del valor de la garantía (posteriormente el porcentaje se redujo a 100%) y convertir la porción correspondiente a la reducción contable en un derecho no garantizado. El sistema es engorroso, pero sus componentes básicos —pagos reducidos durante un período especificado, reducción posterior del gravamen y posible cancelación de la deuda no garantizada— sirvieron de modelo y de fundamento jurídico para las iniciativas extrajudiciales que surgieron más adelante. El sistema también ofrece una alternativa en el caso de que las negociaciones no prosperen.

- *Acuerdo sectorial:* Las autoridades apoyaron un acuerdo sectorial relativo a un marco administrado por los bancos para la mitigación acelerada de la deuda por vía extrajudicial. Este acuerdo aborda muchos de los problemas que surgen en las reestructuraciones administradas por los tribunales. Integra la gestión de la deuda con y sin garantía y establece pautas para los avales y garantías de terceros.

Bajo este marco, los hogares que solicitan alivio primero liquidan los activos no esenciales y aplican todo excedente de efectivo a la reducción de la deuda. Posteriormente, las hipotecas pendientes de pago y con patrimonio negativo (o los préstamos para automóviles) se dividen en un préstamo con garantía, por un monto igual al 100% del valor de la garantía, y un préstamo provisionalmente no garantizado. Por regla general, el hogar debe hacerse cargo de la totalidad del servicio del préstamo con garantía y debe usar su restante “capacidad de reembolso” para efectuar pagos parciales proporcionales vinculados a todos los préstamos no garantizados². Pero también hay disposiciones que permiten la suspensión de hasta el 30% de la hipoteca por tres años. Si el hogar se mantiene al día en todos los pagos por tres años, se cancelan los saldos pendientes de todos los préstamos sin garantía.

²La capacidad de reembolso se define como la diferencia entre el ingreso disponible y el costo de vida “normal”.

- *El defensor del deudor:* Por legislación se estableció un tercer sistema para ofrecer soluciones individualizadas a través de un defensor del deudor (DD) y su respectivo marco jurídico de apoyo. El DD brinda a los hogares asesoramiento jurídico y financiero y designa a un supervisor para que los represente en negociaciones. La legislación tiene por objeto reducir las demoras mediante la introducción de plazos para el procesamiento de solicitudes; asimismo crea un incentivo para los prestamistas al establecer un procedimiento formal para la presentación de quejas según el cual la reestructuración por vía judicial es la alternativa (y la amenaza) en el caso de que fracasen las negociaciones. La reestructuración de la deuda administrada por el DD tiene las mismas características básicas que la reestructuración en el marco de un acuerdo sectorial, pero permite una mayor adaptación a las circunstancias individuales, abarca un grupo más amplio de prestatarios y acreedores y puede disponer una reducción menor del valor contable de los créditos no garantizados.
- *Proceso acelerado para la reducción del valor contable:* El último pilar, instituido en diciembre de 2010, fue un convenio, promovido por el gobierno, para que los prestamistas acuerden reglas relativamente sencillas para reducir el valor contable de las hipotecas con patrimonio muy negativo a 110% del valor de los activos prendables. Este acuerdo eliminó el incentivo que empujaba a los hogares a esperar a que surgiera una mejor oportunidad, ya que fijaba las fechas de tasación de la hipoteca y el inmueble y de caducidad de la oferta. El monto de reducción de la deuda y el número de hogares beneficiados con este proceso han sido mayores que con cualquier otro programa. Al 31 de enero de 2012, cerca de un 15% de los hogares con hipotecas habían aprovechado la reducción acelerada del valor contable, frente a menos de 6% de hogares que recurrieron o están recurriendo al acuerdo sectorial y al defensor del deudor. No obstante, es posible que los programas que ofrecen soluciones individualizadas estén beneficiando a un mayor número de hogares con coeficientes de servicio de la deuda elevados, ya que solo

Recuadro 3.2 (continuación)

aproximadamente una cuarta parte de los hogares que recurrieron a la reducción acelerada del valor contable pertenecían a esa categoría (Ólafsson y Vignisdóttir, 2012).

Resultados y enseñanzas

Aún está por verse si el enfoque aplicado por Islandia para reducir la deuda de los hogares fue eficaz o no, pero ya es posible sacar una serie de conclusiones. En primer lugar, las medidas con criterios de habilitación sencillos, como la reducción del valor contable de las hipotecas con patrimonio muy negativo, pueden proporcionar alivio rápido con una focalización rudimentaria. En segundo lugar, los marcos extrajudiciales que ofrecen soluciones específicas pueden ayudar a rescatar a hogares que atraviesan problemas complejos con más celeridad que los tribunales. Sin embargo, estos marcos también son lentos: hasta el fin de enero de 2012, solo un 35% de las solicitudes recibidas habían sido procesadas. Esto se debe en parte a que no se definieron con precisión los conceptos básicos (como

“capacidad de reembolso”). Pero también se deba a que tanto en el caso de la legislación como en el del acuerdo sectorial la cantidad de decisiones que dependen de circunstancias individuales es mayor de lo que resultaría coherente para el logro de una solución acelerada. Por último, y en el mismo sentido, la mayor complejidad del mecanismo del defensor del deudor contribuye a que los períodos de procesamiento sean más largos.

Parece haber una disyuntiva entre la rapidez con que se logra una resolución y el grado de adaptación del alivio de la deuda que es necesario para proteger los derechos de propiedad y reducir el riesgo moral. Una forma de paliar el problema sería usando marcos paralelos, es decir, medidas genéricas para los casos graves en que las reducciones del valor contable parecen inevitables, y medidas individualizadas para casos más complejos. De hecho, la decisión de las autoridades de complementar los sistemas de soluciones específicas con medidas para acelerar la resolución de las hipotecas con patrimonio muy negativo es un paso en la dirección correcta.

Referencias

- Adelino, Manuel, Kristopher Gerardi y Paul Willen, 2009, “Why Don’t Lenders Renegotiate More Home Mortgages? Redefaults, Self-Cures, and Securitization”, NBER Working Paper No. 15159 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Arellano, Manuel, y Stephen Bond, 1991, “Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations”, *Review of Economic Studies*, vol. 58, págs. 277–97.
- Blinder, Alan S., 2008, “From the New Deal, a Way Out of a Mess”, *The New York Times*, 24 de febrero.
- Buiter, Willem H., 2010, “Housing Wealth Isn’t Wealth”, *Economics—The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, vol. 4, No. 22, págs. 1–29.
- Campbell, John, Stefano Giglio y Parag Pathak, 2011, “Forced Sales and House Prices”, *American Economic Review*, vol. 101, No. 5, págs. 2108–31.
- Carroll, Christopher, Jiri Slacalek y Martin Sommer, 2011, “Dissecting Saving Dynamics: Measuring Credit, Wealth and Precautionary Effects” (inédito; Baltimore: Johns Hopkins University Press).
- Cecchetti, Stephen G., M. S. Mohanty y Fabrizio Zampolli, 2011, “The Real Effects of Debt”, BIS Working Paper No. 352 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Cerra, Valerie, y Sweta Saxena, 2008, “Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery”, *American Economic Review*, vol. 98, No. 1, págs. 439–57.
- Claessens, Stijn, Ayhan Kose y Marco Terrones, 2010, “Financial Cycles: What? How? When?”, en *NBER International Seminar on Macroeconomics*, compilado por Richard Clarida y Francesco Giavazzi (Chicago: University of Chicago Press), págs. 303–43.
- Coenen, Günter, Christopher J. Erceg, Charles Freedman, Davide Furceri, Michael Kumhof, René Lalonde, Douglas Laxton, Jesper Lindé, Annabelle Mourougane, Dirk Muir, Susanna Mursula, Carlos de Resende, John Roberts, Werner Roeger, Stephen Snudden, Mathias Trabandt y Jan in’t Veld, 2012, “Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, No. 1, págs. 22–68.
- Courtemanche, Charles, y Kenneth Snowden, 2011, “Repairing a Mortgage Crisis: HOLC Lending and Its Impact on Local Housing Markets”, *Journal of Economic History*, vol. 71, No. 2, págs. 307–37.
- Crowe, Christopher W., Giovanni Dell’Ariccia, Deniz Igan y Pau Rabanal, 2011, “Policies for Macrofinancial Stability: Options to Deal with Real Estate Booms”, IMF Staff Discussion Note No. 11/02 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Dell’Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, Luc Laeven e Hui Tong, de próxima publicación, “Policies for Macrofinancial Stability: Options to Deal with Credit Booms”, IMF Staff Discussion Note (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Devries, Pete, Jaime Guajardo, Daniel Leigh y Andrea Pescatori, 2011, “A New Action-Based Dataset of Fiscal Consolidation in OECD Countries”, IMF Working Paper No. 11/128 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Dynan, Karen, Jonathan Skinner y Stephen P. Zeldes, 2004, “Do the Rich Save More?”, *Journal of Political Economy*, vol. 112, No. 2, págs. 397–444.
- Eggertsson, Gauti B., y Paul Krugman, 2010, “Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach” (inédito; Princeton, Nueva Jersey: Princeton University).
- Erbenova, Michaela, Yan Liu y Magnus Saxegaard, 2011, “Corporate and Household Debt Distress in Latvia: Strengthening the Incentives for a Market-Based Approach to Debt Resolution”, IMF Working Paper No. 11/85 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fatás, Antonio, 2012, “No Need to Deleverage Gross Debt”, <http://fatasmihov.blogspot.com/2012/01/no-need-to-deleverage-gross-debt.html>.
- Fishback, Price V., Alfonso Flores-Lagunes, William H. H. Kantor y Jaret Treber, 2010, “The Influence of the Home Owners’ Loan Corporation on Housing Markets During the 1930s”, *Review of Financial Studies*, vol. 24, No. 6, págs. 1782–813.
- Fisher, Irving, 1933, “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica*, vol. 1, No. 4, págs. 337–47.
- Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin), ed., 2009, *Crisis Financiera Colombiana en los Años Noventa: Origen, Resolución y Lecciones Institucionales*, Universidad Externado de Colombia (Bogotá).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 1991, *Recent Economic Developments*, Noruega (Washington).
- , 1993, *Recent Economic Developments*, Suecia (Washington).
- , 2011a, *Hungary: Staff Report for the 2010 Article IV Consultation and Proposal for Post-Program Monitoring*, (Washington).
- , 2011b, *United States: Staff Report for the 2011 Article IV Consultation, Country Report No. 11/201* (Washington).
- Foote, Christopher, Kristopher Gerardi, Lorenz Goette y Paul Willen, 2010, “Reducing Foreclosures: No Easy Answers”, *NBER Macroeconomics Annual 2009*, vol. 24, págs. 89–138.
- Forero, Efraín, 2004, “Evolution of the Mortgage System in Colombia: From the UPAC to the UVRI System”,

- documento presentado en la conferencia “XLI Conferencia Interamericana para la Vivienda”, Ciudad de Panamá, 11–13 de agosto de 2003.
- Glick, Reuven, y Kevin J. Lansing, 2009, “U.S. Household Deleveraging and Future Consumption Growth”, *FRBSF Economic Letter*, 15 de mayo.
- , 2010, “Global Household Leverage, House Prices, and Consumption”, *FRBSF Economic Letter*, 11 de enero.
- Green, Richard K., y Susan M. Wachter, 2005, “The American Mortgage in Historical and International Context”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 19, No. 4, págs. 93–114.
- Guerrieri, Veronica, y Guido Lorenzoni, 2011, “Credit Crises, Precautionary Savings and the Liquidity Trap” (inédito; Chicago: University of Chicago Press).
- Hall, Robert E., 2011, “The Long Slump”, *American Economic Review*, vol. 101 (abril), págs. 431–69.
- Harding, Don, y Adrian Pagan, 2002, “Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, No. 2, págs. 365–81.
- Harriss, C. Lowell, 1951, “Background of Home Owners’ Loan Corporation Legislation”, en *History and Policies of the Home Owners’ Loan Corporation* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Honohan, Patrick, y Luc Laeven, compiladores, 2005, *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution* (Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press).
- Howard, Greg, Robert Martin y Beth Ann Wilson, 2011, “Are Recoveries from Banking and Financial Crises Really So Different?”, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper No. 1037 (Washington, noviembre).
- Hubbard, Glenn, 2011, “Q&A for Hubbard-Mayer Mortgage Refinancing Proposal.” www.glennhubbard.net/papers/369-qaa-for-hubbard-mayer-mortgage-refinancing-proposal.html.
- , y Chris Mayer, 2008, “First, Let’s Stabilize Home Prices”, *The Wall Street Journal*, 2 de octubre. <http://online.wsj.com/article/SB122291076983796813.html>.
- Iacoviello, Matteo, 2005, “House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle”, *American Economic Review*, vol. 95, No. 3, págs. 739–64.
- Igan, Deniz, y Prakash Loungani, de próxima publicación, “Global Housing Cycles”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Immergluck, Dan, y Geoff Smith, 2005, “There Goes the Neighborhood: The Effect of Single-Family Mortgage Foreclosures on Property Values” (inédito; Chicago: Woodstock Institute).
- , 2006, “The Impact of Single Family Mortgage Foreclosures on Neighborhood Crime”, *Housing Studies*, vol. 21, No. 6, págs. 851–66.
- Isaksen, Jacob, Paul Lassenius Kramp, Louise Funch Sørensen y Søren Vester Sørensen, 2011, “Household Balance Sheets and Debt—An International Country Study”, Danmarks Nationalbank, *Monetary Review*, 4th Quarter 2011.
- Jordà, Òscar, Moritz H.P. Schularick y Alan M. Taylor, 2011, “When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises”, NBER Working Paper No. 17621 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal (BGFRS), 2012, “The U.S. Housing Market: Current Conditions and Policy Considerations”, staff white paper (Washington, enero).
- Karlsdóttir, Edda Rós, Yngvi Örn Kristinsson y Franek Rozwadowski, de próxima publicación, “Responses to Household Financial Distress in Iceland”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kiff, John, y Vladimir Klyuev, 2009, “Foreclosure Mitigation Efforts in the United States: Approaches and Challenges”, IMF Staff Position Note No. 09/02 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- King, Mervyn, 1994, “Debt Deflation: Theory and Evidence”, *European Economic Review*, vol. 38, No. 3–4, págs. 419–45.
- Krishnamurthy, Arvind, 2010, “Amplification Mechanisms in Liquidity Crises”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2, No. 3, págs. 1–30.
- Krugman, Paul, 2011, “Debt Is (Mostly) Money We Owe to Ourselves”. <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/12/28/debt-is-mostly-money-we-owe-to-ourselves>.
- Kumhof, Michael, y Romain Rancière, 2010, “Apalancar la desigualdad”, *Finanzas & Desarrollo*, vol. 47, No. 4, págs. 28–31.
- Laeven, Luc, y Thomas Laryea, 2009, “Principles of Household Debt Restructuring”, IMF Staff Position Note No. 09/15 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Laeven, Luc, y Fabian Valencia, 2010, “Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly”, IMF Working Paper 10/146 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lorenzoni, Guido, 2008, “Inefficient Credit Booms”, *Review of Economic Studies*, vol. 75, No. 3, págs. 809–33.
- Making Home Affordable Program (MHA), 2010, “Refinements to Existing Administration Programs Designed to Help Unemployed, Underwater Borrowers While Helping Administration Meet Its Goals” (Washington: Department of the Treasury, Department of Housing and Urban Development, and White House). www.makinghomeaffordable.gov/about-mha/latest-news/Pages/pr_03262010.aspx.

- , 2012, “January 2012 Making Home Affordable Report and Servicer Assessments for Fourth Quarter 2011” (Washington: Department of the Treasury, Department of Housing and Urban Development, and White House). www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/results/MHA-Reports/Pages/default.aspx.
- Mayer, Christopher J., 1995, “A Model of Negotiated Sales Applied to Real Estate Auctions”, *Journal of Urban Economics*, vol. 38, No. 1, págs. 1–22.
- McKinsey Global Institute (McKinsey), 2010, *Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and Its Economic Consequences* (Seúl, San Francisco, Londres y Washington).
- , 2012, *Debt and Deleveraging: Uneven Progress on the Path to Growth* (Seúl, San Francisco, Londres y Washington).
- Melzer, Brian, 2010, “Debt Overhang: Reduced Investment by Homeowners with Negative Equity”, Kellogg School of Management Working Paper (Chicago).
- Mian, Atif, Kamalesh Rao y Amir Sufi, 2011, “Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump”, University of Chicago Booth School of Business Working Paper (Chicago).
- Mian, Atif, y Amir Sufi, 2011, “Consumers and the Economy, Part II: Household Debt and the Weak U.S. Recovery”, *FRBSF Economic Letter*, 18 de enero.
- , 2012, “What Explains High Unemployment? The Aggregate Demand Channel”, NBER Working Paper No. 17830 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Mian, Atif, Amir Sufi y Francesco Trebbi, 2010, “The Political Economy of the U.S. Mortgage Default Crisis”, *American Economic Review*, vol. 95, págs. 587–611.
- , 2012, “Resolving Debt Overhang: Political Constraints in the Aftermath of Financial Crises”, NBER Working Paper No. 17831 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Minsky, Hyman, 1986, *Stabilizing an Unstable Economy* (New Haven, Connecticut: Yale University Press).
- Modigliani, Franco, 1986, “Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations”, *American Economic Review*, vol. 76, No. 3, págs. 297–313.
- Myers, Stewart C., 1977, “Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics*, vol. 5, No. 2, págs. 147–75.
- Nakagawa, Shinobu, y Yosuke Yasui, 2009, “A Note on Japanese Household Debt: International Comparison and Implications for Financial Stability”, BIS Paper No. 46 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Ólafsson, Tjörvi, y Karen Á. Vignisdóttir, 2012, “Households’ Position in the Financial Crisis in Iceland”, Central Bank of Iceland Working Paper (Reykjavik).
- Olney, Martha L., 1999, “Avoiding Default: The Role of Credit in the Consumption Collapse of 1930”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 114, No. 1, págs. 319–35.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), 1995, *Economic Survey*, Sweden (París).
- , 2009, *Economic Survey*, Iceland (París).
- Philippon, Thomas, 2009, “The Macroeconomics of Debt Overhang”, estudio presentado en la Décima Conferencia Anual Jacques Polak, 5–6 de noviembre.
- Rajan, Raghuram, y Luigi Zingales, 1998, “Financial Dependence and Growth”, *American Economic Review*, vol. 88 (junio), págs. 559–86.
- Reinhart, Carmen M., y Kenneth Rogoff, 2009, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).
- Rogoff, Kenneth, 2011, “Understanding the Second Great Contraction: An Interview with Kenneth Rogoff”, *McKinsey Quarterly* (octubre). www.mckinseyquarterly.com/Understanding_the_Second_Great_Contraction_An_interview_with_Kenneth_Rogoff_2871.
- Shleifer, Andrei, y Robert W. Vishny, 1992, “Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach”, *Journal of Finance*, vol. 47, No. 4, págs. 1343–66.
- , 2010, “Fire Sales in Finance and Macroeconomics”, NBER Working Paper No. 16642 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Slok, Torsten, 2012, “Global Home Prices—Several Countries Still Overvalued”, Deutsche Bank Securities (Nueva York).
- Snowden, Kenneth, Jr., 2010, “The Anatomy of a Residential Mortgage Crisis: A Look Back to the 1930s”, en *The Panic of 2008: Causes, Consequences and Proposals for Reform*, compilado por Lawrence Mitchell y Arthur Wilmarth (Northampton, Massachusetts: Edward Elgar).
- Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program (SIGTARP), 2010, “Factors Affecting Implementation of the Home Affordable Modification Program”, SIGTARP-10-005 (Washington, 25 de marzo).
- The Economist*, 2011, “The Bursting of the Global Housing Bubble Is Only Halfway Through”, 26 de noviembre, www.economist.com/node/21540231.
- Tobin, James, 1980, *Asset Accumulation and Economic Activity: Reflections on Contemporary Macroeconomic Theory* (Oxford: Basil Blackwell).
- U.S. Office of the Comptroller of the Currency (OCC), 2011, *Mortgage Metrics Report*, Third Quarter (Washington).
- Woodford, Michael, 2010, “Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier”, NBER Working Paper No. 15714 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

¿Cómo afectan a los países exportadores de materias primas las fluctuaciones de precios de las materias primas, y cómo deberían responder sus políticas? Estas preguntas han adquirido nuevamente relevancia debido a la confluencia de una economía mundial débil y un vigor sostenido de los mercados de las materias primas tras la contracción ocurrida en las décadas de 1980 y 1990. Este capítulo vuelve a examinar el desempeño macroeconómico de los exportadores de materias primas durante los ciclos de precios de las materias primas. Pone de relieve en qué medida el desempeño fluctúa a la par de los ciclos de precios. Los efectos económicos en los exportadores de materias primas son fuertes cuando los precios de las materias primas están impulsados por la economía mundial. Las políticas fiscales anticíclicas —que crean reservas durante las fases ascendentes de precios de las materias primas a las que se puede recurrir durante las fases descendentes— pueden ayudar a proteger a los pequeños países exportadores de materias primas que se encuentran expuestos a la volatilidad económica generada por las fluctuaciones de precios de las materias primas. Sin embargo, cuando los precios se mantienen altos, el aumento de la inversión pública y el recorte de los impuestos sobre la mano de obra y el capital pueden estimular el bienestar y la productividad del sector privado. Contra un telón de fondo de precios de materias primas prácticamente históricos, sumados a una incertidumbre inusual en torno a las perspectivas mundiales, la prioridad para los países exportadores de materias primas es afianzar las instituciones y los marcos de política económica, además de acumular reservas fiscales. Sin embargo, si persisten los precios elevados, lo lógico será proceder con cautela, manteniendo las reservas fiscales e incorporando poco a poco información nueva que permita adaptarse con fluidez a un nivel de precios elevado que podría resultar permanente.

Los precios de las materias primas han experimentado un aumento drástico durante la última

Los principales autores de este capítulo son John Bluedorn, Rupa Duttagupta (jefa del equipo), Andrea Pescatori y Stephen Snudden, con la colaboración de Murad Omoev, Katherine Pan y Marina Rousset. Contribuyeron también Julia Bersch y Susan Yang.

década, interrumpido apenas brevemente por la crisis financiera mundial. Para fines de 2011, los precios promedio de la energía y los metales básicos eran en términos reales el triple de los registrados hace solo una década, y eran próximos o superiores a los niveles récord de las cuatro últimas décadas (gráfico 4.1). Los precios de los alimentos y de los materiales primarios también experimentaron una subida pronunciada, aunque se mantienen muy por debajo de los altos niveles alcanzados en la década de 1970. Muchos analistas atribuyen los elevados precios de las materias primas al sostenido crecimiento de las economías de mercados emergentes durante la última década¹.

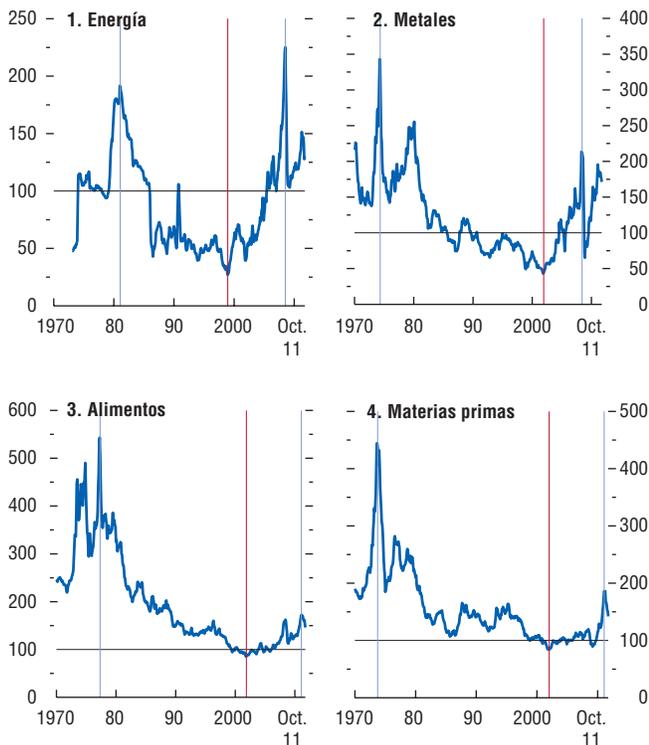
De cara al futuro, dadas la debilidad de la actividad mundial y la intensificación de los riesgos a la baja para las perspectivas a corto plazo, los países exportadores de materias primas podrían sufrir una desaceleración (véase el capítulo 1). Si se materializan los riesgos a la baja para el crecimiento de la economía mundial, los exportadores de materias primas, que en su mayoría son economías emergentes y en desarrollo (gráfico 4.2), podrían enfrentar retos aún mayores. Por otra parte, si se materializan los riesgos geopolíticos para la oferta de petróleo, los precios del petróleo podrían experimentar un aumento pasajero, pero la subsiguiente desaceleración del crecimiento mundial podría conducir a una caída de los precios de otras materias primas. Este capítulo aborda estas inquietudes planteando los siguientes interrogantes:

- ¿En qué medida influyen los ciclos de precios de las materias primas en el desempeño económico de los exportadores de materias primas? ¿Cómo se comportan los indicadores estándar —como el crecimiento del PIB real, el crecimiento del crédito y el saldo externo y fiscal— a lo largo de esos ciclos?
- ¿Qué impacto tienen en los países exportadores las fluctuaciones de precios de las materias primas

¹Véanse Heap (2005) y capítulos anteriores de *Perspectivas de la economía mundial* (capítulo 5 de la edición de septiembre de 2006, capítulo 5 de la de abril de 2008 y capítulo 3 de la de octubre de 2008).

Gráfico 4.1. Precios mundiales de las materias primas; 1970–2011 (En términos reales)

Los precios de las materias primas han experimentado un aumento general en la última década.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El índice de precios reales de un grupo de materias primas es el promedio ponderado según el comercio internacional de los precios mundiales en dólares de EE.UU. de las materias primas del grupo, deflactado por el índice de precios al consumidor de Estados Unidos y normalizado para ser 100 en 2005. Las rayas verticales celestes indican máximos de ciclos largos, y las rojas, mínimos de ciclos largos. Las fechas exactas de los puntos de inflexión son (donde M = mes): Energía: 1981:M1, 1998:M12, 2008:M7. Metales: 1974:M4, 2001:M12, 2008:M6. Alimentos: 1977:M4, 2001:M11, 2011:M2. Materiales primarios: 1973:M9, 2002:M1, 2011:M2. Véase la descripción completa de los datos subyacentes en el apéndice 4.1.

impulsadas por variaciones inesperadas de la actividad mundial?

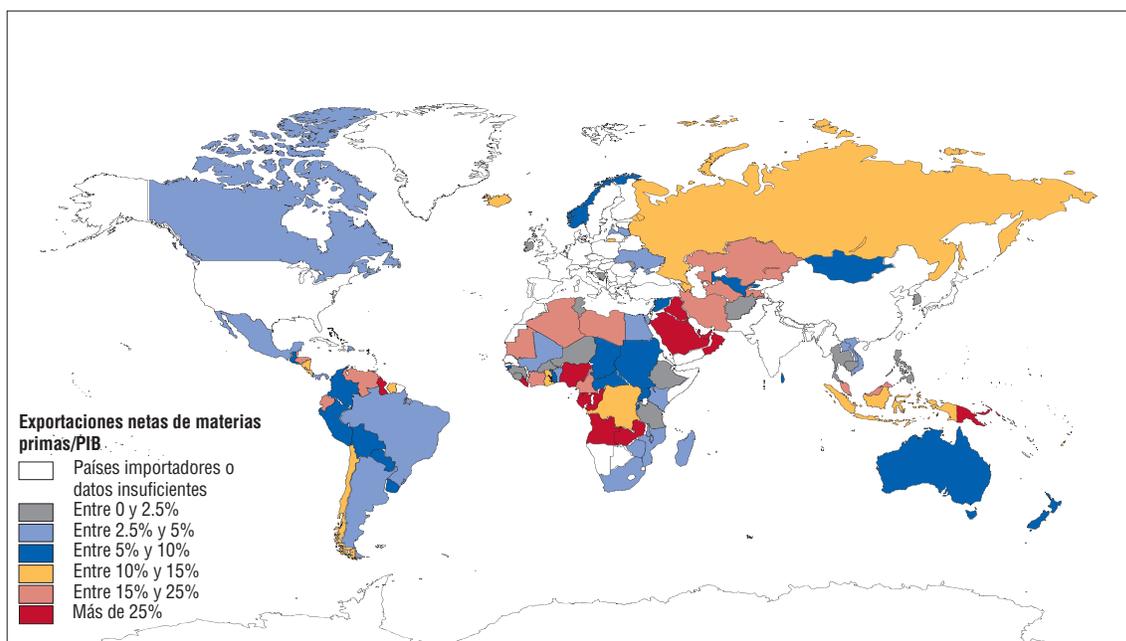
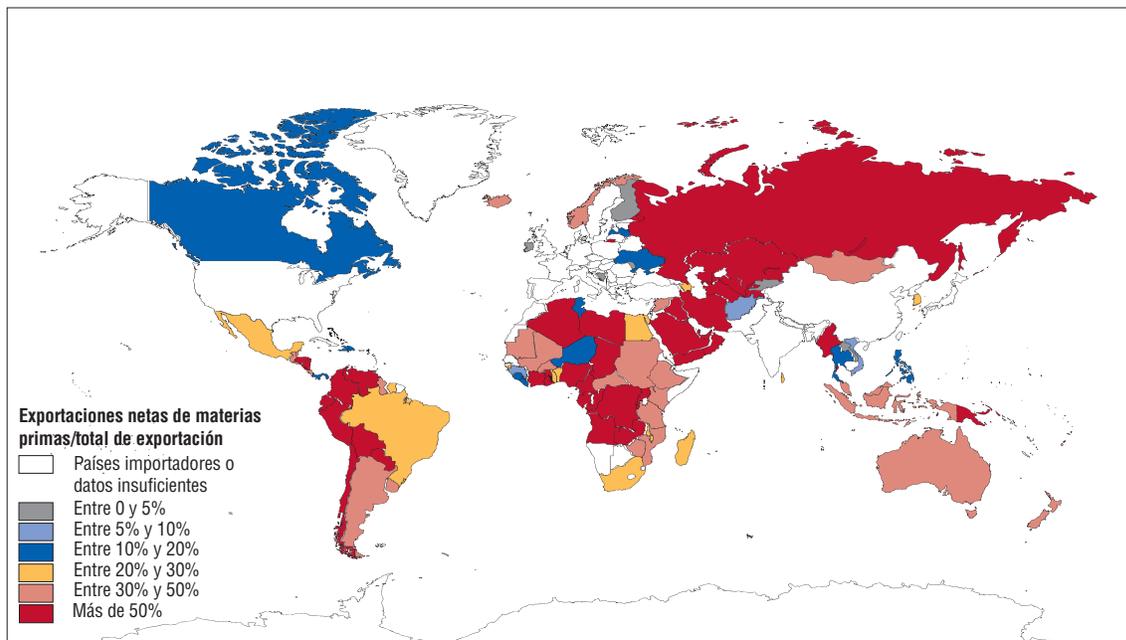
- ¿Qué deben hacer los exportadores pequeños y abiertos de materias primas para proteger a sus economías de las fluctuaciones de precios de las materias primas? ¿Qué función desempeña la política fiscal? ¿Cómo deberían interactuar la política fiscal y la monetaria? ¿Qué influencia tienen en la selección de políticas el nivel preexistente de deuda pública y otras características estructurales, como el porcentaje que la exportación de materias primas ocupa dentro de la economía?

Este capítulo contribuye al debate sobre las políticas de distintas maneras. Primero, expone las diferentes sensibilidades que pueden tener los países exportadores de distintas materias primas —energía, metales, alimentos y materiales primarios agrícolas— a los ciclos de precios de las materias primas. También reconoce que no todas las variaciones de precios de las materias primas son iguales desde el punto de vista de sus efectos potenciales e identifica los efectos económicos de los shocks de los mercados de materias primas impulsados por la actividad mundial². Por último, empleando el Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial del FMI (GIMF, por sus siglas en inglés), evalúa la respuesta óptima de la política fiscal frente a variaciones de precios de las materias primas impulsadas por factores mundiales en el caso de exportadores pequeños y abiertos de materias primas. Este análisis basado en un modelo complementa otros estudios sobre el papel de la política fiscal en las economías exportadoras de materias primas al efectuar una distinción entre los efectos de los shocks de precios mundiales de las materias primas impulsados por la demanda o por la oferta. El análisis también pone de relieve en qué medida la respuesta adecuada de la política fiscal depende de otras políticas vigentes y características estructurales del país exportador de materias primas, así como las implicaciones de estas políticas orientadas

²Para eso, usamos una variante de la estrategia de identificación de Kilian (2009), Kilian, Rebucci y Spatafora (2009) y Kilian y Murphy (2010) con la finalidad de estimar el efecto de los shocks de la producción de materias primas y la demanda mundial en los precios del petróleo crudo, el cobre, el café y el algodón.

Gráfico 4.2. Porcentaje de las exportaciones netas de materias primas dentro del total de exportación y del PIB (Porcentaje)

Las exportaciones netas de materias primas abarcan un porcentaje considerable del total de exportación de bienes y del PIB de muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los mapas muestran los promedios de las economías usando datos anuales disponibles entre 1962 y 2010. Véase la descripción completa de los datos subyacentes en el apéndice 4.1.

a la economía interna para la estabilidad económica internacional³.

Es importante recalcar que la estabilización macroeconómica frente a la volatilidad de los precios de las materias primas no es más que una de las muchas prioridades para las economías de mercados emergentes y en desarrollo exportadoras de materias primas. Entre las demás, cabe mencionar la agotabilidad de los recursos, la equidad intergeneracional y los problemas del mal holandés vinculados a los descubrimientos de recursos. La prioridad relativa de las respuestas a los diversos retos para las políticas depende de las condiciones propias de cada país, incluidas la estructura de las riquezas de materias primas, la capacidad institucional y el nivel de desarrollo⁴. Aunque también evaluamos los efectos de las variaciones permanentes de los precios de las materias primas, un análisis completo de las políticas óptimas, dado todo el abanico de objetivos cíclicos y a más largo plazo de los países exportadores de materias primas, escapa al alcance de este capítulo.

Las principales conclusiones de este análisis son las siguientes:

- El desempeño macroeconómico de los exportadores de materias primas tiende a variar a la par de los ciclos de precios de las materias primas. La actividad económica y los saldos externo y fiscal empeoran (mejoran) durante las fases descendentes (ascendentes) de precios de las materias primas, más allá de que estas últimas impliquen largos períodos de caída (alza) en los precios de las materias primas o fluctuaciones más cortas de los precios de las materias primas que duran apenas unos años. Este comportamiento es, en general, más destacado en los exportadores de energía y metales que en los exportadores de alimentos y materiales primarios, posiblemente porque los precios de la energía y de los metales son más sensibles al ciclo económico internacional y porque

suelen representar un porcentaje más alto del total de exportación y del PIB.

- La fuente de la variación de precios de las materias primas importa desde el punto de vista de sus efectos económicos en los exportadores de materias primas. En particular, los precios de las materias primas fundamentados en variaciones inesperadas de la actividad mundial (demanda) tienen un efecto significativo en la actividad real y los saldos externo y fiscal de los exportadores, en tanto que los impulsados por variaciones inesperadas de la producción mundial de materias primas (oferta) no siempre son significativos. Este efecto es en general más fuerte para los países exportadores de petróleo que para los exportadores de otras materias primas.
- La respuesta óptima de la política fiscal a las fluctuaciones de precios de las materias primas en pequeños exportadores es una orientación anticíclica de la política; es decir, ahorrar el ingreso adicional vinculado a las materias primas durante las fases ascendentes y utilizar esas reservas durante las fases descendentes. Esta orientación fiscal suaviza la volatilidad macroeconómica provocada por las fluctuaciones de precios de las materias primas.
- La eficacia de una orientación de política anticíclica, sin embargo, también depende del grado de autonomía de la política monetaria; la política fiscal es más eficaz con un régimen de metas de inflación y con un tipo de cambio flexible, ya que la política monetaria ayuda a reducir la volatilidad de la inflación. Asimismo, depende del nivel de la deuda pública neta: a altos niveles de deuda, la reducción de la deuda debe ser una prioridad para ayudar a reducir la prima por riesgo soberano y afianzar la credibilidad. Además, frente a algunos shocks de los mercados de materias primas y en algunas circunstancias, una política de respuesta menos anticíclica en grandes exportadores de materias primas podría ser la solución preferida desde el punto de vista de la acción colectiva.
- Si las variaciones de precios de las materias primas son permanentes, la cuestión fundamental pasa a ser cuál es la mejor forma de adaptarse a niveles de ingresos fiscales vinculados con las materias primas que sean permanentemente más altos o más bajos. Si el aumento de los precios es

³Véanse FMI (2009) y Baunsgaard *et al.* (de próxima publicación), que analizan la función de las instituciones fiscales de los países exportadores de materias primas en términos de la estabilización macroeconómica frente a shocks de precios de las materias primas.

⁴Véanse Baunsgaard *et al.* (de próxima publicación), Medas y Zakharova (2009), Deaton (1999), Collier y Goderis (2007) y Eyzaguirre *et al.* (2011), que analizan algunas de estas cuestiones.

permanente, el aumento de la inversión pública y la reducción de los impuestos sobre la mano de obra y el capital promueven la productividad y el bienestar del sector privado. Sin embargo, distinguir entre variaciones pasajeras y permanentes de los precios de las materias primas no es algo que pueda hacerse a la ligera. Esto pone de relieve la necesidad de afianzar los marcos de política y las reservas fiscales mientras se incorpora paulatinamente información nueva sobre la persistencia de los precios de las materias primas.

¿Qué significan estas observaciones para los países exportadores de materias primas? La debilidad de las perspectivas económicas mundiales lleva a pensar que es poco probable que los precios de las materias primas aumenten al ritmo al que lo hicieron durante la última década. De hecho, de acuerdo con las proyecciones de base de *Perspectivas de la economía mundial*, los precios de las materias primas disminuirán ligeramente en 2012–13 (véase el capítulo 1). Los sustanciales riesgos a la baja para el crecimiento mundial también plantean el riesgo de un nuevo ajuste a la baja de los precios de las materias primas. Por el contrario, si los precios del petróleo registraran un aumento drástico como consecuencia de la intensificación de las inquietudes en torno a la oferta, la demanda mundial podría resentirse inesperadamente y, en última instancia, podrían retroceder los precios de todas las demás materias primas. Si los precios entraran en tal fase descendente cíclica, probablemente sufrirían los países exportadores de materias primas, teniendo en cuenta los patrones históricos. Algunos exportadores de materias primas están preparados para hacer frente a esa fase descendente, ya que han afianzado los marcos de política económica con el correr del tiempo o ya han adoptado principios operativos como guía de su política fiscal. Otros deberían aprovechar la oportunidad que ofrece el elevado nivel de precios para reducir el nivel de deuda, fortalecer las instituciones y crear un margen fiscal que respalde una política de respuesta anticíclica oportuna en caso de que los precios de las materias primas entren en una fase descendente.

¿Cuáles son las lecciones a más largo plazo? Los precios de las materias primas quizás estén experimentando una larga fase ascendente y podrían

mantenerse cerca del elevado nivel histórico actual⁵. Por otra parte, podrían retroceder como consecuencia de la creciente eficiencia de los usuarios y de la disolución de las restricciones a la oferta. Dadas la incertidumbre inusual y la dificultad de proyectar en tiempo real las perspectivas de los mercados de las materias primas, lo mejor es adoptar un enfoque cauteloso y recomponer las reservas para hacer frente a las volatilidades cíclicas, incorporando gradualmente información nueva para permitir un ajuste fluido a un aumento quizá permanente del nivel de precios de las materias primas⁶.

El capítulo está estructurado de la siguiente manera. La primera sección presenta hechos estilizados sobre los indicadores económicos internos durante las fluctuaciones de precios de las materias primas. La segunda analiza los efectos económicos de los shocks de los mercados de materias primas. La tercera examina las políticas de respuesta óptimas frente a las variaciones de precios de las materias primas. La última contiene una síntesis y las conclusiones.

Las fluctuaciones de precios de las materias primas y el desempeño macroeconómico

¿Qué relación hay entre el desempeño económico de los países exportadores de materias primas y los precios de las materias primas?⁷ Este interrogante se examina en dos partes. Primero, nos concentramos en el desempeño durante los dos auges (es decir, períodos de aumento sostenido de los precios) recientes más destacados de los precios de las materias primas —comienzos de la década de 1970 y década de 2000— y el período intermedio —décadas

⁵Véanse el análisis de los mercados de materias primas en el capítulo 1, y Erten y Ocampo (2012).

⁶Estas conclusiones tienen precedentes. Frankel (2011) subraya la necesidad de que los países exportadores de materias primas eviten una política fiscal procíclica que exacerbe la volatilidad económica. Baungard *et al.* (de próxima publicación) recalcan la importancia de diseñar marcos fiscales que incorporen paulatinamente información nueva.

⁷Definimos a los exportadores de materias primas como aquellos países en los cuales la exportación neta de la materia prima en cuestión (o del grupo de materias primas) representa como mínimo 10% del total de exportación de bienes. Véanse los detalles en el apéndice 4.1.

de 1980 y 1990— en que los precios cayeron⁸. Este análisis muestra la relación entre el desempeño de los exportadores de materias primas y el nivel de los precios de las materias primas. A continuación, estudiamos los ciclos y las fluctuaciones regulares de precios de las materias primas durante los últimos 50 años. Esto muestra los comovimientos entre las condiciones económicas de los exportadores y los ciclos de precios de las materias primas, independientemente de las tendencias subyacentes de los precios. Estos análisis descriptivos revelan correlaciones útiles entre los ciclos de los precios mundiales de las materias primas y los indicadores económicos nacionales, sin implicar ninguna relación causal entre ambos. Las diferencias se ponen de manifiesto en cuatro grupos distintos de materias primas; a saber, energía, metales, alimentos (y bebidas) y materiales primarios agrícolas. Estos grupos difieren en muchas dimensiones; en términos de la estructura básica de los mercados subyacentes, la naturaleza de la materia prima (por ejemplo, bases de recursos renovables o agotables) y su asociación con la actividad mundial (por ejemplo, como los metales y la energía son más importantes para la industrialización y la construcción de infraestructura, los precios pueden tener una correlación más fuerte con el ciclo económico mundial que los precios de los alimentos y los materiales primarios agrícolas). También nos centramos en una materia prima importante de cada uno de los cuatro grupos; a saber, petróleo crudo (energía), cobre (metales), café (alimentos) y algodón (materiales primarios) para determinar si los patrones generales observados en los grupos de materias primas perduran también a nivel de la materia prima específica⁹.

⁸Nos centramos en tres períodos largos de precios de las materias primas durante los últimos 50 años (véanse el gráfico 4.1 y Radetzki, 2006): el período anterior al máximo a mediados de la década de 1970 (los precios de la energía tocaron máximos en la década de 1980); el prolongado período de precios bajos que le siguió, hasta 2001 (los precios de la energía tocaron mínimos en 1998), y el repunte posterior.

⁹Estas materias primas también se destacan por su relevancia, entre las materias primas de sus respectivos grupos, para el mayor número de exportadores de materias primas de la muestra (es decir, el mayor número de exportadores de materias primas cuyas exportaciones netas de estas materias primas representan como mínimo un 10% del total de la exportación de bienes).

Desempeño económico que conduce a auges y colapsos de precios de las materias primas

Los países exportadores de materias primas experimentaron un desempeño macroeconómico más vigoroso durante las décadas de 1970 y 2000, cuando los precios de las materias primas fueron elevados en términos reales, en comparación con las décadas de 1980 y 1990, cuando los precios fueron bajos (cuadro 4.1)¹⁰. El crecimiento del PIB real de un país exportador de materias primas mediano fue 1½ a 3½ puntos porcentuales más alto durante la década de 1970, y 2 a 4 puntos porcentuales más altos durante la década de 2000, en comparación con el período intermedio¹¹. Además, a pesar de los niveles más altos de los precios de las materias primas, la inflación medida según el índice de precios al consumidor (IPC) fue más baja durante ambos auges que durante el período intermedio, cuando muchos exportadores sufrieron crisis y lucharon para lograr la estabilidad macroeconómica y financiera.

Los países exportadores de energía y metales parecen haber tenido un desempeño relativamente mejor durante la década reciente, en comparación con los años setenta. Lograron grandes avances en términos del crecimiento del PIB real y reducciones sustanciales de la inflación durante la década pasada. Estas últimas quizá reflejen una orientación hacia regímenes de metas de inflación por parte de las economías emergentes y en desarrollo en la década de 2000, incluso entre los exportadores de materias primas (Brasil, Chile, Colombia, Sudáfrica y Tailandia, entre otros)¹². Estas economías también redujeron los niveles de deuda pública considerablemente durante la década reciente, en comparación con el auge de la década de 1970¹³. Por

¹⁰En todo este estudio empleamos los precios reales de las materias primas: los precios mundiales de las materias primas denominados en dólares de EE.UU. están deflactados por el IPC estadounidense. Véanse los detalles en el apéndice 4.1.

¹¹Para cada indicador, tomamos el valor mediano de los promedios nacionales de toda la muestra.

¹²Véanse en Heenan, Peter y Roger (2006) y en Roger (2010) indicios multinacionales de la adopción de regímenes de metas de inflación. Batini y Laxton (2005) observan que las economías emergentes y en desarrollo que adoptaron metas de inflación avanzaron significativamente hacia el anclaje de la inflación y de las expectativas inflacionarias.

¹³Utilizamos la variación de la relación deuda pública/ PIB como variable representativa de la situación fiscal porque no se conoce el saldo primario ajustado en función del ciclo de muchos

Cuadro 4.1. Desempeño económico promedio de los países exportadores netos de materias primas; 1970–2010

	Auge de la década de 1970	Contracción de las décadas de 1980–2000	Auge de la década de 2000	Promedio 1960–2010
Crecimiento del PIB real (puntos porcentuales)				
Exportadores netos de energía	5,6	2,5	4,6	4,3
Exportadores netos de metales	5,6	2,2	6,4	3,5
Exportadores netos de alimentos	5,1	2,9	4,5	4,0
Exportadores netos de materiales primarios	5,0	3,3	5,3	4,3
Diferencial del crecimiento del PIB real respecto de los exportadores emergentes y en desarrollo que no trabajan con materias primas (puntos porcentuales)				
Exportadores netos de energía	1,1	–0,8	–0,8	0,5
Exportadores netos de metales	2,0	–1,8	0,5	–0,4
Exportadores netos de alimentos	0,6	–0,8	–0,6	0,2
Exportadores netos de materiales primarios	1,4	–0,6	0,2	0,5
Relación deuda pública/PIB (porcentaje del PIB)				
Exportadores netos de energía	31,3	63,9	24,1	44,4
Exportadores netos de metales	36,2	52,7	27,3	52,4
Exportadores netos de alimentos	21,9	78,7	37,4	50,0
Exportadores netos de materiales primarios	33,6	80,2	34,5	57,4
Variación de la relación deuda pública/PIB (puntos porcentuales; aumento = deterioro)				
Exportadores netos de energía	0,7	1,1	–4,5	–0,4
Exportadores netos de metales	1,5	1,2	–4,0	–0,4
Exportadores netos de alimentos	0,8	1,5	–3,9	0,4
Exportadores netos de materiales primarios	0,1	1,7	–5,9	–0,3
Inflación promedio (puntos porcentuales)				
Exportadores netos de energía	8,6	14,4	6,6	12,5
Exportadores netos de metales	8,4	22,5	9,2	16,1
Exportadores netos de alimentos	6,4	13,2	7,3	10,7
Exportadores netos de materiales primarios	4,6	12,4	6,8	10,1

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las cifras indican el valor mediano de los promedios de la economía en el período correspondiente, excepto en el caso de la relación deuda pública/PIB, que es el valor mediano del final del período, salvo indicación en contrario. Los países exportadores de materias primas son aquellos cuyo porcentaje de exportaciones netas de una materia prima en particular (o un grupo de materias primas) dentro del total de exportación de bienes es por lo menos 10%; los países exportadores que no trabajan con materias primas son aquellos cuyo porcentaje es menor o igual que cero. Véanse en el gráfico 4.1 las fechas exactas que marcan los diferentes períodos de ciclos largos de cada grupo de materias primas. Como los datos subyacentes de este cuadro son anuales, las fechas están redondeadas al año más próximo.

último, recién en la década de 2000 hubo una mejora marcada de los saldos fiscales promedio —representados por la variación de la relación deuda pública/PIB— de los exportadores de todos los grupos de materias primas; en la década de 1970, no hubo ninguna.

Las políticas macroeconómicas de los exportadores de materias primas parecen haber continuado

países en el período comprendido entre 1960 y 2010. Tampoco tenemos datos sobre el PIB real que excluye las materias primas de todos los países exportadores de materias primas de la muestra, con el cual se podría juzgar mejor el desempeño de la economía fuera del sector de las materias primas.

mejorando durante la década de 2000. Examinamos el comportamiento de los indicadores económicos de los exportadores de materias primas en tres instantáneas tomadas durante la década pasada; a saber, al comienzo del auge, a mediados de la década y al final de la década (cuadro 4.2)¹⁴. Los niveles de inflación y deuda pública cayeron precipitadamente durante la década de 2000, a

¹⁴Los precios de las materias primas energéticas y metalíferas tocaron máximos en 2008, en tanto que los de los alimentos y los materiales agrícolas lo hicieron en 2010.

Cuadro 4.2. Desempeño económico de los países exportadores netos de materias primas en la década de 2000

	2001	2005	2010	Promedio 2001–10
Relación deuda pública/PIB (puntos porcentuales)				
Exportadores netos de energía	59,8	38,7	20,7	41,1
Exportadores netos de metales	52,7	41,1	36,4	47,6
Exportadores netos de alimentos	78,7	65,8	37,4	54,5
Exportadores netos de materiales primarios	80,2	52,9	34,5	53,9
Variación de la relación deuda pública/PIB (puntos porcentuales)				
Exportadores netos de energía	-1,0	-6,7	-1,8	-4,2
Exportadores netos de metales	-7,1	-7,6	-0,8	-3,0
Exportadores netos de alimentos	1,5	-5,4	-0,4	-3,4
Exportadores netos de materiales primarios	-1,0	-6,5	-0,3	-4,8
Saldo fiscal global (porcentaje del PIB)				
Exportadores netos de energía	-0,9	0,7	-1,3	-0,7
Exportadores netos de metales	-1,8	0,8	-0,4	-0,9
Exportadores netos de alimentos	-3,4	-2,1	-2,1	-1,8
Exportadores netos de materiales primarios	-2,6	-2,4	-2,3	-2,1
Saldo fiscal ajustado en función del ciclo (porcentaje del PIB potencial)				
Exportadores netos de energía	2,5	0,3	-2,2	-0,9
Exportadores netos de metales	0,8	-0,2	-3,1	-1,6
Exportadores netos de alimentos	-3,2	-2,6	-2,6	-3,2
Exportadores netos de materiales primarios	-4,8	-1,6	-3,1	-2,6
Inflación (puntos porcentuales)				
Exportadores netos de energía	4,9	7,4	4,7	7,5
Exportadores netos de metales	8,4	7,9	6,9	8,6
Exportadores netos de alimentos	5,7	7,2	4,8	7,7
Exportadores netos de materiales primarios	5,1	6,9	5,3	7,0
Variación del tipo de cambio efectivo real logarítmico (x 100)				
Exportadores netos de energía	3,2	1,5	0,3	1,5
Exportadores netos de metales	1,3	2,9	1,5	0,8
Exportadores netos de alimentos	1,6	2,2	-2,1	0,9
Exportadores netos de materiales primarios	1,6	0,4	-2,8	1,0

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las cifras indican el valor mediano dentro de la muestra del año correspondiente, salvo indicación en contrario. Los países exportadores de materias primas son aquellos cuyo porcentaje de exportaciones netas de un grupo en particular de materias primas dentro del total de exportación de bienes es por lo menos 10%.

pesar de la Gran Recesión. Por el contrario, el saldo fiscal global y ajustado en función del ciclo mejoró hasta mediados de la década, pero empeoró hacia su final. El deterioro de la situación fiscal en 2010 probablemente haya estado relacionado con las medidas fiscales adoptadas frente a la crisis mundial. Además, las políticas y las condiciones económicas interactuaron de tal manera que, a pesar del empeoramiento de los saldos fiscales, los países exportadores de materias primas lograron

cierto grado de reducción de la deuda para fines de la década¹⁵.

¹⁵El análisis empírico de la orientación fiscal de los productores de materias primas durante los ciclos de precios de las materias primas es relativamente reciente (en comparación con los estudios de la prociclicidad de la política fiscal con los ciclos del producto). Véanse el capítulo 3 de la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas económicas regionales: Las Américas*, Medina (2010) y Kaminsky (2010), que analizan la prociclicidad de las políticas fiscales de los productores latinoamericanos de materias primas, especialmente entre los países de ingreso más bajo y mediano.

Desempeño económico durante fluctuaciones más cortas de precios de las materias primas

Tras detectar cierta correspondencia positiva entre el desempeño macroeconómico y los auges y colapsos de los precios de las materias primas, pasamos a examinar las consecuencias de los ciclos a más corto plazo de los precios de las materias primas. Para ello, identificamos puntos de inflexión de los precios reales dentro de cada grupo de materias primas entre 1957 y octubre de 2011¹⁶. Ello revela más de 300 ciclos completados con 46 materias primas, con una duración de la fase ascendente mediana (promedio) de 2 (2½) años y una fase descendente mediana (promedio) de 2½ (3) años. Una fase descendente promedio implica una disminución de los precios reales (desde el máximo hasta el mínimo) de 38% a 52%; las variaciones de precios son más marcadas en el caso de la energía y de los metales (véase el apéndice 4.2). La relación entre los indicadores económicos clave durante las fases ascendentes y descendentes de los precios de las materias primas se resume a continuación.

Con contadas excepciones, los indicadores del desempeño de la economía nacional de los países exportadores de materias primas tienden a moverse a la par de los ciclos de precios de las materias primas; es decir, mejoran durante las fases ascendentes y empeoran durante las fases descendentes. Este patrón se observa en los cuatro grupos de materias primas. Además, la diferencia del desempeño económico entre fases descendentes y fases ascendentes tiende a amplificarse cuando los ciclos duran más y/o cuando

incluyen variaciones de precios más pronunciadas que el promedio. Concretamente¹⁷:

- *PIB real* (gráfico 4.3, paneles 1 y 2): En los cuatro grupos de países exportadores de materias primas, el crecimiento mediano del PIB real es ½ a 1¼ puntos porcentuales menor durante las fases descendentes que durante las fases ascendentes.
- *El crecimiento del crédito* es 1 a 2 puntos porcentuales menor durante fases descendentes típicas que durante fases ascendentes en los exportadores de energía y metales, en tanto que la diferencia es más marcada en el caso de los exportadores de alimentos, en los cuales alcanza 6 puntos porcentuales (gráfico 4.3, paneles 3 y 4)¹⁸.
- *Saldos externos* (gráfico 4.3, paneles 5 y 6): El saldo en cuenta corriente empeora durante las fases descendentes en comparación con las fases ascendentes. La diferencia más marcada se observa en los países exportadores de energía, cuya cuenta corriente disminuye de un superávit de ¾% del PIB en una fase ascendente a un déficit de 2¼% del PIB en una fase descendente. En todos los exportadores de materias primas, las diferencias son más marcadas cuando la fase de precios subyacente es más prolongada que una fase típica o cuando las variaciones de precios son más marcadas. Por lo tanto, el deterioro de los términos de intercambio resultante del nivel más bajo de precios de las exportaciones de materias primas compensa holgadamente todo efecto positivo en la demanda generado por el nivel más bajo de los precios de las materias primas.
- *Saldos fiscales* (gráfico 4.3, paneles 9–12): La situación fiscal es más débil en las fases descendentes en comparación con las fases ascendentes. Presentamos dos indicadores de la situación fiscal;

Sin embargo, Céspedes y Velasco (2011) han observado que las políticas fiscales de los exportadores de materias primas (que abarcan un grupo más amplio) perdieron prociclicidad en la década de 2000.

¹⁶Sobre la base de Cashin, McDermott y Scott (2002), utilizamos la metodología de Harding y Pagan (2002) para identificar los máximos y los mínimos en la trayectoria cronológica de los precios reales de las materias primas. Los puntos de inflexión se identifican como un máximo o mínimo local si el precio en el mes en cuestión es más alto o más bajo que el precio de los dos meses previos y los dos meses siguientes. La secuencia de puntos de inflexión posibles resultante debe alternar entre máximos y mínimos. Además, cada fase (ascendente o descendente) definida por los puntos de inflexión debe durar como mínimo 12 meses. Véanse los detalles en el apéndice 4.2.

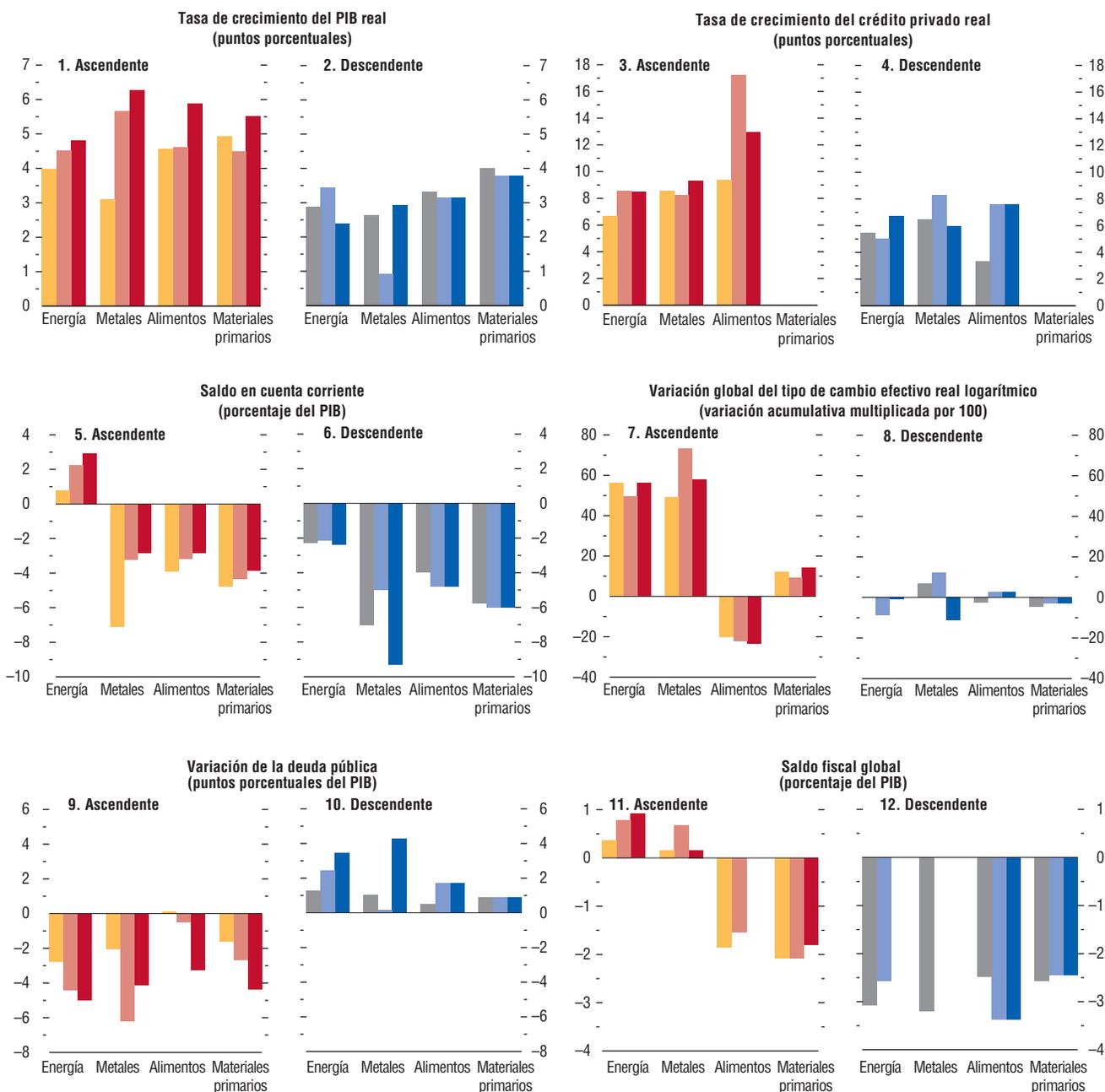
¹⁷Se estudian las variables macroeconómicas de cada fase (ascendente o descendente) utilizando tres características: la mediana multinacional de la fase entera, la mediana cuando la fase se encuentra en el cuartil superior en términos de duración (fases largas) y la mediana cuando la fase se encuentra en el cuartil superior en términos de amplitud (fases abruptas). Comparamos también los valores medios (en lugar de los valores medianos) de los indicadores macroeconómicos entre fluctuaciones alternativas de precios de las materias primas. El patrón es el mismo, con diferencias ligeramente más grandes de la variación entre fases ascendentes y descendentes.

¹⁸No disponemos de datos suficientes sobre el crecimiento del crédito de los exportadores de materiales primarios.

Gráfico 4.3. Desempeño macroeconómico de los países exportadores de materias primas durante las fluctuaciones de precios de las materias primas

El desempeño económico de los exportadores de materias primas se mueve en paralelo a las fluctuaciones de precios de las materias primas.

■ Fase ascendente
 ■ Fase ascendente larga
 ■ Fase ascendente abrupta
 ■ Fase descendente
 ■ Fase descendente larga
 ■ Fase descendente abrupta



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Cada barra muestra el valor mediano de los promedios a nivel de la economía dentro de la muestra correspondiente a la variable indicada. Las fases largas corresponden al cuartil superior por duración y las fases abruptas corresponden al cuartil superior por amplitud. Las barras aparecen solamente si hay como mínimo tres años de datos para tres economías por lo menos, y por lo tanto faltan cuando no se cumplen estos criterios. Véase la descripción completa de los datos subyacentes en el apéndice 4.1.

Cuadro 4.3. Relación entre las fluctuaciones de precios de las materias primas y las crisis bancarias en los países exportadores de materias primas

(Número de observaciones)

	Exportadores netos de energía		
	Sin crisis bancaria	Crisis bancaria	Total
Fase ascendente	409	67	476
Fase descendente	399	77	476
Total	808	144	952

	Exportadores netos de metales		
	Sin crisis bancaria	Crisis bancaria	Total
Fase ascendente	262	25	287
Fase descendente	340	49	389
Total	602	74	676

	Exportadores netos de alimentos		
	Sin crisis bancaria	Crisis bancaria	Total
Fase ascendente	433	83	516
Fase descendente	825	168	993
Total	1.258	251	1.509

	Exportadores netos de materiales primarios		
	Sin crisis bancaria	Crisis bancaria	Total
Fase ascendente	520	46	566
Fase descendente	492	105	597
Total	1.012	151	1.163

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El cuadro muestra la tabulación cruzada de la fase indicada del índice de precios de las materias primas con las crisis bancarias en el correspondiente grupo de exportadores netos de materias primas. Las observaciones corresponden a economía-años. El indicador de crisis bancaria está tomado de Laeven y Valencia (2008, 2010). La descripción completa de los datos figura en el apéndice 4.1.

a saber, la variación de la relación deuda pública/ PIB y el saldo fiscal global¹⁹. Estos indicadores apuntan a un deterioro del saldo fiscal de ½ a 4 puntos porcentuales del PIB en las fases descendentes en comparación con las fases ascendentes; la variación es más pronunciada en el caso de los exportadores de energía y metales.

- **Estabilidad financiera:** Las crisis bancarias de los países exportadores de materias primas están más asociadas a fases descendentes de los precios de las materias primas que a fases ascendentes (cuadro 4.3).
- El *tipo de cambio efectivo real (TCER)* suele ser más fuerte durante una fase ascendente de los precios de las materias primas que durante una fase descendente (gráfico 4.3, paneles 7 y 8). La variación porcentual acumulada del TCER

¹⁹La cobertura de los datos sobre la variación de la deuda pública es más amplia que la del saldo fiscal global.

durante una fase ascendente (desde el mínimo hasta el máximo) es generalmente más marcada que durante una fase descendente (desde el máximo hasta el mínimo). Esta variación es particularmente destacada en los exportadores de energía y metales; por el contrario, este patrón no se observa en los exportadores de alimentos²⁰.

El patrón de sincronización cíclica de los indicadores macroeconómicos y los precios de las materias primas no se observa tan nítidamente en el caso de materias primas individuales dentro de los grupos de materias primas (gráfico 4.4).

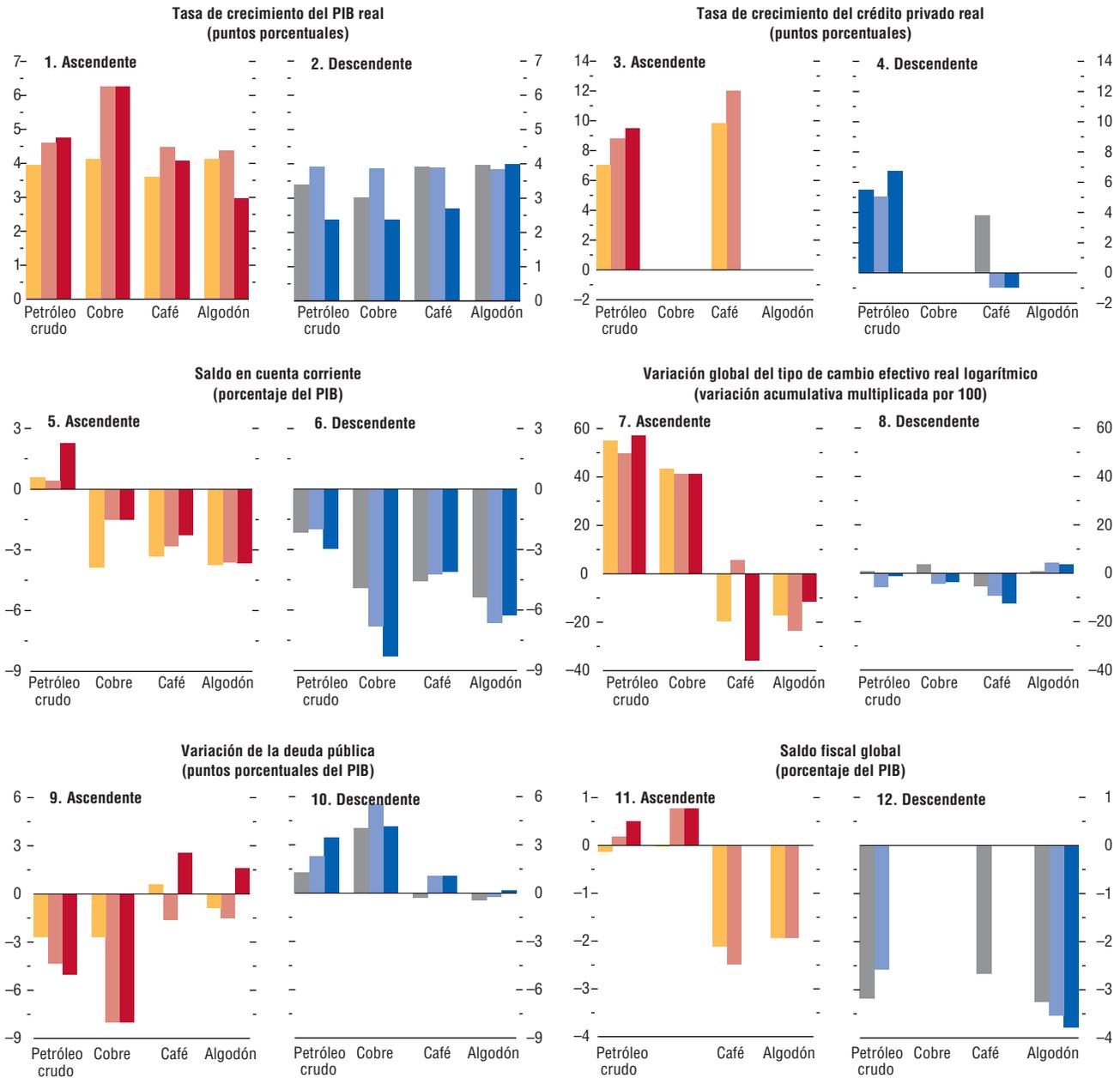
- **Actividad:** El comportamiento procíclico del crecimiento del PIB real es más pronunciado en los países exportadores de petróleo y de cobre que en los de café y algodón. El comovimiento más pronunciado de la actividad económica y los ciclos de precios de las materias primas podría ser reflejo de la mayor importancia del petróleo y del cobre en la actividad económica de los exportadores: las exportaciones netas promedio de petróleo en relación con el PIB superan el 20%, y las de cobre, el 10%. En el caso de los exportadores de café y algodón, las exportaciones netas en relación con el PIB promedian entre 3% y 4%.
- **Saldo externo:** El saldo en cuenta corriente es procíclico en todos los exportadores de materias primas, y las diferencias entre las fases ascendentes y las fases descendentes se ven amplificadas cuando el ciclo subyacente es más largo o cuando las variaciones de precios son más marcadas.
- **Saldo fiscal:** El comovimiento de los saldos fiscales y los ciclos de materias primas es más pronunciado

²⁰Esto coincide con los estudios empíricos. Por ejemplo, Chen, Rogoff y Rossi (2010) han observado que los tipos de cambio reales de los exportadores de materias primas son más altos durante períodos de avance de los precios de las materias primas. Sin embargo, el crecimiento promedio del TCER durante una fase ascendente de los precios de las materias primas no es siempre mayor que el crecimiento promedio en una fase descendente (que no figura aquí), lo cual es un poco desconcertante. Ofrecemos dos explicaciones posibles. Primero, el TCER (al igual que todas las variables) se ve afectado no solo por las variaciones de precios de las materias primas sino también por las políticas subyacentes y otros factores, ninguno de los cuales está identificado o neutralizado en este estudio. Segundo, es posible que haya cierto ajuste excesivo del TCER al comienzo de una fase ascendente, que se diluye parcialmente durante el resto de la fase, lo cual resulta en un crecimiento promedio del TCER que no es necesariamente más fuerte en una fase ascendente que en una fase descendente.

Gráfico 4.4. Desempeño macroeconómico de los países exportadores de cuatro grandes materias primas durante las fluctuaciones de precios de las materias primas

El comovimiento de los indicadores económicos internos con los ciclos de precios de las materias primas es más fuerte en el caso de los exportadores de petróleo y cobre que en el de los exportadores de café y algodón

■ Fase ascendente
 ■ Fase ascendente larga
 ■ Fase ascendente abrupta
 ■ Fase descendente
 ■ Fase descendente larga
 ■ Fase descendente abrupta



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Cada barra muestra el valor mediano de los promedios a nivel de la economía dentro de la muestra correspondiente a la variable indicada. Las fases largas corresponden al cuartil superior por duración y las fases abruptas corresponden al cuartil superior por amplitud. Las barras aparecen solamente si hay como mínimo tres años de datos para tres economías por lo menos, y por lo tanto faltan cuando no se cumplen estos criterios. Véase la descripción completa de los datos subyacentes en el apéndice 4.1.

en los exportadores de petróleo crudo y de cobre que en los exportadores de materias primas alimentarias y agrícolas.

Ciclos de precios de las materias primas y regímenes de política económica

Después de establecer que las condiciones económicas internas de los países exportadores de materias primas se mueven a la par de los ciclos de precios de las materias primas, nos planteamos si este comovimiento se ve amortiguado o acentuado según los regímenes de política económica aplicados por los exportadores de materias primas. En particular, nos centramos en la naturaleza del régimen cambiario (con paridad o sin paridad) y el grado de apertura de la cuenta de capital (relativamente alto o bajo). Como ocurre con los factores precedentes, estas correlaciones básicas no deben interpretarse erróneamente como un vínculo causal entre las características estructurales y el comovimiento de las condiciones económicas y las fluctuaciones de precios de las materias primas.

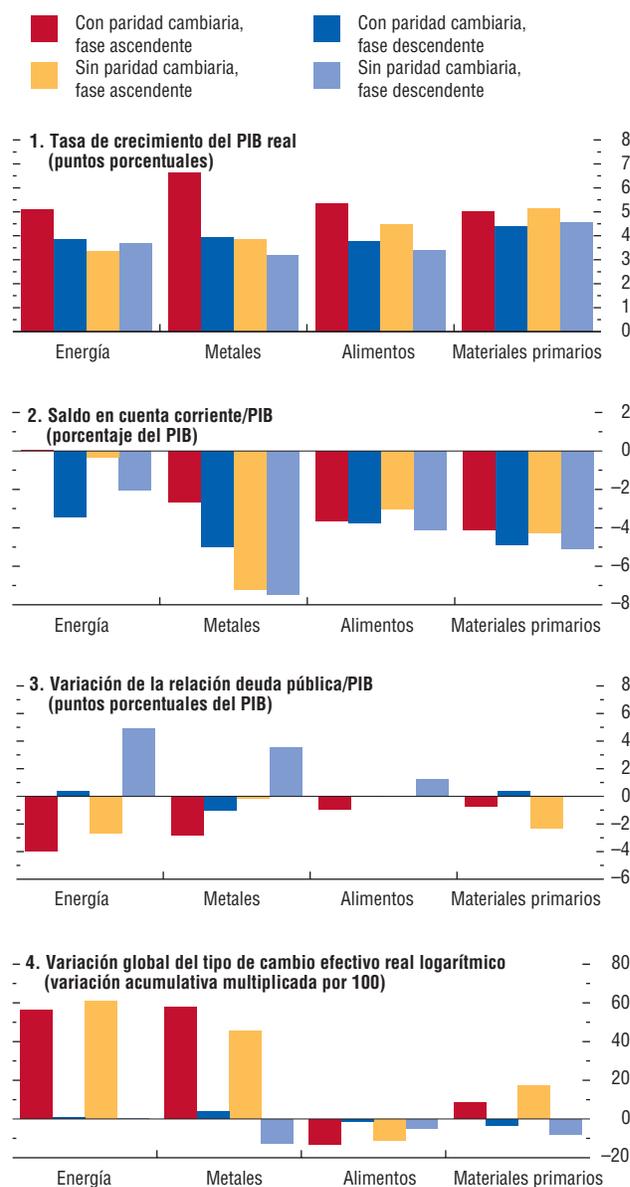
Régimen cambiario

La variabilidad cíclica de los indicadores macroeconómicos es ligeramente más fuerte cuando hay paridad cambiaria que cuando hay flexibilidad, especialmente en el caso de los países exportadores de energía y metales (gráfico 4.5). En los regímenes con paridad, el crecimiento del producto experimenta una caída más pronunciada durante las fases descendentes en todos los exportadores, con la excepción de los exportadores de materiales primarios, en tanto que las diferencias entre los saldos en cuenta corriente son más marcadas en el caso de los exportadores de metales y energía. Conceptualmente, un tipo de cambio fijo puede reducir la volatilidad económica al limitar las fluctuaciones del tipo de cambio, pero por otra parte no puede absorber los shocks externos; entre ellos, las variaciones de los precios reales de las materias primas. Detectamos pocos indicios de que este último efecto predomine en los exportadores de energía y metales²¹.

²¹Véanse en Rafiq (2011) datos de los exportadores de petróleo del Consejo de Cooperación del Golfo, y en Adler y Sosa (2011), sobre los exportadores latinoamericanos de materias primas.

Gráfico 4.5. Régimen cambiario y desempeño de los países exportadores durante las fluctuaciones de precios de las materias primas

El comovimiento de los indicadores económicos con los ciclos de precios de las materias primas se ve amplificado cuando hay paridad cambiaria en el caso de los exportadores de energía y metales.

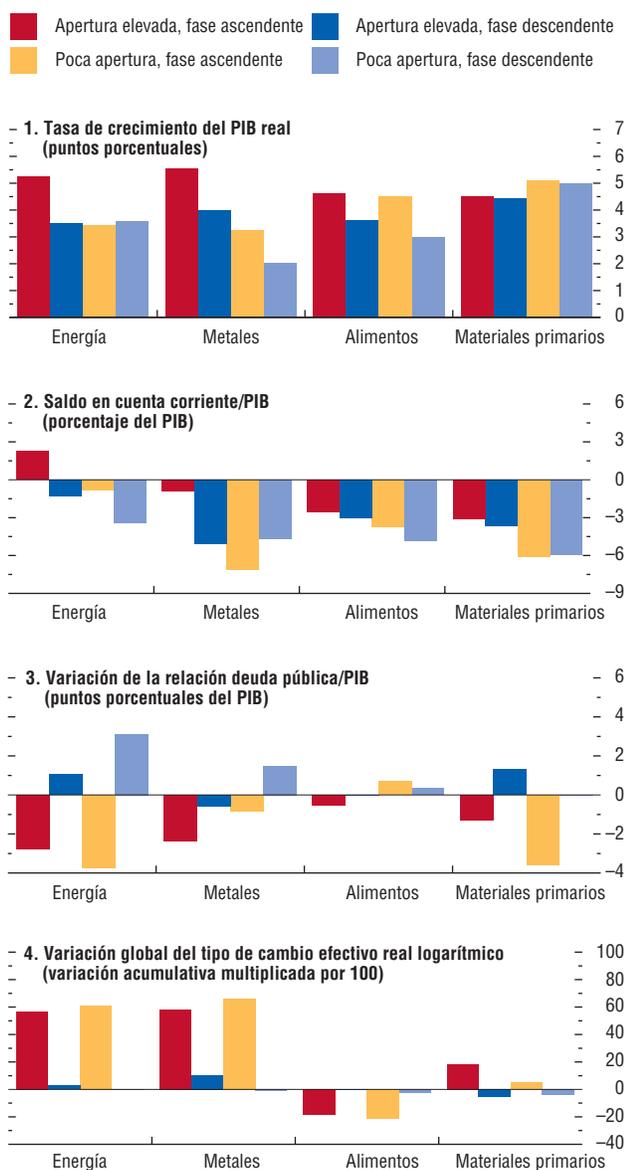


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Cada barra muestra el valor mediano de los promedios a nivel de la economía dentro de la muestra correspondiente a la variable indicada. Las barras aparecen solamente si hay como mínimo tres años de datos para tres economías por lo menos. Los regímenes cambiarios están tomados de la clasificación "bruta" de Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2008), actualizada a 2010. Véase la descripción completa de los datos subyacentes en el apéndice 4.1.

Gráfico 4.6. Apertura de la cuenta de capital y desempeño de los países exportadores durante las fluctuaciones de precios

Hay pocos indicios de un mayor comovimiento entre los indicadores económicos y los ciclos de precios de las materias primas con mayor apertura de la cuenta de capital en el caso de los exportadores de energía y metales.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Cada barra muestra el valor mediano de los promedios a nivel de la economía dentro de la muestra correspondiente a la variable indicada. Las barras aparecen solamente si hay como mínimo tres años de datos para tres economías por lo menos. Una economía tiene apertura elevada si el indicador de la apertura de la cuenta de capital de Chinn e Ito (2006, 2008) es superior o igual a la gran mediana de la muestra. De lo contrario, la economía es de poca apertura. Véase la descripción completa de los datos subyacentes en el apéndice 4.1.

Apertura de la cuenta de capital

Se observa más comovimiento de los indicadores macroeconómicos con los ciclos de precios de las materias primas cuando hay más apertura de la cuenta de capital en el caso de los exportadores de energía y metales, pero no de otros exportadores de materias primas (gráfico 4.6). En general, quizá se encuentren en acción fuerzas compensatorias. Las economías con mayor acceso a los mercados internacionales de capital seguramente tienen más posibilidades de suavizar la volatilidad del producto cuando los precios de las materias primas fluctúan; por ejemplo, captando fondos en los mercados internacionales durante las fases descendentes. Sin embargo, en algunos casos los mercados pueden ser procíclicos, y el flujo de capitales pueden incrementarse durante las fases ascendentes de precios de las materias primas y disminuir durante las fases descendentes²². Esta última fuerza parece predominar en los exportadores de energía y metales, pero no en los de alimentos y materiales primarios.

En síntesis, el desempeño macroeconómico de los países exportadores de materias primas está estrechamente vinculado a las fluctuaciones de precios de las materias primas. Este comportamiento procíclico en relación con los precios de las materias primas se acentúa cuando las fluctuaciones de precios de las materias primas son prolongadas o implican fuertes variaciones de precios. Sin embargo, existen diferencias considerables entre los exportadores de materias primas. Los exportadores de energía y metales suelen estar más sincronizados con las fluctuaciones de precios de las materias primas que los exportadores de alimentos y materiales primarios, y su variación macroeconómica según las fluctuaciones de precios de las materias primas suele ser más pronunciada cuando el tipo de cambio es fijo y la cuenta de capital está más abierta.

Las diferencias generalmente más marcadas del desempeño macroeconómico entre las fases ascendentes y descendentes observadas en los países exportadores de energía y metales, en comparación con los exportadores de alimentos y materias primas agrícolas, pueden reflejar en parte variaciones más pronunciadas de los precios de la energía y los

²²Adler y Sosa (2011) observan esta prociclicidad en los países exportadores latinoamericanos de materias primas.

metales en comparación con los alimentos y los materiales primarios agrícolas. Pero, en términos más generales, las correlaciones precedentes no neutralizan las políticas que podrían amortiguar o acentuar el comovimiento entre las condiciones económicas y los ciclos de precios de las materias primas. Por ejemplo, la energía y los metales suelen producir regalías más elevadas que otras materias primas; si se las gastara durante las fases ascendentes, acentuarían el comovimiento de los indicadores económicos con las fluctuaciones de precios de las materias primas.

Factores determinantes de los mercados de materias primas y sus efectos macroeconómicos

¿En qué medida influye un deterioro imprevisto de las perspectivas económicas mundiales en los precios de las materias primas y los países exportadores de materias primas? Para responder a este interrogante, esta sección identifica primero en qué medida los shocks de la actividad económica mundial afectan a los precios de las materias primas, y luego estima los efectos macroeconómicos en los exportadores de materias primas.

Factores determinantes de los mercados de materias primas

Usamos un modelo de autorregresión vectorial (VAR) estructural de los mercados internacionales de petróleo crudo, cobre, algodón y café para identificar la contribución de los shocks de la actividad económica mundial y la producción de materias primas a las fluctuaciones de precios de las materias primas. Las fluctuaciones restantes (no explicadas) de precios reflejan otros factores que no se pueden identificar con precisión, pero que probablemente son resultado de una combinación de factores relacionados con la demanda de determinadas materias primas y las expectativas en torno a la demanda y la producción mundial²³.

²³Los modelos VAR del petróleo y del cobre se estiman con una frecuencia mensual, en tanto que los del café y del algodón usan datos anuales debido a limitaciones de los datos. Véanse en el apéndice 4.3 los detalles del modelo de base y las verificaciones de la solidez. Son ejemplos de shocks de producción los fenómenos meteorológicos impredecibles, tales como inundaciones y sequías

Los shocks de la demanda mundial tienen un efecto positivo en los precios de todas las materias primas con la excepción del café (cuadro 4.4). Un shock positivo de una desviación estándar de la demanda mundial (equivalente a un aumento de 0,6% del índice de producción industrial mundial mensual en el caso del petróleo, y de 0,75% en el del cobre) aumenta el precio real en el año del impacto en 3,5% en el caso del petróleo y en 2,4% en el del cobre. En el caso del algodón, un aumento de una desviación estándar de la demanda mundial, representado por un aumento del PIB real mundial de 0,8%, hace subir los precios del algodón en 0,7%. El efecto positivo del shock de la demanda mundial sigue siendo significativo incluso después de transcurridos tres años desde el impacto en el caso de los precios del petróleo crudo y del algodón.

Por el contrario, aunque los shocks de la producción mundial mueven los precios en la dirección contraria, el efecto no es significativo en ninguna materia prima, excepto el café. Un shock positivo de una desviación estándar en la producción incrementa la producción anual de café en 7%, y la de algodón en 4%, en el mismo año. El aumento promedio de la producción mensual de petróleo y cobre es de 0,5% y 1%, respectivamente. El efecto negativo en

que afectan adversamente al rendimiento (de los alimentos y los materiales primarios); los trastornos de la producción causados por rupturas de equipo o paros de la mano de obra imprevistos (en el caso de la energía y de los metales), y los avances tecnológicos inesperados que impulsan la producción. Un ejemplo de un shock de la actividad mundial es una caída repentina de la actividad mundial debido a un aterrizaje duro imprevisto de un país de importancia sistémica. Por el contrario, son ejemplos de shocks de determinadas materias primas un cambio de preferencia por el café en lugar del té (como ocurrió durante la última década), una mejora paulatina de la intensidad del uso de las materias primas y cambios en las expectativas en torno a la actividad mundial y la producción. Por lo tanto, las variaciones de la producción o de la actividad previstas en su totalidad o en parte estarían incluidas en el componente no explicado del precio, y estarían correlacionadas con el momento en el cual aparecen las primeras noticias sobre el futuro cambio, no con el momento en el cual ocurre efectivamente. Un ejemplo de este shock de producción esperado podría ser el reciente caso de Libia, ya que se preveía que los trastornos políticos perturbarían la producción petrolera y, en consecuencia, la oferta mundial de petróleo, haciendo subir por adelantado los precios del petróleo. Análogamente, un aumento previsto de la demanda de materias primas debido a un auge de crecimiento de origen inmobiliario en China haría subir por adelantado los precios de las materias primas.

Cuadro 4.4. Efectos dinámicos de los shocks de los mercados mundiales de materias primas

Materia prima	Shock	Producción de materias primas		Actividad mundial		Precio real de la materia prima	
		En el impacto	A los tres años	En el impacto	A los tres años	En el impacto	A los tres años
Petróleo	Producción	0,488†	0,263	0,024	0,059	-1,098	1,975
	Actividad mundial	0,128†	-0,080	0,610†	0,215	3,526†	3,693†
Cobre	Producción	0,949†	0,696†	-0,031	-0,076	-0,873	-2,106
	Actividad mundial	0,305†	0,229	0,752†	0,475†	2,414†	0,693
Café	Producción	6,933*** (0,731)	1,767 (1,175)	-0,144 (0,156)	-0,163 (0,321)	-1,050* (0,557)	-1,481 (1,252)
	Actividad mundial	...	2,393* (1,263)	1,041*** (0,110)	1,162*** (0,328)	0,517 (0,544)	-1,466 (1,319)
Algodón	Producción	4,149*** (0,437)	0,095 (1,059)	0,370*** (0,132)	0,425 (0,345)	-0,038 (0,369)	-0,296 (0,536)
	Actividad mundial	...	-3,005** (1,178)	0,848*** (0,089)	1,320*** (0,373)	0,693* (0,361)	1,410** (0,614)

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Como los modelos de los mercados de petróleo y de cobre tienen frecuencia mensual, se muestra el efecto promedio a lo largo del año correspondiente para estas materias primas. Una cruz al lado de una estadística denota que como mínimo 50% de las estadísticas subyacentes son individualmente significativas a 10%. Los errores estándar aparecen entre paréntesis debajo de cada estimación para los resultados de la autorregresión vectorial con frecuencia anual. Uno, dos y tres asteriscos denotan significancia al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente. Imaginamos un aumento de una desviación estándar en el shock de la producción mundial de la materia prima o un aumento de una desviación estándar en el shock de la actividad mundial en la frecuencia significativa. No se muestra ningún valor cuando el shock indicado está restringido para que no tenga un efecto contemporáneo. Véanse más detalles en el apéndice 4.3.

el precio que genera este aumento de la producción es significativo únicamente en el caso del café, cuyo precio disminuye 1% en el impacto, y no es significativo en los otros. El resultado contradice los estudios publicados sobre el petróleo, que sostienen que los shocks históricos de los precios del petróleo se explican en gran medida en términos de la oferta mundial²⁴. Esto probablemente implique que los trastornos históricos de la oferta de los mercados petroleros fueron mayormente previstos. En cambio, los shocks meteorológicos de la oferta pueden ser más difíciles de prever que los shocks de la oferta de energía y metales, lo cual daría cuenta de los efectos más significativos en los precios de las materias primas agrícolas como el café²⁵.

Esas observaciones demuestran que no todos los efectos de los precios de las materias primas son parecidos, y que mucho depende de la fuente del shock y del tipo de materia prima. Fundamentalmente, las variaciones de precios de las materias primas impulsadas por movimientos inesperados de la actividad mundial pueden ser significativas.

²⁴Véase, por ejemplo, Hamilton (2011). Sin embargo, Kilian (2009) y Kilian y Murphy (2010) sostienen lo contrario.

²⁵El hecho de que la demanda mundial no afecte significativamente a los precios del café puede reflejar su mayor sensibilidad a las preferencias en cuanto a bebidas, además de la baja elasticidad en función del ingreso (Bond, 1987).

Efectos macroeconómicos internos de los shocks de los mercados internacionales de materias primas

¿En qué medida influyen en los países exportadores de materias primas los shocks de los mercados de las materias primas impulsados por la actividad mundial? Respondemos a este interrogante con un modelo dinámico de datos en panel de los efectos económicos de distintos factores determinantes de los mercados de materias primas en los exportadores de cada materia prima²⁶. Como ya se describió, podemos identificar dos tipos de shock subyacente que impulsan las variaciones de los precios de las materias primas; a saber, shocks de la actividad mundial (demanda) y shocks de la producción mundial de la materia prima (oferta). El siguiente modelo de datos en panel se aplicó a la materia prima de cada conjunto de exportadores²⁷:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \delta Y_{i,t-1} + \sum_{k=0}^1 \sum_{j=0}^2 (\beta_{k,j} \mu_{t-k,j} + \theta_k W_{i,t-k} + \varphi_{k,j} W_{i,t-k} \mu_{t-k,j}) + \eta_{i,t} \quad (4.1)$$

²⁶Los movimientos de los precios de las materias primas también pueden tener consecuencias serias para los importadores de materias primas, muchos de los cuales son países de bajo ingreso. Si bien el capítulo se centra en los exportadores, el recuadro 4.1 presenta una sinopsis de los diversos efectos del aumento de los precios de los alimentos y los combustibles en los países de bajo ingreso.

²⁷En la muestra, el porcentaje promedio que las exportaciones netas de la materia prima en cuestión representa dentro de la exportación total de bienes de cada uno de los exportadores netos de materias primas a lo largo de todo el período que abarca la muestra es por lo menos 10%.

donde $Y_{i,t}$ es la variable macroeconómica en cuestión de la economía i en el momento t . Nos concentramos en el PIB real, el saldo en cuenta corriente como proporción del PIB y la variación de la relación deuda pública/PIB. α_i es un efecto fijo específico de una economía, $u_{t,j}$ es el shock j del mercado de materias primas en cuestión en el momento t , $W_{i,t}$ es la exposición de la economía i a la materia prima en el momento t , expresada como un promedio trienal móvil rezagado de la exportación neta de la materia prima en relación con el PIB total de la economía, y $\eta_{i,t}$ es un término de error con media cero. Los términos de interacción permiten que los efectos de las variables de los mercados de materias primas varíen en función del grado en que la economía depende de las exportaciones de materias primas.

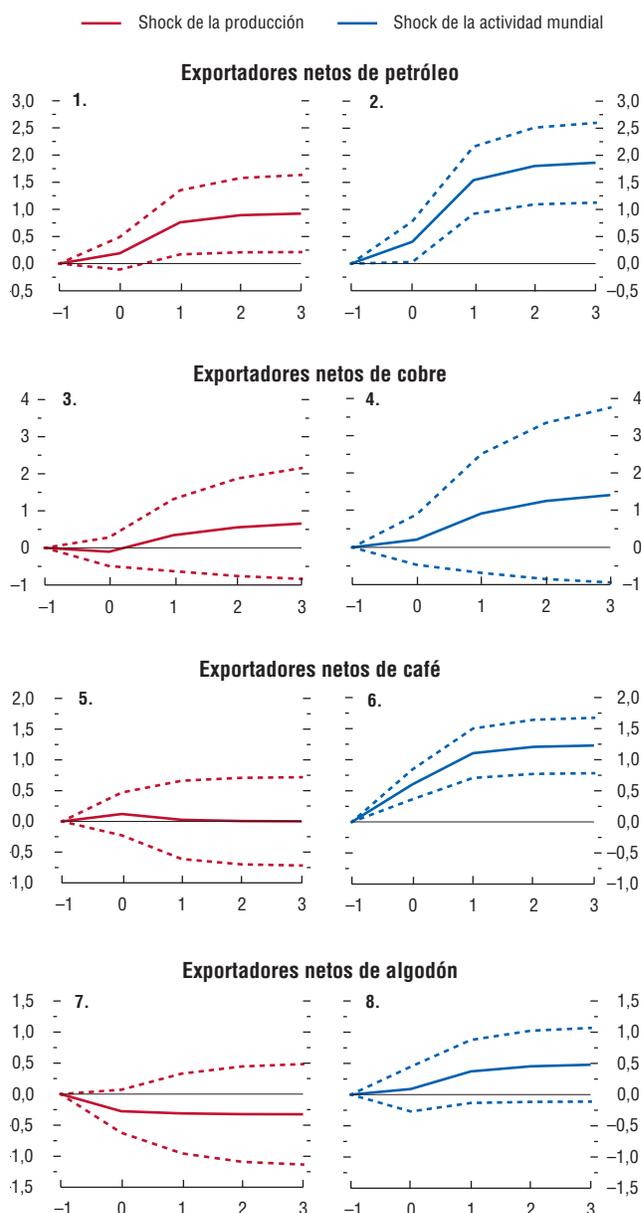
Los resultados confirman que los shocks de las materias primas impulsados por la demanda mundial tienen efectos económicos significativos para los países exportadores de materias primas (gráfico 4.7; cuadro 4.5). Esto no es sorprendente, ya que las fluctuaciones sorpresivas de la actividad mundial pueden afectar a la demanda de todos los bienes. Un exportador diversificado de materias primas experimentará, por lo tanto, un aumento de la demanda de todas sus exportaciones. Concretamente:

- Un shock positivo de la actividad mundial mejora las condiciones económicas de todos los países exportadores de materias primas, a través del crecimiento del PIB real o de los saldos externos, o de ambos. En el caso del petróleo, un shock típico de la demanda mundial que incrementa el precio del petróleo hace subir el PIB real de los exportadores netos de petróleo cerca de 0,4% en el año del impacto; en el caso del café, el aumento es de 0,6% (cuadro 4.5)²⁸. Los efectos del PIB real en el caso del petróleo y del café crecen durante los tres años siguientes,

²⁸Obsérvese que, en el caso de los precios del petróleo y del cobre, un shock típico de la demanda (o la producción) mundial representa el promedio anual de los shocks estructurales mensuales del modelo VAR mensual. Véanse en el apéndice 4.3 detalles del uso de estos resultados para obtener una estimación de las elasticidades implícitas del PIB real con respecto a los aumentos de precios con una frecuencia anual.

Gráfico 4.7. Efectos de los shocks de los mercados de materias primas en el producto real (Respuesta porcentual)

Los shocks de precios de las materias primas provocados por la demanda mundial pueden tener importantes efectos en los exportadores de esos productos.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El eje de la abscisa muestra el número de años transcurridos; cero es el año en el cual ocurre el shock. La muestra consiste en países exportadores netos de materias primas cuya exportación neta de la materia prima en relación con el total de exportación de bienes es como mínimo 10%. Las líneas punteadas denotan bandas de confianza de 90%. Las magnitudes del shock son una disminución de la producción mundial y un aumento de la actividad mundial de una desviación estándar. Véase en el apéndice 4.3 una descripción del modelo de autorregresión vectorial utilizado para estimar los shocks subyacentes de la actividad mundial y de la producción.

Cuadro 4.5. Efectos macroeconómicos internos de los shocks de los mercados mundiales de materias primas

Materia prima	Shock	PIB real		Cuenta corriente/PIB		Variación de la relación deuda pública/PIB	
		En el impacto	A los tres años	En el impacto	A los tres años	En el impacto	A los tres años
Petróleo	Producción	0,191 (0,182)	0,923** (0,432)	0,510 (0,329)	2,802 (1,851)	-1,990*** (0,671)	-4,316*** (1,043)
	Actividad mundial	0,404* (0,228)	1,862*** (0,448)	0,840*** (0,230)	5,458*** (0,980)	-1,333*** (0,395)	-3,269*** (0,433)
Cobre	Producción	-0,104 (0,235)	0,658 (0,908)	0,098 (0,287)	-1,253** (0,576)	0,984 (0,675)	-0,094 (1,077)
	Actividad mundial	0,210 (0,412)	1,406 (1,428)	1,049** (0,549)	2,486*** (0,952)	0,338 (0,752)	-0,851 (1,191)
Café	Producción	0,121 (0,212)	0,001 (0,437)	0,220 (0,237)	0,532 (0,560)	2,873* (1,657)	0,860 (1,090)
	Actividad mundial	0,603*** (0,146)	1,229*** (0,270)	0,364* (0,217)	1,589* (0,915)	4,579 (4,192)	6,128 (5,895)
Algodón	Producción	-0,275 (0,210)	-0,325 (0,491)	-0,399 (0,324)	-1,153 (1,124)	2,854 (3,718)	1,697 (2,176)
	Actividad mundial	0,090 (0,218)	0,479 (0,359)	1,258* (0,648)	4,110*** (1,588)	0,469 (2,074)	-0,435 (1,464)

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los errores estándar aparecen entre paréntesis debajo de cada estimación. Uno, dos y tres asteriscos denotan significancia al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente. Imaginamos un aumento de una desviación estándar en el shock de la producción mundial de la materia prima o un aumento de una desviación estándar en el shock de la actividad mundial. En el caso del petróleo y el cobre, los shocks son el promedio de los shocks mensuales ocurridos en el curso de un año, tomados del modelo subyacente del cuadro 4.4, descrito en el apéndice 4.3. Los efectos dinámicos mostrados aquí se evalúan con el mismo valor promedio de la muestra que el indicador de la exposición de la materia prima (exportaciones netas de la materia prima pertinente al PIB): en el caso del petróleo el valor es 22,9%; en el caso del cobre, 10,3%; en el caso del café, 4,2%; y en el caso del algodón, 3,2%.

y siguen siendo positivos y significativos. En el resto de los casos, los efectos de los shocks de la demanda en el crecimiento no son significativos. Sin embargo, se observan mejoras significativas del saldo en cuenta corriente de todos los países exportadores de materias primas, y este efecto sigue siendo significativo incluso después de transcurridos tres años en los exportadores de todas las materias primas. Los shocks de la demanda mundial mejoran los saldos fiscales de los exportadores de petróleo únicamente, y el efecto crece a lo largo de tres años.

- Por el contrario, no es sorprendente observar que un shock negativo de la producción mundial de la materia prima, que hace subir el precio, no siempre tiene un efecto económico significativo. Esto se debe a que un shock negativo de la producción mundial puede responder en parte a un shock negativo de la producción interna, o puede producir una caída del PIB mundial, lo cual podría neutralizar parcial o totalmente el efecto positivo del afianzamiento de los términos de intercambio (como se observa en el caso del cobre y del algodón).

¿Cómo se manifiestan estos efectos económicos de la actividad mundial —en contraposición a la producción mundial— a lo largo de toda una fase

ascendente o descendente de los precios de las materias primas? Para averiguarlo, recurrimos al modelo VAR a fin de separar las fases ascendentes de los precios del petróleo impulsadas predominantemente por la demanda mundial de aquellas impulsadas principalmente por variaciones de la producción mundial²⁹. Los resultados se resumen en el gráfico 4.8.

- El efecto económico cíclico de las fluctuaciones de precios del petróleo es ligeramente más marcado cuando está impulsado por la demanda mundial. La diferencia del crecimiento del PIB real entre una fase ascendente típica y una fase descendente es 1 punto porcentual en un ciclo de precios del petróleo impulsado por la demanda, frente a alrededor de 0,5% en todos los ciclos de precios del petróleo en promedio. La variación del saldo en cuenta corriente y de la apreciación acumulada del TCER en una fase ascendente de los precios del petróleo impulsada por la demanda en relación con una fase descendente es parecida a la observada en todos los ciclos de precios del petróleo en promedio.

²⁹Esta separación clara de los ciclos de precios impulsados por la demanda o por la producción no es posible con las demás materias primas. Véanse los detalles en el apéndice 4.3.

- La situación fiscal mejora menos durante las fases ascendentes de los precios del petróleo impulsadas por la demanda que durante las fases descendentes. El saldo fiscal representado por la variación anual de la relación deuda pública/PIB mejora alrededor de 2½ puntos porcentuales del PIB durante una fase ascendente impulsada por la demanda mundial (frente a una mejora de cerca de 4 puntos porcentuales del PIB en todos los ciclos de precios del petróleo en promedio). Esto puede reflejar una tendencia de los países exportadores de petróleo a tener una respuesta fiscal menos anticíclica (o más procíclica) frente a los shocks de la demanda mundial que a otros shocks, lo cual a su vez podría explicar la mayor variación económica interna frente a los ciclos de los precios del petróleo impulsados por la demanda.

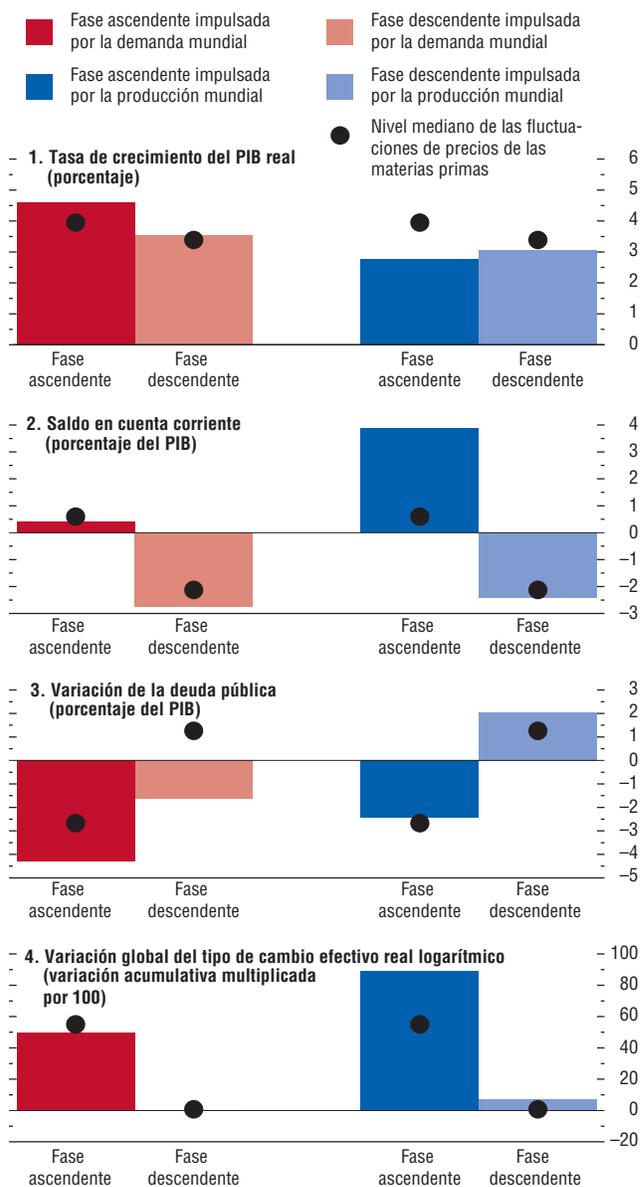
Es importante distinguir entre las fuentes subyacentes de las fluctuaciones de precios de las materias primas, ya que estos factores determinantes tienen diferentes efectos macroeconómicos y en los precios en distintos países exportadores de materias primas. Globalmente, los efectos económicos de los shocks de la actividad mundial son significativos en los exportadores de materias primas. Estos efectos son más marcados en el caso del petróleo crudo, pero también se observan en otros exportadores. Los exportadores de petróleo experimentan una variación algo mayor de la actividad real atribuible a los ciclos de precios del petróleo impulsados por la demanda mundial que de la atribuible a otros tipos de ciclos de precios del petróleo. Sin embargo, estas observaciones no aclaran cómo deberían responder los exportadores de materias primas a los shocks mundiales de las materias primas para reducir al mínimo sus efectos en las economías nacionales. Estos interrogantes se abordan en la próxima sección.

Respuestas óptimas de la política fiscal a los shocks de los mercados de materias primas

¿Cómo deberían responder los países exportadores de materias primas a las fluctuaciones de precios de las materias primas? La importancia de las políticas macroeconómicas a la hora de reducir la volatilidad económica puede ser mayor en los exportadores de materias primas dadas la persistencia y la volatilidad de las fluctuaciones de precios de las materias primas.

Gráfico 4.8. Determinantes de los precios del petróleo, ciclos y desempeño de los países exportadores netos de petróleo

Los ciclos de precios mundiales del petróleo impulsados por la demanda mundial conducen a una mayor volatilidad macroeconómica.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los círculos negros denotan el nivel mediano de la muestra durante fases ascendentes y descendentes, sin tener en cuenta el factor que las impulsa. Hay dos fluctuaciones de precios del petróleo impulsadas por la producción: una fase descendente (1996:M1–1998:M12) y una fase ascendente (1999:M1–2000:M9). Hay cuatro fluctuaciones de precios impulsadas por la demanda: dos fases descendentes (1990:M10–1993:M12 y 2000:M10–2001:M12) y dos fases ascendentes (1994:M1–1996:M10 y 2002:M1–2008:M7). Véase la descripción completa de los datos subyacentes en el apéndice 4.1. Véase en el apéndice 4.3 una descripción del modelo de autorregresión vectorial utilizado para estimar los shocks subyacentes de la actividad mundial y de la producción.

Como ya se señaló, una fase descendente típica de los precios del petróleo y de los metales puede durar entre dos y tres años, implicar una disminución de los precios reales desde el máximo hasta el mínimo de 40% a 50% e inducir un revés del crecimiento del PIB real de $\frac{1}{2}$ a 1 punto porcentual. En este sentido, el papel de la política fiscal puede ser crucial, dado el efecto directo de los precios de las materias primas en las arcas del Estado y, a través de las medidas de este último, en el resto de la economía³⁰.

Esta sección se centra en la respuesta óptima de la política fiscal a las fluctuaciones de precios de las materias primas en un país exportador de materias primas pequeño y abierto, y en su interacción con la política monetaria a través de la selección del régimen cambiario. Si bien el modelo está calibrado para el petróleo, como se explica más adelante, los resultados cualitativos se aplican igualmente a otras materias primas. La sección analiza en qué medida la selección óptima de la política fiscal se ve afectada por la fuente de las fluctuaciones de precios de las materias primas, las diferencias de las condiciones macroeconómicas subyacentes y las características estructurales del exportador de materias primas. Conscientes de algunas de las limitaciones del análisis basado en este modelo, estudiamos también las posibles tensiones entre las políticas óptimas a nivel nacional y a nivel internacional en el caso de los grandes exportadores de materias primas, dada la posibilidad de que sus políticas provoquen efectos de contagio. Asimismo, analizamos la respuesta fiscal óptima frente a variaciones permanentes de los precios de las materias primas. Por último, nos planteamos la mejor manera en que los exportadores de materias primas pueden diseñar sus políticas a la luz de la incertidumbre actual en torno a la dirección que seguirán los precios de las materias primas.

³⁰Sin embargo, los datos empíricos apuntan a políticas fiscales que son demasiado procíclicas y, por ende, exacerbando la volatilidad interna. Por ejemplo, Husain, Tazhibayeva y Ter-Martirosyan (2008) señalan que las reacciones de la política fiscal a los shocks de los precios del petróleo incrementan la volatilidad interna real. Como se señaló, Frankel (2011) sostiene que los exportadores de materias primas son demasiado procíclicos en sus políticas macroeconómicas. Céspedes y Velasco (2011) observan que las políticas fiscales procíclicas de los exportadores de materias primas pueden haber disminuido en los últimos años.

Las condiciones

Utilizamos una versión de dos regiones del Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial del FMI (GIMF, por sus siglas en inglés) integrada por un país exportador de petróleo pequeño y abierto y el resto del mundo, que es un importador *neto* de petróleo³¹. El exportador de petróleo pequeño y abierto da por sentado el precio mundial del petróleo. Exporta el grueso de su producción petrolera, y las exportaciones netas de petróleo equivalen a 18% del PIB y representan un 45% de la exportación total³². Esta estructura implica que un shock impulsado por la demanda mundial afectaría al exportador de petróleo no solo a través de una variación del precio del petróleo, sino también a través de una variación de la demanda de otros bienes que exporta (lo cual permite efectos parecidos al mal holandés). El exportador está poblado por hogares de generaciones superpuestas y por hogares con limitaciones de liquidez, para captar con más realismo los efectos de la política fiscal. El gobierno puede movilizar fondos en los mercados internacionales de capital, pero debe pagar una prima por riesgo que aumenta según el nivel de la deuda externa neta³³. En el escenario de referencia suponemos también que 1) la producción de petróleo está controlada en gran medida por el gobierno, que percibe el grueso de las rentas correspondientes (a través de “regalías por materias primas”); 2) la deuda pública neta es relativamente pequeña, y la sensibilidad de la prima por riesgo soberano a sus variaciones es baja, y 3) la política monetaria sigue un régimen de metas de inflación, con un tipo de cambio nominal flotante. Estos supuestos se simplifican en análisis de solidez posteriores.

La orientación de la política fiscal está modelada a través de reglas que apuntan al equilibrio presupuestario del gobierno con la finalidad de minimizar la volatilidad del producto y de la inflación. Concretamente, en cada período la autoridad encargada de la política fiscal selecciona un instrumento fiscal en respuesta a las desviaciones del ingreso tributario no

³¹Véanse los detalles en el apéndice 4.4.

³²Estas cifras son parecidas a los porcentajes promedio de los exportadores de petróleo de la muestra (véase el apéndice 4.1).

³³La deuda neta tiene en cuenta todo saldo positivo de activos externos (como fondos patrimoniales soberanos).

petrolero respecto de su nivel a largo plazo y las desviaciones de las regalías por materias primas respecto de su nivel a largo plazo. Por ejemplo, si los ingresos tributarios y el precio del petróleo a escala mundial suben de manera pasajera e inesperada, las regalías por materias primas superan temporalmente el nivel a largo plazo y la autoridad fiscal puede ajustar el instrumento fiscal de manera acorde. El instrumento específico utilizado es la tasa del impuesto sobre la mano de obra, que ha sido seleccionada por su sencillez y no constituye una recomendación en materia de políticas. Además, las conclusiones en cuanto a las políticas no dependen de esta selección. Estudiamos tres orientaciones amplias:

- *Una regla de presupuesto equilibrado:* Con esta regla, el presupuesto del gobierno se equilibra en cada período, de modo que las regalías por materias primas y los ingresos tributarios excepcionales se redistribuyen de inmediato a los hogares en forma de recortes de las tasas impositivas. Esta regla es procíclica por diseño, pero mantiene el saldo fiscal y la deuda neta al nivel de las metas a largo plazo.
- *Una regla de superávit estructural:* Con esta regla, las regalías por materias primas y los ingresos tributarios excepcionalmente elevados se ahorran, en tanto que las regalías y los ingresos excepcionalmente bajos provocan un desahorro (con lo cual se evita incrementar las tasas impositivas para compensar la pérdida). Esta regla produce una variación de uno a uno en el saldo fiscal global y la deuda del gobierno frente a desviaciones de las regalías y de los ingresos tributarios respecto de sus valores a largo plazo. Es cíclicamente neutral porque ni añade a la demanda agregada ni le resta.
- *Una regla anticíclica:* Con esta regla, la autoridad fiscal no solo ahorra las regalías por materias primas y los ingresos tributarios excepcionalmente elevados, sino que también aumenta los impuestos para moderar el estímulo de la demanda agregada que genera el mayor ingreso petrolero percibido por el sector privado. En el caso de ingresos tributarios y regalías excepcionalmente bajas, se recortan provisionalmente los impuestos. Esta regla implica variaciones más grandes de los superávits presupuestarios y de la deuda pública frente a las variaciones de precios del petróleo. Sin embargo, tiene un efecto

anticíclico, e incrementa (reduce) el saldo estructural durante períodos de elevados (bajos) precios del petróleo y/o actividad económica.

En la práctica, el comportamiento de la política fiscal de una serie de exportadores de materias primas se ha visto ampliamente influido por reglas de este tipo. Chile y Noruega han adoptado incluso reglas específicas parecidas a las utilizadas en las simulaciones del modelo. Chile sigue una regla de superávit estructural, que admite la presencia de estabilizadores automáticos. La regla de Noruega apunta al saldo no petrolero estructural y también admite respuestas anticíclicas a lo largo del ciclo económico³⁴.

Respuesta a shocks pasajeros de los precios de las materias primas

Para comparar los efectos de las tres orientaciones de la política fiscal, analizamos los resultados de simulaciones basadas en dos escenarios de shocks de los precios del petróleo. En el primero, el precio del petróleo aumenta como reacción a una expansión inesperada de la actividad mundial. En el segundo, el aumento se debe a un shock negativo de la producción mundial de petróleo. En ambos escenarios, los shocks están calibrados de tal manera que producen aumentos comparables de los precios del petróleo (cerca de 20% al cabo de un año). Además, la persistencia de los aumentos del precio del petróleo es de unos tres años; es decir, está dentro de la distribución de la duración de los ciclos de precios del petróleo presentada en el análisis empírico.

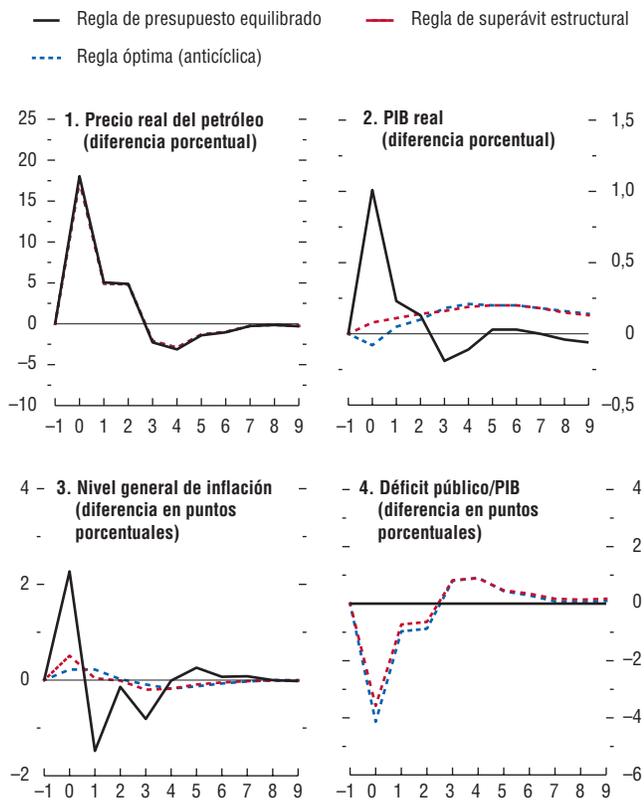
Concluimos que los efectos de las alzas del precio del petróleo en la economía nacional difieren según estén impulsados por condiciones vinculadas a la demanda externa o a la oferta externa, lo cual concuerda con los resultados empíricos.

En el caso de un aumento de los precios del petróleo impulsado por la oferta externa, una disminución pasajera de la oferta petrolera en el resto del mundo hace subir el precio real del petróleo 20% el primer año. El precio cae paulatinamente durante

³⁴Durante las dos últimas décadas, ha habido un aumento pronunciado de la adopción de políticas fiscales basadas en reglas, expresadas a través de algún concepto del saldo fiscal o sus componentes (ingreso y/o gasto) y/o el nivel de deuda. Actualmente, más de 65 países utilizan algún tipo de regla fiscal. Véase FMI (2009).

Gráfico 4.9. Efectos dinámicos en un país exportador de petróleo pequeño y abierto de una reducción pasajera de la oferta de petróleo en el resto del mundo

Una política fiscal de presupuesto equilibrado en respuesta a un aumento de los precios del petróleo impulsado por la oferta mundial intensifica la volatilidad macroeconómica interna del país exportador de petróleo. Una respuesta anticíclica de la política fiscal es la mejor manera de reducir esta volatilidad.



Fuente: Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial del FMI.

Nota: El eje de la abscisa muestra el número de años transcurridos; cero es el año en el cual ocurre el shock. Véase en el apéndice 4.4 una descripción del modelo.

los dos años siguientes (gráfico 4.9). A medida que disminuye el PIB del resto del mundo, retrocede la demanda externa real de todos los bienes exportados por el país exportador de petróleo pequeño y abierto. Sin embargo, la contracción de la demanda externa está compensada por un aumento del valor real de las exportaciones petroleras de la economía, lo cual mejora la balanza comercial. A pesar del avance del nivel general de inflación provocado por la subida de los precios del petróleo, la demanda mundial deprimida reduce el precio real de los bienes finales y, de hecho, hace retroceder la inflación subyacente. Esto se ve mitigado en parte por una política monetaria ligeramente más estimulante.

Ante un aumento de los precios del petróleo impulsado por la demanda externa, un aumento pasajero de la liquidez del resto del mundo estimula la demanda mundial, haciendo subir el precio real del petróleo alrededor de 20% en los tres primeros años, tras lo cual la demanda mundial se atenúa. Los precios del petróleo también experimentan un ciclo de auge y colapso. A diferencia del shock de los precios del petróleo impulsado por la oferta, el auge de la demanda mundial hace subir la demanda y los precios de *todas* las exportaciones de la pequeña economía abierta.

En ambos shocks, una política fiscal que apunta a un presupuesto equilibrado exagera la volatilidad macroeconómica en comparación con la orientación estructural y la anticíclica (gráficos 4.9 y 4.10). Con una regla de presupuesto equilibrado, los ingresos tributarios y las regalías petroleras excedentarias logradas durante el auge se gastan mediante una disminución de los impuestos sobre la mano de obra. A la inversa, cuando llega a su fin el aumento de los precios del petróleo, la caída de los ingresos tributarios y de las regalías está compensada por un aumento de los impuestos sobre la mano de obra. En ambas direcciones, crecen la brecha del producto y la volatilidad de la inflación. Con una regla de superávit estructural, los ingresos y las regalías excedentarios recibidos durante el auge de precios se ahorran, con lo cual los impuestos sobre la mano de obra no cambian y la relación deuda/PIB se reduce. Por el contrario, se permite que estos ingresos se ubiquen por debajo de sus niveles potenciales cuando el auge toca a su fin. En ambas direcciones, la regla de superávit estruc-

tural ayuda a suavizar la volatilidad de la inflación y del producto en comparación con una regla de presupuesto equilibrado³⁵. Con una regla anticíclica, la tasa del impuesto sobre la mano de obra aumenta durante el auge, haciendo retroceder más la demanda y la inflación. En cambio, la tasa del impuesto sobre la mano de obra baja cuando el auge toca a su fin, lo cual mitiga la contracción de la demanda. Por lo tanto, una regla anticíclica reduce la brecha del producto y la volatilidad de la inflación más que una regla de superávit estructural en ambos tipos de shock cíclico de los precios de las materias primas y constituye la respuesta fiscal óptima en ambos casos. En las simulaciones, la magnitud de las respuestas anticíclicas a aumentos pasajeros de las regalías es más bien pequeña. Esto se debe en gran medida al supuesto de que el grueso de las regalías petroleras es percibido por el gobierno, lo cual implica a su vez que el hecho de proteger a la economía de las variaciones de los ingresos petroleros del gobierno es, en términos generales, suficiente para la estabilización macroeconómica.

Otros marcos de política y características estructurales

El resultado de que una orientación anticíclica de la política fiscal es óptima se mantiene, en términos generales, aun cuando se adoptan otros supuestos sobre los regímenes de política económica y otras características estructurales. Sin embargo, hay que tener en cuenta ciertas diferencias sutiles (gráfico 4.11).

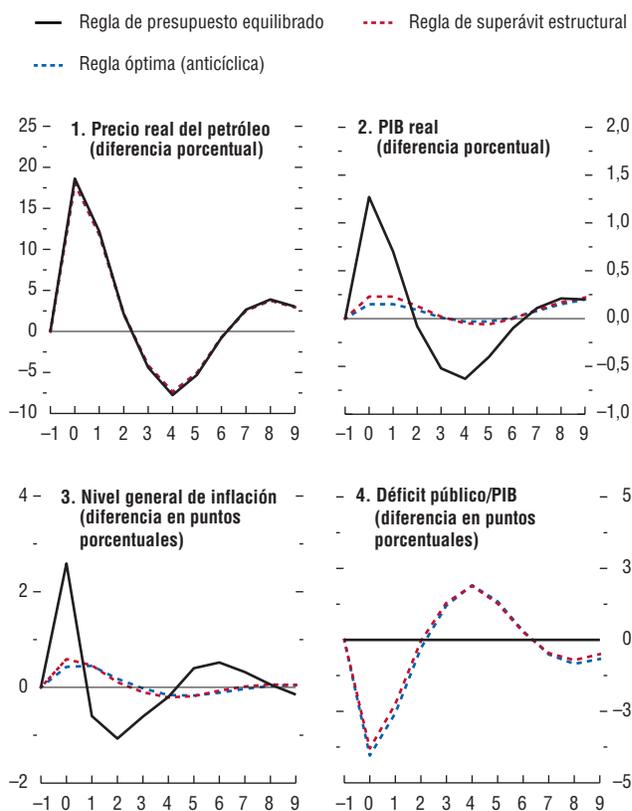
Régimen cambiario fijo

Cuando el tipo de cambio es fijo, la respuesta anticíclica de la autoridad fiscal a los shocks de los precios del petróleo debe ser más agresiva. La principal razón es que falta el respaldo de la autoridad monetaria, que, a diferencia de lo que ocurre con un régimen de metas de inflación, no es complementaria, sino procíclica, en su respuesta a los shocks de los precios de las materias primas. Por ejemplo, en el caso de un aumento inesperado del precio del petróleo, se distiende la política monetaria para compensar la presión alcista sobre el tipo de cambio

³⁵Esto coincide con las conclusiones de Kumhof y Laxton (2010), según quienes una regla de superávit estructural puede reducir la volatilidad macroeconómica de un pequeño exportador de cobre como Chile.

Gráfico 4.10. Efectos dinámicos en un país exportador de petróleo pequeño y abierto de un aumento pasajero de la liquidez en el resto del mundo

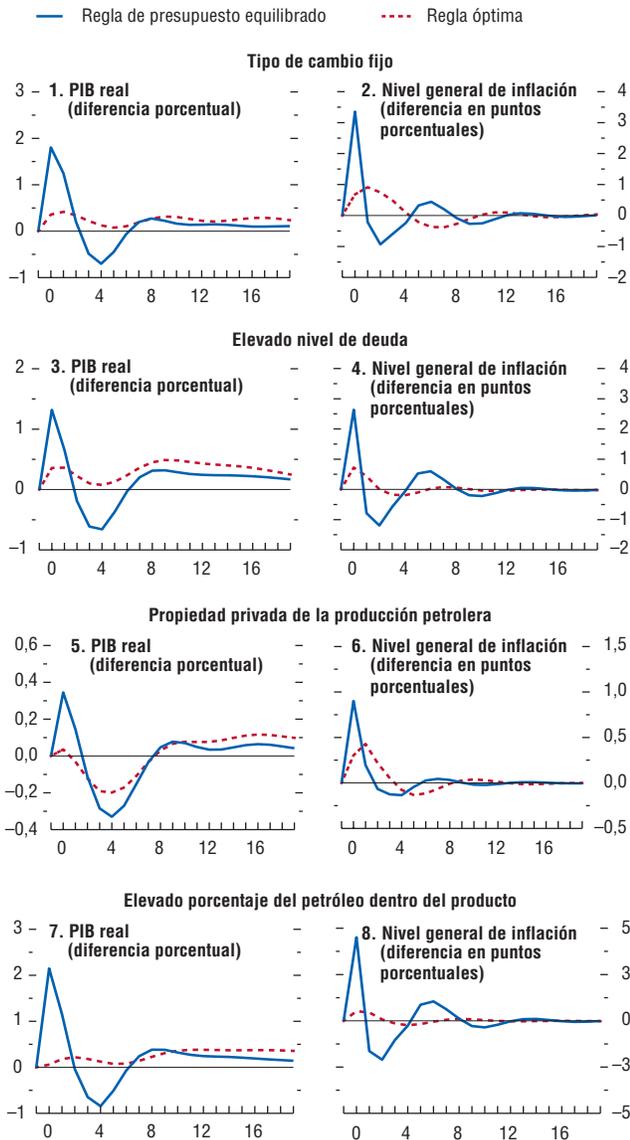
La volatilidad económica interna provocada por un aumento de los precios del petróleo impulsado por la demanda mundial es aún mayor que la de un aumento impulsado por la oferta mundial. En ambos casos, una política fiscal anticíclica domina la política de presupuesto equilibrado para minimizar la volatilidad.



Fuente: Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial del FMI.
Nota: El eje de la abscisa muestra el número de años transcurridos; cero es el año en el cual ocurre el shock. Véase en el apéndice 4.4 una descripción del modelo.

Gráfico 4.11. Orientación óptima de la política fiscal con distintos marcos de política y características estructurales

Los siguientes gráficos comparan la regla fiscal óptima con la regla de presupuesto equilibrado ante un aumento pasajero de la liquidez mundial (parecido al gráfico 4.10). Una política fiscal anticíclica es siempre óptima para distintas condiciones macroeconómicas o características de los países exportadores de materias primas. La excepción es cuando la prima por riesgo resulta sumamente sensible al nivel de la deuda soberana, en cuyo caso la respuesta fiscal óptima es más parecida a una regla de superávit estructural.



Fuente: Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial del FMI.

Nota: El eje de la abscisa muestra el número de años transcurridos; cero es el año en el cual ocurre el shock. Los paneles 1 y 2 muestran el caso en el que el tipo de cambio es fijo. Los paneles 3 y 4 muestran el caso en el que la deuda pública neta es 100% del PIB. Los paneles 5 y 6 muestran el caso en el que el porcentaje de propiedad privada de la producción petrolera neta es 90%. Los paneles 7 y 8 muestran el caso en el que la relación exportación petrolera neta/PIB es 36%.

nominal. Esta característica es recordatoria de la regularidad empírica de que el comovimiento de la economía nacional con el ciclo de precios de las materias primas es más fuerte cuando hay paridad cambiaria, como se señaló antes³⁶.

Niveles iniciales de deuda

La magnitud de la respuesta anticíclica también puede ser reflejo de los niveles iniciales de la deuda neta pública, según la fuerza con que la prima por riesgo soberano reaccione a las variaciones del nivel de la deuda neta. En otra simulación con un nivel inicial de deuda neta de 100% del PIB (en comparación con el 30% de la simulación de referencia), las variaciones del nivel de deuda neta debidas a las respuestas anticíclicas de la política pueden conducir a una variación sustancial de la prima por riesgo soberano y, por ende, de las tasas de interés internas. Por ejemplo, si se produce una caída inesperada del precio del petróleo, una respuesta anticíclica fuerte produciría un aumento sustancial de la prima por riesgo al hacer subir la deuda neta pública, lo cual causaría una contracción drástica de la demanda interna privada. Este último efecto podría ser suficientemente fuerte como para compensar plenamente la respuesta expansiva inicial de la política fiscal³⁷. Por lo tanto, cuando los niveles de deuda neta son elevados, es más prioritario reducir la deuda y afianzar la credibilidad fiscal, antes que adoptar una respuesta fiscal anticíclica.

Diferentes estructuras de propiedad en el sector petrolero

Cuando la propiedad privada nacional en el sector petrolero es más elevada, el comportamiento de los hogares en términos de ahorro tiene importancia³⁸. Suponiendo que un porcentaje más elevado de las

³⁶Véanse también Broda (2004) o Rafiq (2011).

³⁷Véase también Demirel (2010), que observa que las políticas fiscales y monetarias óptimas son procíclicas (anticíclicas) ante la presencia (ausencia) de un diferencial nacional. FMI (2009) señala que para una muestra de países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), las reglas fiscales fueron más eficaces cuando los coeficientes de deuda pública se colocaron por debajo de determinado umbral.

³⁸En este escenario se supone que el sector privado es propietario de 90% de la producción petrolera, en comparación con la simulación de referencia, en la cual es propietario de solo 10%.

regalías petroleras del sector privado beneficia a hogares que pueden suavizar el consumo ahorrando más (en contraposición a la propiedad en manos del sector público, caso en el cual el gobierno distribuye los ingresos de manera más o menos parecida entre los hogares que suavizan el consumo y los que no lo hacen), la volatilidad resultante del producto y de la inflación es más baja que en la simulación de referencia. Sin embargo, aun en este caso la respuesta fiscal óptima es anticíclica, ya que mitiga la volatilidad del producto y de la inflación más que las demás reglas fiscales.

Porcentaje más alto del petróleo dentro de la producción

Si el sector petrolero origina un porcentaje más alto del producto³⁹, es óptimo tener una respuesta fiscal anticíclica únicamente frente a las variaciones del ingreso tributario, y ahorrar las variaciones de las regalías petroleras. Aun si los ingresos petroleros repercuten en el sector no petrolero, este último contribuye menos a las fluctuaciones de la demanda global que en la simulación de referencia. Además, dado que el porcentaje que ocupa el sector petrolero dentro de la economía es mucho más alto, una respuesta fiscal más anticíclica frente al aumento de las regalías petroleras puede causar una contracción del producto. Por lo tanto, ahorrar la diferencia de las regalías petroleras del gobierno puede ser suficiente para la estabilización macroeconómica.

Subsidios para el consumo de petróleo

Muchos productores de petróleo subsidian implícitamente el consumo de gasolina y petróleo en la producción nacional. Estos subsidios reducen el traslado de las variaciones de precios del petróleo al nivel general de inflación. Sin embargo, las fluctuaciones del producto son parecidas a las evaluadas en el modelo de referencia debido a las variaciones de las regalías petroleras y su efecto en la economía no petrolera. Por lo tanto, una regla fiscal anticíclica sigue siendo preferible a una regla estructural para suavizar la volatilidad del producto. Un análisis completo de la conveniencia de estos subsidios

³⁹En este escenario, el porcentaje de la exportación neta de petróleo dentro del PIB total es 36%, como ocurre con algunos países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), en comparación con el 18% de la simulación de referencia.

debe tener en cuenta su viabilidad a largo plazo, que está más allá del alcance de este capítulo.

Materias primas no petroleras

Los resultados del modelo son fácilmente aplicables a otras materias primas. Aunque los valores paramétricos específicos de las simulaciones fueron seleccionados para replicar características de los países exportadores de petróleo, no hay nada en la estructura del modelo que implique una relevancia exclusiva para el petróleo⁴⁰. Por ejemplo, nuestros resultados son, en términos generales, parecidos a los de Kumhof y Laxton (2010) sobre el cobre de Chile. La principal diferencia es que los shocks de los precios del petróleo podrían tener efectos más profundos en el nivel general de inflación en comparación con el cobre y otros materiales primarios industriales, dado que el petróleo es más importante en la canasta de consumo. Por el contrario, en el caso de los alimentos, la diferencia del nivel general de inflación podría ser incluso más pronunciada. Intuitivamente, la magnitud óptima de la respuesta fiscal anticíclica aumenta por lo tanto cuanto más alto sea el porcentaje de la materia prima en cuestión en la canasta de consumo.

Estas observaciones ponen de relieve la importancia de la política fiscal anticíclica de los países exportadores de materias primas para mejorar la volatilidad interna producida por shocks pasajeros de los precios mundiales de las materias primas. Una orientación fiscal anticíclica es preferible con un tipo de cambio tanto fijo como flexible, pero requiere un esfuerzo mayor con un tipo de cambio fijo cuando la política monetaria adquiere una orientación procíclica. Además, para que una política anticíclica sea eficaz y creíble, los niveles

⁴⁰A la hora de cuantificar la respuesta óptima de la política fiscal a las fluctuaciones cíclicas de precios de las materias primas, la estructura de los países exportadores de materias primas es importante, por supuesto, debido a las diferencias de las elasticidades de los precios de una u otra materia prima en función de la demanda y de la oferta, la heterogeneidad de los precios de las materias primas según la región y el nivel de las rentas de producción. Además, las economías que tienen una mayor diversificación en términos de las materias primas son menos propensas a experimentar fluctuaciones internas causadas por shocks de la oferta mundial que por amplios shocks de la demanda mundial. Asimismo, las características estructurales como la elevada intensidad del uso de las materias primas en la producción total y la propiedad pública son más aplicables a la producción de metales y petróleo que a la de materias primas agrícolas.

de la deuda neta pública deben ser bajos. Cuando la producción de una materia prima abarca un porcentaje elevado del valor agregado de una economía, la magnitud de la respuesta fiscal anticíclica es más parecida a la que produce una regla de superávit estructural.

¿Qué pueden aportarles todas estas lecciones a los exportadores de materias primas? En general, han estado avanzando en la dirección adecuada al recortar los niveles de deuda y afianzar los saldos fiscales, especialmente durante la última década. Sin embargo, las economías varían mucho en términos del grado de preparación macroeconómica e institucional para implementar políticas fiscales orientadas a la estabilización macroeconómica. Algunas ya funcionan en la práctica con una regla fiscal estructural o anticíclica o con leyes de responsabilidad fiscal (Botswana, Chile), y/o han dado pasos para reforzar más los marcos de política monetaria adoptando metas de inflación (Indonesia, Sudáfrica y muchas economías latinoamericanas). Algunas han logrado fuertes reducciones de la deuda durante la última década (muchos miembros de la OPEP) o están formalizando instituciones fiscales⁴¹. En el caso de aquellas que aún no han iniciado la reforma de las políticas, el actual nivel elevado de los precios de las materias primas ofrece una buena oportunidad para acumular más reservas fiscales y preparar las instituciones fiscales y monetarias para una fase descendente cíclica inesperada de los precios de las materias primas.

Repercusiones mundiales de las políticas nacionales de los países exportadores de materias primas

¿Podrían existir tensiones entre la respuesta óptima a shocks pasajeros de los precios de las materias primas desde el punto de vista de las economías individuales y la respuesta óptima desde la perspectiva de la estabilidad económica mundial? El análisis de las políticas óptimas en este capítulo se basó en el supuesto de que los exportadores de materias primas son pequeños y que sus políticas no afectan a la actividad económica del resto del mundo, ni a los mercados de materias primas. Si bien se trata de un supuesto razonable para la mayor parte de las materias primas y de sus exporta-

dores, quizá no sea realista para algunos exportadores grandes. Por ejemplo, algunos países exportadores de petróleo originan un porcentaje sustancial de la capacidad de producción petrolera excedentaria, la riqueza y la absorción mundial. Cuando un exportador de materias primas es grande, sus políticas pueden repercutir en otras economías. Análogamente, las políticas de respuesta más o menos idénticas de un grupo de exportadores de materias primas relativamente grande también pueden generar efectos de contagio importantes. Esto, a su vez, lleva a preguntarse si estos efectos de contagio podrían alterar el asesoramiento sobre las respuestas óptimas a las variaciones de precios de las materias primas.

Un análisis exhaustivo de las políticas óptimas de los grandes exportadores de materias primas escapa al alcance de este capítulo, ya que tendría que incluir no solo el tipo de shock sino también las políticas de otras economías grandes, incluidos los importadores de materias primas. Por lo tanto, esta sección aborda los posibles conflictos entre las políticas que son óptimas para los grandes exportadores de petróleo desde una perspectiva nacional y las políticas que son óptimas desde una perspectiva internacional en el caso de un shock pasajero de la oferta de petróleo. Este análisis tiene como telón de fondo las actuales inquietudes sobre la intensificación de los riesgos geopolíticos en torno a la oferta de petróleo como fuente de riesgos a la baja para la economía mundial. Por lo tanto, las políticas de respuesta de los grandes exportadores de petróleo constituyen un factor importante en la respuesta mundial a tales shocks (véase el capítulo 1).

Un shock pasajero de la oferta petrolera tendría efectos asimétricos en los países exportadores de petróleo para los cuales el petróleo es una fuente predominante de exportación, en comparación con los importadores de petróleo y con otros exportadores de petróleo. Para los exportadores cuya principal exportación es el petróleo, la mejora de los términos de intercambio provocada por el avance de los precios del petróleo en respuesta a un shock de la oferta sobrepasaría todo efecto negativo ocasionado por la caída de la demanda externa. La respuesta fiscal interna óptima frente a los ingresos extraordinarios en un exportador de petróleo pequeño y abierto (que no experimenta el shock de la oferta) sería anticíclica. Sin embargo, en un gran exportador, esa respuesta no ayudaría a

⁴¹Véanse Céspedes y Velasco (2011), FMI (2009), De Gregorio y Labbé (2011), Ossowski *et al.* (2008) y Roger (2010).

compensar los efectos directos negativos del shock de la demanda agregada de los importadores de petróleo. En consecuencia, el crecimiento del producto mundial podría desacelerarse o retroceder más que si los exportadores de petróleo no adoptaran tales medidas⁴². Sin embargo, en épocas normales, el mayor ahorro que obtendrían los grandes exportadores de petróleo podría reducir las tasas de interés reales mundiales y estimular los componentes de la demanda agregada de los importadores que son sensibles a los intereses.

Estas repercusiones de las políticas de los grandes exportadores de petróleo, ¿hacen cambiar el asesoramiento en materia de políticas? No necesariamente. En muchos casos, la respuesta fiscal anticíclica de los exportadores de petróleo probablemente siga siendo óptima. Los países importadores pueden responder al shock de la oferta con políticas anticíclicas propias. Sin embargo, en ciertas circunstancias, otras políticas podrían resultar más pertinentes; por ejemplo, cuando el margen de aplicación de las políticas de los importadores es limitado o cuando la desaceleración económica mundial es tan profunda o prolongada que la contracción resultante de la demanda mundial puede llegar a deprimir los precios de todas las materias primas, inclusive el petróleo. En tales circunstancias, la respuesta anticíclica quizá no sea óptima en primer lugar para los grandes exportadores.

¿Cuáles son las opciones en estas circunstancias? La opción ideal (desde una perspectiva mundial) sería un aumento de la producción petrolera por parte de los exportadores de petróleo que no se vieron afectados por los trastornos iniciales de la oferta, si tienen capacidad excedentaria. Esto neutralizaría el shock y estabilizaría los mercados internacionales de petróleo. Si no es factible incrementar la oferta, una política de respuesta menos anticíclica por parte de los grandes exportadores de petróleo, combinada con políticas económicas de apoyo por parte de los grandes importadores (de ser posible), podría contribuir a aliviar el efecto negativo del avance de los precios del petróleo en el producto mundial. ¿Cuál podría ser la magnitud

⁴²Esta tensión entre la estabilidad económica nacional y mundial se plantea únicamente cuando los efectos de los shocks de los mercados de materias primas son asimétricos entre distintas economías. Por lo tanto, no ocurre cuando los precios de las materias primas están impulsados por la actividad mundial, que afecta de maneras parecidas a los exportadores de materias primas y al resto del mundo.

de este efecto? Si los grandes exportadores de petróleo optaran por gastar todo el ingreso extraordinario generado por un alza de 50% de los precios del petróleo en importaciones, la demanda real del resto del mundo podría subir hasta $\frac{3}{4}$ puntos porcentuales, un monto que no es insignificante⁴³.

Respuesta fiscal a un aumento permanente del precio del petróleo

Más allá de las fluctuaciones cíclicas, los precios de las materias primas también exhiben tendencias a largo plazo. Si bien estas tendencias son difíciles de predecir, apuntan a la posibilidad de que algunos shocks de precios puedan tener un componente permanente. La principal diferencia con respecto a las alzas pasajeras de precios es el hecho de que un aumento permanente de los precios del petróleo tendrá un efecto permanente en las regalías potenciales y, posiblemente, incluso en el producto potencial. Esto conduce naturalmente a preguntarse cuál es el uso más eficiente que se le debe dar al ingreso extraordinario permanente de regalías petroleras para maximizar el producto potencial y el bienestar global.

Un aumento permanente de los precios del petróleo plantea muchas cuestiones vinculadas a las políticas, como por ejemplo las relacionadas con la equidad intergeneracional, y un análisis exhaustivo de estas cuestiones escapa al alcance de este capítulo⁴⁴. Sin embargo, usando el GIME, podemos examinar qué instrumento fiscal es más eficaz para maximizar el producto y el bienestar. Si estudiamos una variedad relativamente amplia de instrumentos fiscales, complementamos otros estudios sobre este

⁴³Estos cálculos presentan un límite superior a los efectos positivos de los aumentos del gasto de los grandes exportadores de petróleo que originan más de un tercio de la producción petrolera mundial (como una mayoría de los productores de la OPEP juntos). Suponemos que los ingresos fiscales de estos exportadores de petróleo aumentan proporcionalmente al avance de los precios del petróleo, y que encauzan todos los ingresos fiscales extraordinarios de regreso hacia el resto del mundo mediante el aumento de la demanda de importaciones. Véase en Beidas-Strom (2011) un análisis conexo de las repercusiones mundiales del gasto fiscal de Arabia Saudita.

⁴⁴Entre estas cuestiones, cabe mencionar la agotabilidad de los recursos, los efectos del mal holandés, los objetivos de los legados y las necesidades institucionales y de desarrollo de las economías exportadoras. Véase el análisis de algunas de estas cuestiones en el recuadro 4.2.

Cuadro 4.6. Comparación de los instrumentos de política frente a aumentos permanentes de las regalías petroleras

	PIB real (porcentaje)	Consumo real (porcentaje)	Cuenta corriente (porcentaje del PIB)	Relación deuda/PIB (porcentaje del PIB)	VPN de la utilidad (porcentaje)
Recorte de los impuestos sobre la mano de obra	1,7	9,7	0,8	0,0	24,6
Recorte de los impuestos sobre el capital	12,2	11,9	-0,6	0,0	25,1
Aumento de las transferencias generales	-0,6	6,5	0,2	0,0	21,8
Aumento de la inversión pública	53,7	31,6	0,3	0,0	19,0
Reducción de la deuda neta de un nivel inicial bajo	4,1	12,6	5,5	-109,0	12,8
Reducción de la deuda neta de un nivel inicial alto	15,4	21,5	7,6	-109,0	20,1

Fuente: Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial del FMI.

Nota: Las cuatro primeras columnas muestran la diferencia entre el nivel nuevo a largo plazo y el nivel viejo a largo plazo de la variable indicada. La última columna muestra el valor presente neto (VPN) de la utilidad de los hogares evaluado durante la transición al nuevo estado estacionario.

tema, que se han centrado en la conveniencia de invertir el ahorro en activos externos (Davis *et al.*, 2001; Barnett y Ossowski, 2003; Bems y de Carvalho Filho, 2011) o en la inversión pública interna (Takizawa, Gardner y Ueda, 2004; Berg *et al.*, de próxima publicación). Cabe recalcar que este análisis se realizó para un exportador de petróleo, pero, como ya se ha señalado, los resultados se aplican también a otras materias primas.

Las opciones de la política fiscal frente a un aumento permanente de las regalías petroleras son aumentos de la inversión pública (como infraestructura pública), aumentos de las transferencias a los hogares, reducciones de las tasas tributarias distorsivas (como las aplicadas al ingreso de capital y mano de obra) y reducciones de los niveles de deuda o aumentos del patrimonio soberano invertido en el extranjero. Las principales características de este modelo son el supuesto de que el aumento de la inversión y la reducción de los impuestos promueven la demanda de mano de obra y que el aumento de las transferencias reduce la oferta de mano de obra, lo cual concuerda con los datos empíricos⁴⁵. Para evaluar estas opciones, analizamos sus efectos en el nuevo equilibrio a largo plazo del modelo, en comparación con el equilibrio a largo plazo previo al shock. Como la velocidad de la transición al nuevo equilibrio depende de las opciones en materia de política fiscal, los resultados también

⁴⁵Véanse Eissa y Hoynes (2004) y Keane (2010). Otro supuesto implícito es que el equilibrio original no estaba ya a los niveles óptimos de capital y producto debido a las distorsiones prevaletentes en la economía, un supuesto razonable para la mayoría de las economías en desarrollo.

incluyen el valor presente neto de cada opción en términos de la utilidad para los hogares (cuadro 4.6). Sin embargo, es importante tener en cuenta que los resultados dependen de los parámetros del modelo subyacente que se hayan seleccionado. Los parámetros empleados en este modelo siguen de cerca a los utilizados en otros estudios, pero los resultados podrían variar de acuerdo con las características propias de cada economía.

El aumento de la inversión pública es el factor que más efecto tiene en el producto (véase también Takizawa, Gardner y Ueda, 2004). Sin embargo, es importante recalcar que las simulaciones no tienen en cuenta la gobernabilidad de baja calidad ni los estrangulamientos de la producción, que pueden impedir sustancialmente la conversión eficiente de recursos en capital público (véase el recuadro 4.2). Además, los beneficios de la inversión pública se manifiestan lentamente porque lleva tiempo acumular capital público. Como resultado, el valor presente neto del flujo previsto de utilidad es menor que con otras opciones, aunque este resultado depende de la medida en que las autoridades descuenten el futuro. Cuanto más pacientes sean las autoridades y los ciudadanos de un país, más beneficiosa será la opción de inversión pública⁴⁶. Un aumento de las transferencias generales a los hogares —a pesar de incrementar el ingreso de los hogares y, por ende, el consumo privado— afecta negativamente a la oferta de mano de obra, reduciendo el total de horas trabajadas y el producto a largo plazo.

⁴⁶Suponemos un factor de descuento de 5%.

Sin embargo, existe una tensión entre la maximización del producto y la maximización del bienestar, y la selección del instrumento depende en última instancia de las preferencias específicas de cada país. Por ejemplo, un aumento de las transferencias generales a los hogares hace subir el valor presente neto de la utilidad (gracias al aumento del consumo y del ocio) en mayor medida que un aumento de la inversión pública, aun cuando el primero tiene menos efecto en el producto. Los beneficios que representa para el bienestar público la decisión de utilizar los ingresos generados por los recursos para saldar la deuda son significativos únicamente cuando el nivel de deuda inicial del país es elevado y el recorte de la deuda reduce significativamente la prima por riesgo soberano. En este caso, el principal beneficio es la reducción del riesgo soberano, que significa que el gobierno puede captar fondos a tasas de interés más bajas para financiar la inversión y atender el servicio de la deuda (véase, por ejemplo, Venables, 2010). El abaratamiento del endeudamiento estimula la demanda, en tanto que el abaratamiento del servicio de la deuda amplía el margen de manobra fiscal. Por el contrario, la decisión de saldar un bajo nivel de deuda y luego acumular activos (por ejemplo, a través de un fondo soberano de inversión) ofrece una rentabilidad relativamente pequeña; a saber, la renta de la inversión de activos internacionales seguros. Esta podría ser una buena opción frente a las demandas de equidad prudencial e intergeneracional, pero en el contexto de este modelo, en el cual no hay incertidumbre, acumular posiciones de activos externos de baja rentabilidad ofrece menos beneficios desde el punto de vista del producto y del bienestar.

Los efectos de los distintos instrumentos de política fiscal son casi iguales independientemente de que los precios suban o bajen. Esto justificaría un recorte de las transferencias generales para reducir al mínimo los efectos en el producto cuando ocurre una disminución permanente de los precios del petróleo, dado que el modelo supone que los aumentos de las transferencias reducen la oferta de mano de obra. Sin embargo, si hubiera interés en optimizar el valor presente neto de la utilidad atendiendo las necesidades sociales, no sería óptimo recortar las transferencias. Otra opción, si la deuda neta inicial de la economía fuera relativamente baja, sería reducir las tenencias de activos, con efectos negativos relativamente pequeños tanto

en el producto como en el bienestar de los hogares. A la inversa, recortar la inversión en infraestructura pública sería la respuesta fiscal menos conveniente si el objetivo fuera minimizar el déficit del producto que acarrea un nivel permanentemente más bajo de precios de las materias primas.

Conclusiones y lecciones para la política económica

Este capítulo muestra la vulnerabilidad de los países exportadores de materias primas a las fluctuaciones de precios de las materias primas. Históricamente, el desempeño macroeconómico de los exportadores ha fluctuado de acuerdo con los ciclos de precios de las materias primas; a saber, mejoró durante las fases ascendentes y empeoró durante las fases descendentes. El comovimiento de las condiciones económicas internas con los ciclos de precios de las materias primas se ve amplificado cuando los ciclos subyacentes son más largos o más profundos que de costumbre. Al identificar los factores determinantes subyacentes de las variaciones de precios de las materias primas, observamos que los shocks de los mercados de materias primas impulsados por la demanda mundial tienen un efecto positivo y significativo en la actividad y en los saldos externos de los exportadores. En el caso de los exportadores de petróleo, los indicadores económicos internos tienden a variar de acuerdo con los ciclos de precios del petróleo impulsados por la demanda mundial.

¿Cuáles son las implicaciones para las políticas de los exportadores de materias primas? Si todas las fluctuaciones de precios de las materias primas fueran pasajeras, la respuesta óptima de la política fiscal para un exportador de materias primas pequeño sería anticíclica: ahorrar las regalías y los ingresos fiscales extraordinarios durante las fases ascendentes de precios y gastarlas durante las fases descendentes para suavizar la volatilidad macroeconómica provocada por los ciclos de precios de las materias primas. Estas políticas son convenientes cuando el tipo de cambio es tanto fijo como flexible, pero resultan más eficaces con un tipo de cambio flexible combinado con metas de inflación, ya que en ese caso la política monetaria complementa la política fiscal al reducir la volatilidad de la inflación. Sin embargo, cuando los niveles de deuda pública son elevados, la prioridad debe ser reducir la deuda y la

prima por riesgo soberano para afianzar la credibilidad antes de adoptar políticas fiscales anticíclicas. En el caso de los grandes exportadores de materias primas cuyas políticas tienen repercusiones para los demás, la respuesta óptima de la política posiblemente dependa de la naturaleza del shock y del estado de la economía mundial. Por lo tanto, cuando la demanda mundial es débil y el margen de maniobra de las políticas es limitado en el resto del mundo, quizá se justifique una respuesta menos anticíclica de la política fiscal.

Si el aumento de los precios de las materias primas es permanente, el principal reto es cómo utilizar mejor regalías permanentemente más elevadas para maximizar el bienestar. Las variaciones del gasto en inversión pública generan el efecto más fuerte en el producto al incrementar la productividad del sector privado (por ejemplo, mediante mejoras de la educación, la atención de la salud y la infraestructura) y, posteriormente, al incrementar el capital privado, el ingreso de las empresas y de la mano de obra y el consumo. A la inversa, si los precios experimentaran una disminución permanente, recortar las transferencias generales podría ser la mejor manera de limitar el déficit del producto, pero es necesario tener en cuenta el impacto de esos recortes en el bienestar social.

¿Qué significan estas conclusiones para los países exportadores de materias primas? A corto plazo, se enfrentan a una economía mundial débil. Si se materializan los riesgos a la baja para las perspectivas mundiales, los precios de las materias primas podrían bajar más. A más largo plazo, los precios de las materias primas son aún más impredecibles. Pueden permanecer a su nivel actual en términos reales si las economías emergentes y en desarrollo mantienen un crecimiento que consume intensivamente materias primas. Por otra parte, los precios pueden disminuir debido a la creciente eficiencia de los usuarios y a la disolución de las limitaciones de la oferta. A la luz de la incertidumbre inusualmente aguda y de la dificultad de proyectar la evolución de los mercados de materias primas en tiempo real, lo mejor es actuar con cautela. Esto implica modernizar las instituciones y los marcos de política económica y acumular reservas para hacer frente a la volatilidad cíclica y, al mismo tiempo, incorporar paulatinamente información nueva para promover el ajuste a un nivel de precios que podría resultar permanentemente más alto.

Apéndice 4.1. Descripción de los datos

Precios reales de las materias primas

Los datos mensuales sobre los precios de las materias primas provienen principalmente del sistema de precios de productos primarios del FMI. Todos los precios son promedios del período en cuestión y son representativos de los precios en los mercados mundiales porque están determinados por el mayor país exportador de una materia prima determinada. La principal excepción es el precio mensual del petróleo, que es el precio de importación del petróleo crudo en las refinerías entre enero de 1974 y agosto de 2011 publicado por la Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA, por sus siglas en inglés). El precio se extiende retrospectivamente hasta 1973 con la serie de valores imputados por Barsky y Kilian (2002). Todos los precios están denominados en dólares de EE.UU. y, al igual que en otros estudios (como Cashin, McDermott y Scott, 2002), están deflactados por el índice de precios al consumidor (IPC) de Estados Unidos para obtener un precio real de las materias primas (el IPC está tomado de la base de datos económicos de la Reserva Federal de St. Louis, serie CPIAUCSL). A continuación, estos precios reales se normalizan de tal manera que el precio real promedio de 2005 es igual a 100. Los datos anuales sobre los precios reales de las materias primas se calculan tomando la media de los datos con una frecuencia mensual en el año correspondiente.

Exportaciones e importaciones por materia prima

Los datos anuales sobre las importaciones y exportaciones utilizados en el capítulo están tomados de la base de datos de ONU-NBER sobre flujos comerciales bilaterales de mercancías a nivel de país y de materia prima, que abarca el período 1962–2000 (Feenstra *et al.*, 2005). Estos datos se extienden con los datos COMTRADE de las Naciones Unidas de los años 2001–10, siguiendo la metodología descrita en Feenstra *et al.* (2005) y utilizando la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI), versión 2, para definir el comercio de cada materia prima. A continuación, los datos se agregan para calcular el total de exportación e importación a nivel de país y las exportaciones e importaciones por materia prima a nivel de país.

Índices de precios de las materias primas

Los índices de precios de los cuatro grupos de materias primas (energía, metales, alimentos y bebidas, materiales primarios) son promedios ponderados de los precios reales de las materias primas dentro de cada grupo. La ponderación de cada materia prima es el promedio móvil trienal, con un rezago, del total de exportaciones mundiales de la materia prima dividido por el total de exportaciones mundiales de todas las materias primas del grupo.

Variables macroeconómicas a nivel de las economías

Estos datos provienen principalmente de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*: producto real (serie NGDP_R), producto nominal en dólares de EE.UU. (serie NGDPD), cuenta corriente en dólares de EE.UU. a valor corriente (serie BCA), saldo fiscal global (GGXOFB) y saldo fiscal cíclicamente ajustado como porcentaje del PIB potencial (serie GGCB). La variación de la relación deuda pública/PIB está tomada de la base de datos histórica sobre la deuda pública (Abbas *et al.*, 2010). El tipo de cambio efectivo real es la serie EREER de la base de datos del sistema de notificaciones (INS) del FMI, desde 1980 hasta la actualidad. Construimos una serie comparable para los años anteriores a 1980 combinando las ponderaciones de INS con tipos de cambio bilaterales nominales históricos. Tomamos la tasa de crecimiento de esta serie construida y empalmamos la serie original de INS remontando esta tasa de crecimiento retrospectivamente lo más posible. Los datos subyacentes del crecimiento real del crédito privado son el nivel de crédito bancario al sector privado en unidades de moneda local a valor corriente, tomado del renglón 22 de la base de datos *International Financial Statistics (IFS)* del FMI. Esta serie sobre el crédito privado se renivela cuando se observa en la serie un quiebre o un desplazamiento de nivel. Estos datos se deflactan usando el IPC de la economía para construir un nivel real de crédito privado. El indicador del régimen de tipo de cambio está tomado de Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2008). Colapsamos su clasificación bruta en un indicador binario, correlacionando sus clases 1 y 2 con “fijo”, y 3 y 4, con “flexible”. Para extender este indicador a la actualidad, tomamos el valor de 2008 por economía y suponemos que es el mismo durante 2009–11. El indicador de

la apertura de la cuenta de capital (elevada o baja) se calcula utilizando el indicador de apertura del capital de Chinn e Ito (2006, 2008), KAOPEN. Para extender este indicador a la actualidad, tomamos el último valor del indicador por economía y lo trasladamos a la actualidad. A continuación, tomamos la gran mediana de este indicador y categorizamos una observación como elevada si se ubica por encima de esta gran mediana, y como baja si se ubica por debajo. El indicador de la crisis bancaria está tomado de Laeven y Valencia (2008, 2010). Toma el valor de 1 si se estima que la economía está experimentando una crisis bancaria sistémica, y 0 de lo contrario.

Existencias y producción de materias primas

Los cuatro grandes grupos de materias primas analizados en este capítulo son petróleo crudo, cobre, café y algodón. Los datos sobre la producción de estas materias primas provienen de distintas fuentes.

Los datos sobre la producción mensual de petróleo están tomados de *International Energy Statistics* de la EIA para la producción mundial de petróleo (miles de barriles al día), de enero de 1974 a agosto de 2011. Estos datos se extienden retrospectivamente hasta 1973 con los valores imputados de la serie de Barsky y Kilian (2002). El nivel de las existencias mundiales mensuales de petróleo está representado por las existencias totales de la OCDE, tomadas de *International Energy Statistics* de la EIA para las existencias totales de petróleo de la OCDE, medidas en millones de barriles al final del período. Para los datos previos a 1988, seguimos el enfoque de Kilian y Murphy (2010), y empalmamos retrospectivamente el total de existencias de la OCDE hasta 1970 usando la tasa de crecimiento mensual de las existencias estadounidenses (tomada también de la EIA).

Los datos sobre la producción mundial de cobre provienen de dos fuentes. A partir de enero de 1995, la producción mundial de cobre proviene de la Oficina Mundial de Estadísticas del Metal (OMEM) (cuya fuente original es la Encuesta Geológica de Estados Unidos). Para recuperar un indicador mensual de la producción cuprífera mundial antes de 1995 se requieren dos pasos. Primero, calculamos la tasa de crecimiento de la producción cuprífera mensual estadounidense —que

se remonta a 1955— según la Oficina de Estudios sobre Materias Primas (CRB, por sus siglas en inglés). Esta serie de la tasa de crecimiento sirve para extender retrospectivamente la serie estadounidense publicada por la OMEM. Segundo, añadimos la serie extendida resultante a la serie de producción “Fuera de Estados Unidos” de la CRB, a partir de 1955 (cuya fuente original es la Oficina Estadounidense de Estadísticas del Metal). Acto seguido, calculamos la tasa de crecimiento de la serie resultante de la producción mundial y la usamos para extender retrospectivamente la serie de la producción mundial de cobre publicada por la OMEM de 1995 a 1955. Las existencias mundiales mensuales de cobre son la suma de las existencias de cobre registradas en la Bolsa de Metales de Londres, COMEX (parte de la Bolsa Mercantil de Nueva York) y el Mercado de Metales de Shanghái. Los datos están expresados en miles de toneladas métricas y son gentileza de la Comisión Chilena del Cobre.

Los datos sobre la producción anual de café y algodón provienen del Servicio Agrícola Exterior del Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA, por sus siglas en inglés). Hacemos coincidir el año de la cosecha con el año civil durante el cual ocurrió el grueso de la producción. Las existencias de estas materias primas son las de fines de año y provienen también de USDA.

Actividad mundial

En el caso de la frecuencia mensual, la actividad mundial se mide como la variación del logaritmo natural de un índice de producción industrial mundial. Este índice proviene de la Oficina Neerlandesa de Análisis de la Política Económica (CPB, por sus siglas en neerlandés) y abarca el período desde 1991 hasta la actualidad. Antes de 1991, se utilizaba la tasa de crecimiento del índice de producción industrial de las economías avanzadas, tomada de IFS, para empalmar retrospectivamente los datos de la CPB. En el caso de la frecuencia anual, la actividad mundial se mide como la variación del logaritmo natural del PIB real mundial, tomada de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*. En una prueba de solidez de la autorregresión vectorial con frecuencia mensual, utili-

zamos el índice de actividad mundial de Kilian (2009). Este es un índice de los costos reales de los fletes a nivel mundial del cual se ha suprimido la tendencia.

Error en las proyecciones de los precios del petróleo

Las proyecciones de los precios del petróleo utilizadas en el apéndice 4.3 son las proyecciones a 12 meses del precio en dólares de EE.UU. de la variedad de crudo West Texas Intermediate (WTI), tomadas de la encuesta de marzo/abril de Consensus Economics. El error de proyección se calcula como la diferencia entre el logaritmo de esta proyección y el logaritmo del precio de entrega inmediata promedio efectivo de la variedad de crudo WTI en marzo/abril del año siguiente.

Error en las proyecciones del PIB mundial

Las proyecciones del crecimiento del PIB mundial utilizadas en el apéndice 4.3 son el promedio ponderado de las proyecciones de crecimiento del PIB de las economías del G-7 más Brasil, China, India y Rusia. Las proyecciones de crecimiento son las proyecciones a 12 meses de Consensus Economics de marzo/abril. Las ponderaciones son las ponderaciones del PIB ajustado según la paridad del poder adquisitivo para 2011 tomadas de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*. El error de proyección está calculado como la diferencia entre esta proyección y el promedio análogamente ponderado de las tasas de crecimiento efectivas de estas economías.

Muestra

La muestra consiste en economías emergentes y en desarrollo exportadoras de materias primas con poblaciones de por lo menos 1 millón de habitantes; cada economía tiene una relación entre la exportación neta de materias primas (materia prima o grupo de materias primas correspondientes) y el total de exportaciones de bienes que promedia como mínimo 10% en todos los años sobre los que se dispone de datos (cuadro 4.7).

Cuadro 4.7. Intensidad de las materias primas dentro de la exportación

(Exportaciones netas de materias primas/total de exportación de bienes multiplicado por 100)

	Código del <i>International Financial Statistics</i>	Código del Banco Mundial	Todas las materias primas	Grupos de materias primas				Principales materias primas			
				Energía	Metales	Alimentos	Materiales primarios	Petróleo	Cobre	Café	Algodón
Afganistán, República Islámica del	512	AFG					23,5				
Angola	614	AGO	80,9	65,6		15,5		68,0		13,4	
Arabia Saudita	456	SAU	82,6	86,3				84,0			
Argelia	612	DZA	60,5	68,4				53,7			
Argentina	213	ARG	37,3			35,3					
Azerbaiyán	912	AZE	27,8	38,1			13,5	45,2			13,0
Benin	638	BEN	27,7				32,5				31,3
Bolivia	218	BOL	61,4	22,0	26,1						
Brasil	223	BRA	29,0			29,4				14,4	
Burkina Faso	748	BFA	33,6				47,1				43,0
Burundi	618	BDI	70,7			64,4				63,2	
Camboya	522	KHM					25,2				
Camerún	622	CMR	78,8	22,8		33,5	19,4	33,0		13,7	
Chad	628	TCO	83,0	13,9			70,0	68,2			68,5
Chile	228	CHL	51,2		48,5				48,9		
Colombia	233	COL	56,1	16,7		42,3		12,0		36,2	
Congo, República del	634	COG	75,9	54,5			17,2	56,2			
Congo, República Democrática del	636	COD	58,9	11,7	34,7			14,3	32,8		
Costa Rica	238	CRI	48,4			51,9				20,2	
Côte d'Ivoire	662	CIV	61,9			49,6	19,6			17,5	
Ecuador	248	ECU	74,3	28,8		49,7		29,6			
Egipto	469	EGY	29,4	31,1			12,7	30,2			15,6
El Salvador	253	SLV	39,4			39,9				39,1	
Emiratos Árabes Unidos	926	UKR	15,4		34,9						
Etiopía	644	ETH	38,7			40,5				53,9	
Filipinas	566	PHL	12,2			10,2					
Georgia	915	GEO			12,7						
Ghana	652	GHA	62,8			46,9					
Guatemala	258	GTM	44,6			41,2				29,2	
Haití	263	HTI	12,9			14,7				17,8	
Honduras	268	HND	56,8			50,3				15,4	
India	534	IND				10,6					
Indonesia	536	IDN	49,1	32,1			10,6	24,3			
Irán, República Islámica del	429	IRN	77,8	85,4				85,0			
Iraq	433	IRQ	61,1	89,8				93,5			
Kazajstán	916	KAZ	69,0	44,1	19,0			42,8			
Kenya	664	KEN	30,2			39,8				23,6	
Kuwait	443	KWT	67,0	69,5				67,7			
Liberia	668	LBR	19,4				14,5				
Libia	672	LBY	88,1	90,2				88,9			
Madagascar	674	MDG	26,7			29,1				20,4	
Malasia	548	MYS	36,0				25,5				
Malawi	676	MWI	23,2			25,0					
Malí	678	MLI	43,4				57,5				55,0
Mauricio	684	MUS	37,5			42,2					
Mauritania	682	MRT	49,8		26,0	22,5					
México	273	MEX	23,5	15,0				16,1			
Moldova	921	MDA			13,8						
Mongolia	948	MNG	34,0		16,3		12,7		15,8		
Mozambique	688	MOZ	40,3		15,9	13,6	10,2				

Cuadro 4.7. Intensidad de las materias primas dentro de la exportación (continuación)

	Código del <i>International Financial Statistics</i>	Código del Banco Mundial	Todas las materias primas	Grupos de materias primas				Principales materias primas				
				Energía	Metales	Alimentos	Materiales primarios	Petróleo	Cobre	Café	Algodón	
Myanmar	518	MMR	59,6			26,2	28,8					
Nicaragua	278	NIC	56,0			41,1	17,9			21,1	16,6	
Níger	692	NER	19,0			10,7						
Nigeria	694	NGA	87,8	80,5				79,1				
Omán	449	OMN	85,1	89,3				86,4				
Panamá	283	PAN	12,2			27,7						
Papua Nueva Guinea	853	PNG	72,7		22,7	24,3	11,5	19,9	25,6	11,3		
Paraguay	288	PRY	58,5			40,1	22,8					13,3
Perú	293	PER	54,3		31,2	16,0			18,6			
República Árabe Siria	732	SDN	47,9	14,3			33,8	39,0				32,3
República Centroafricana	626	CAF	43,8			15,8	28,5			15,9	12,9	
República Democrática Popular Lao	544	LAO					32,6			13,8		
República Dominicana	243	DOM	19,8			17,9						
República Kirguisa	917	KGZ					12,0					
Rusia	922	RUS	55,5	34,8	12,1			28,7				
Rwanda	714	RWA	63,6			57,0				51,5		
Sierra Leona	724	SLE	11,4			12,5						
Sri Lanka	524	LKA	26,3			24,4						
Sudáfrica	199	ZAF	24,1		12,5							
Tailandia	738	TZA	34,9			24,1	13,5			20,1	11,7	
Tanzania	923	TJK	65,3		43,1		30,3					29,9
Tayikistán	463	SYR	49,7	50,5			10,1	51,0				
Togo	578	THA	16,0			20,6						
Túnez	742	TGO	27,1			18,9	10,3			11,1		
Turkmenistán	744	TUN	12,6	12,2				14,5				
Ucrania	746	UGA	77,5			69,1	10,3			65,8		
Uganda	925	TKM	68,8	48,2			23,9				23,3	
Uruguay	466	ARE	65,5	67,7				69,9				
Uzbekistán	298	URY	35,6			26,3						
Venezuela	927	UZB	53,6	11,1			41,8					41,7
Vietnam	299	VEN	59,5	58,1				57,3				
Yemen, República del	582	VNM						16,1				
Zambia	474	YEM	67,0	80,4				79,4				
Zimbabwe	754	ZMB	72,3		71,7				72,9			
Zimbabwe	698	ZWE	33,3		19,0							
Máximo			88,1	90,2	71,7	69,1	70,0	93,5	72,9	65,8	68,5	
Media			47,9	47,8	27,1	31,8	23,5	50,1	35,8	26,8	29,2	
Mediana			49,4	46,2	22,7	28,4	19,5	51,0	29,2	20,2	26,6	
Desviación estándar			21,8	28,0	15,9	15,5	14,4	26,6	21,7	17,2	17,6	
Número de economías			78	30	17	40	32	29	6	22	14	

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: No se indican cifras si la proporción es menos de 10, dado que este es el criterio que se utiliza para definir la muestra. En el cuadro se muestran los promedios de cada proporción durante el período 1962–2010 utilizando todos los datos disponibles. En el caso de los grupos de materias primas, se calcula la proporción media de cada componente y luego se suman esos valores. Todas las materias primas incluyen oro y plata. Véanse detalles sobre los datos fuente en el apéndice 4.1.

Apéndice 4.2. Propiedades estadísticas de los ciclos de precios de las materias primas

Adoptamos la metodología utilizada por Harding y Pagan (2002) para calcular las fechas de los ciclos económicos e identificar los puntos de inflexión (máximos y mínimos) en la trayectoria cronológica de los precios reales de las materias primas⁴⁷. Un ciclo completo de precios reales de las materias primas abarca una fase ascendente (el período desde el mínimo hasta el máximo) y una fase descendente (el período desde el máximo hasta el mínimo). Con la metodología de Cashin, McDermott y Scott (2002) se identifica un posible punto de inflexión como un máximo o mínimo local si el precio en el mes en cuestión es más alto o más bajo que el precio de los dos meses previos y los dos meses siguientes. El conjunto resultante de posibles puntos de inflexión debe alternar máximos y mínimos. Además, cada fase definida por los puntos de inflexión (ya sea ascendente o descendente) debe durar por lo menos 12 meses, con lo cual el ciclo completo debe durar como mínimo 24 meses.

Este análisis produce más de 300 ciclos completados de 46 materias primas con una duración promedio de cinco años (cuadro 4.8). La duración (mediana) promedio de las fases ascendentes es de alrededor de 2½ (2) años, y la de las descendentes es de alrededor de 3 (2½) años (gráfico 4.12). Sin embargo, existen variaciones significativas de la distribución dentro de los grupos de materias primas y entre ellos. Por ejemplo, una fase descendente promedio del petróleo crudo duró 31 meses, en comparación con fases ascendentes de 33 meses. Entre las materias primas no combustibles, las fases

⁴⁷En los estudios sobre los ciclos económicos, se hace tradicionalmente una distinción entre los ciclos clásicos y los ciclos de crecimiento. En el primer caso, las variables de interés no se tratan por adelantado ni se transforman antes de identificar los puntos de inflexión. En el segundo caso, las variables se filtran antes del análisis de las fechas; por ejemplo, se seleccionan puntos de inflexión para captar períodos de crecimiento superior o inferior a la tendencia. Como somos agnósticos en cuanto a la presencia de una tendencia en los precios de las materias primas, nos centramos en los precios de las materias primas expresados como nivel, haciendo una distinción entre períodos de expansión y contracción. Aún más importante es señalar que el enfoque de los ciclos clásicos evita tener que elegir entre métodos de filtrado o supresión de la tendencia, que fehacientemente introducen desplazamientos de fases potencialmente espurios que pueden confundir al algoritmo de los puntos de inflexión.

descendentes duraron generalmente más que las fases ascendentes, especialmente en el caso de los precios de los alimentos y los materiales primarios. Estos últimos podrían verse afectados por algunos factores negativos persistentes, vinculados a las condiciones meteorológicas, las enfermedades de las plantas, etc., que generalmente no afectan a los precios de la energía y los metales. Con la excepción de los precios del petróleo crudo y de algunos metales, la amplitud de las fases descendentes de los precios es ligeramente mayor que la de las fases ascendentes (gráfico 4.13).

Estos resultados respaldan los de estudios afines (Cashin, McDermott y Scott, 2002) y los de análisis anteriores que concluyeron que los largos períodos de contracción interrumpidos por picos más breves eran característicos de los precios de las materias primas agrícolas (Deaton y Laroque, 1992). Sin embargo, en el caso del café y del algodón, las diferencias de duración de las fases ascendentes y descendentes son pequeñas. Esto puede estar relacionado con el hecho de que ambas son materias primas que se pueden almacenar y que, por consiguiente, las existencias pueden tener una influencia importante en la suavización de los precios en una y otra dirección.

Apéndice 4.3. Descripción del modelo de autorregresión vectorial

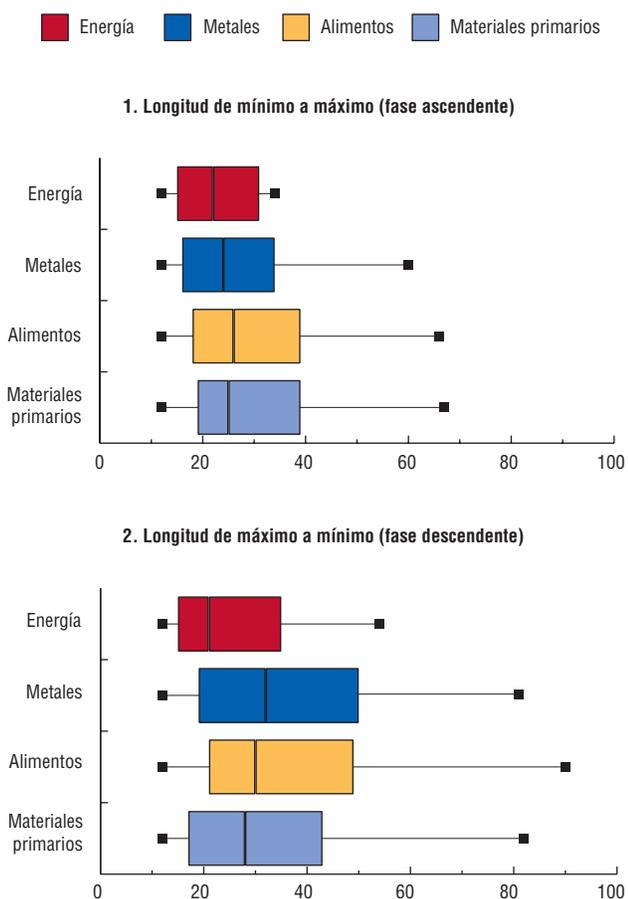
En este apéndice describimos el modelo de los mercados mundiales de materias primas utilizado para determinar las fuentes de las fluctuaciones de los precios de las materias primas descritas en la sección sobre los factores determinantes de los mercados de materias primas y sus efectos macroeconómicos.

Un modelo de autorregresión vectorial (VAR) estructural para los mercados mundiales de materias primas

A partir de las observaciones de Kilian (2009) sobre el mercado petrolero mundial, elaboramos sendos modelos VAR del mercado mundial de las materias primas para las cuatro materias primas principales: petróleo crudo, cobre, café y algodón. Cada VAR incluye el siguiente conjunto de variables:

Gráfico 4.12. Duración de las fases ascendentes y descendentes de los precios de las materias primas (Meses)

Las fases descendentes duran algo más que las fases ascendentes en la mayoría de los grupos de materias primas, excepto la energía.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En cada cuadrado, la raya vertical dentro del cuadrado es la duración mediana dentro del grupo, en tanto que el lado derecho y el lado izquierdo son los cuartiles superior e inferior. La distancia hasta los cuadraditos negros (valores adyacentes) al final de la raya a cada lado de un cuadrado indica el rango de la distribución dentro de cada grupo de materias primas, excluidos los valores atípicos. Véase en el apéndice 4.2 la descripción del algoritmo utilizado para identificar los máximos y los mínimos.

$$z'_{i,t} = (\Delta q_{i,t}, \Delta y_t, \Delta k_{i,t}, \Delta s_t, \Delta p_{i,t}), \quad (4.1)$$

donde t indexa el tiempo, $\Delta q_{i,t}$ es la variación del logaritmo de la producción mundial de la materia prima i , Δy_t es una variable representativa de las variaciones de la actividad económica mundial, $\Delta k_{i,t}$ es la variación del logaritmo de las existencias mundiales de la materia prima i , Δs_t es la variación del tipo de cambio efectivo real (TCER) estadounidense logarítmico y $\Delta p_{i,t}$ es la variación del logaritmo del precio real de la materia prima i ⁴⁸. La VAR estructural de cada materia prima i adopta la siguiente forma:

$$z_{i,t} = \alpha_i + \sum_{m=1}^{M_i} A_{m,i} z_{i,t-m} + e_{i,t}, \quad (4.2)$$

donde $e_{i,t}$ es un vector (5×1) de innovaciones sin correlación en serie, con media cero, α_i es un vector (5×1) de constantes, y $A_{m,i}$ es una matriz de coeficientes (5×5) de las variables con un rezago m , para un total de M_i rezagos. Suponemos que las innovaciones pueden expresarse como $e_{i,t} = A_{0,i} \varepsilon_{i,t}$, donde $\varepsilon_{i,t}$ es un vector de shocks estructurales, sin correlación mutua en serie, con una varianza de 1 y $A_{0,i}$ es una matriz de coeficientes que correlaciona los shocks estructurales con shocks contemporáneos de forma reducida. Para identificar los shocks de producción y demanda mundial, partimos de algunos supuestos sobre la estructura de la matriz $A_{0,i}$.

Concretamente, suponemos que la variación de la producción mundial de una materia prima ($\Delta q_{i,t}$) no responde a otros shocks contemporáneamente, sino con rezago. Esto significa que la innovación estimada generada por la ecuación de producción representa el shock de producción estructural. En otras palabras, los desplazamientos de la curva de la demanda de la materia prima debidos a los shocks de la actividad mundial o a otros factores no afectan a la producción en el mismo período, aunque sí pueden afectarla en el período siguiente y en períodos futuros. Este supuesto parece justificable con datos mensuales, de los cuales

⁴⁸Para el VAR mensual del cobre y del petróleo, tomamos el índice de producción industrial mundial como indicador de la actividad mundial. En el caso de las materias primas agrícolas, usamos la tasa de crecimiento del PIB mundial, dado que los VAR se estiman con frecuencia anual. En una prueba de solidez de los resultados con frecuencia mensual, probamos como indicador alternativo de la actividad mundial el propuesto por Kilian (2009).

disponemos tanto para el petróleo crudo como para el cobre. Para el café y algodón, disponemos únicamente de datos anuales sobre la producción mundial, pero el supuesto aun así parece justificable, dado que los ciclos de producción de estas materias primas son relativamente prolongados⁴⁹. Son ejemplos de shocks de producción los fenómenos meteorológicos impredecibles, tales como inundaciones y sequías, que afectan adversamente al rendimiento (de las materias primas agrícolas); trastornos de la producción causados por rupturas de equipo o paros de la mano de obra imprevistos (en el caso del petróleo y de los metales), y avances tecnológicos inesperados que impulsan la producción.

Suponemos también que la actividad mundial (Δy_t) puede verse contemporáneamente afectada por el shock de producción estructural, pero solo si los demás shocks están rezagados. Esto significa que la innovación estimada generada por la ecuación de actividad mundial, una vez que se tiene en cuenta el efecto del shock de producción, representa el shock de actividad mundial estructural. Nuevamente, estos supuestos parecen justificarse con una frecuencia mensual, y parecen razonables aun si los datos subyacentes son anuales, siempre que la materia prima en cuestión contribuya relativamente poco al PIB mundial. Sin embargo, los resultados concernientes a las materias primas agrícolas deben interpretarse con cuidado⁵⁰.

Tomadas en conjunto, estas suposiciones implican que:

$$e_{i,t} = A_{0,i} \varepsilon_{i,t}$$

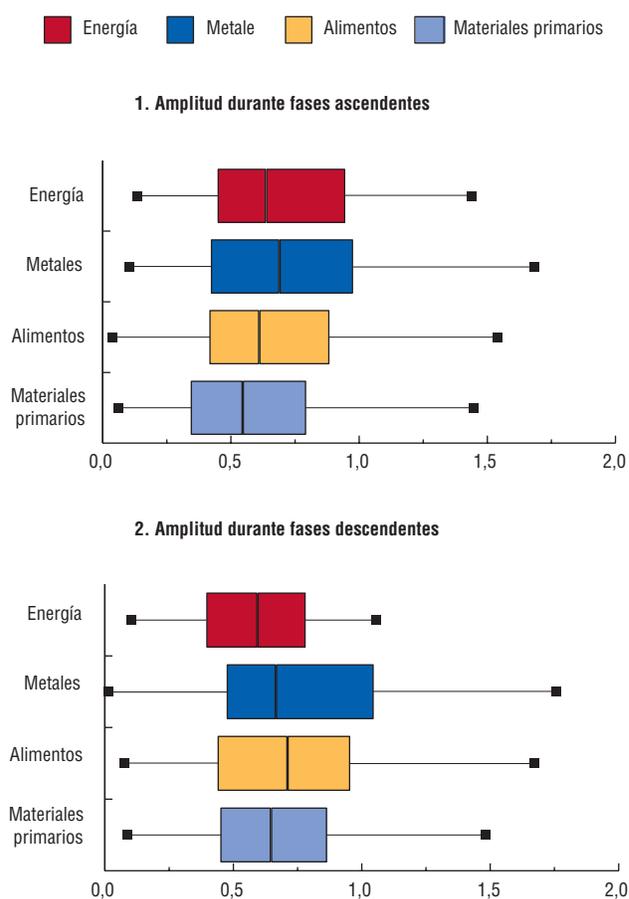
$$\begin{pmatrix} e_{i,t}^{\Delta q} \\ e_{i,t}^{\Delta y} \\ e_{i,t}^{\Delta k} \\ e_{i,t}^{\Delta s} \\ e_{i,t}^{\Delta p} \end{pmatrix} = \begin{bmatrix} \cdot & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \cdot & \cdot & 0 & 0 & 0 \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \end{bmatrix} \begin{pmatrix} \varepsilon_{i,t}^{\Delta q} \\ \varepsilon_{i,t}^{\Delta y} \\ \varepsilon_{i,t}^3 \\ \varepsilon_{i,t}^4 \\ \varepsilon_{i,t}^5 \end{pmatrix}, \quad (4.3)$$

⁴⁹Las plantas de café nuevas tardan unos cinco años en madurar (Wellman, 1961). La suposición quizá no esté tan clara en el caso del algodón, ya que el ciclo de cosecha dura alrededor de un año (Smith y Cothren, 1999).

⁵⁰Con una frecuencia anual, es más preocupante que las variaciones de los precios reales de las materias primas puedan estar correlacionadas con otros factores que sí impulsan el PIB mundial, pero que no están incluidos en el sistema VAR. Esto podría dar lugar a un sesgo por variable omitida que influiría en la interpretación de los resultados.

Gráfico 4.13. Amplitud de las fases ascendentes y descendentes de los precios de las materias primas
(Variación del precio real logarítmico)

Con la excepción de los precios de la energía, la amplitud de las fases descendentes de los precios de las materias primas es generalmente mayor que la de las fases ascendentes.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En cada cuadrado, la raya vertical dentro del cuadrado es la amplitud mediana dentro del grupo, en tanto que el lado derecho y el lado izquierdo son los cuartiles superior e inferior. La distancia hasta los cuadraditos negros (valores adyacentes) a cada lado de un cuadrado indica el rango de la distribución dentro de cada grupo de materias primas, excluidos los valores atípicos. Véase en el apéndice 4.2 la descripción del algoritmo utilizado para identificar los máximos y los mínimos.

Cuadro 4.8. Propiedades estadísticas de los precios reales de las materias primas

Materias primas	Fecha de comienzo de la serie (año: mes)	Número de episodios de máximo a mínimo	Número de episodios de mínimo a máximo	Longitud promedio de máximo a mínimo	Longitud promedio de mínimo a máximo	Amplitud promedio de máximo a mínimo	Amplitud promedio de mínimo a máximo	Longitud promedio del ciclo	Amplitud entre la última observación disponible y el último máximo/mínimo	Longitud del último período
Energía	1973:M2	7	6	31,0	33,0	0,7	0,9	65,3	0,1	17
Carbón	1993:M12	4	5	25,0	20,4	0,6	0,7	45,0	-0,1	9
Petróleo crudo	1973:M2	7	6	31,3	32,7	0,8	0,9	65,3	0,2	15
Gas natural	1992:M1	6	6	16,7	18,5	0,4	0,5	36,6	0,6	25
Alimentos	1970:M1	7	8	37,9	26,0	0,5	0,4	60,9	-0,2	8
Cacao	1957:M1	9	10	38,8	28,5	0,9	0,8	63,2	-0,3	22
Café	1957:M1	7	8	36,1	40,0	0,9	0,8	77,6	-0,2	6
Té	1957:M1	10	10	35,7	29,0	0,7	0,6	65,3	0,1	6
Cebada	1975:M1	7	8	34,0	24,5	0,7	0,6	57,1	0,0	3
Maíz	1957:M1	9	10	39,2	27,9	0,6	0,6	66,6	-0,2	6
Arroz	1957:M1	9	8	40,7	33,6	0,8	0,8	76,0	0,2	16
Trigo	1957:M1	10	10	35,6	26,8	0,6	0,5	64,0	0,6	16
Vacunos	1957:M1	7	7	58,6	31,7	0,5	0,5	81,9	-0,1	6
Cordero	1957:M1	7	8	39,4	39,5	0,5	0,4	72,1	-0,1	11
Aves	1980:M1	6	6	21,5	40,2	0,2	0,2	67,2	0,0	8
Porcinos	1980:M1	6	7	37,0	22,1	1,1	0,9	46,3	-0,1	2
Pescados	1979:M1	4	5	64,5	25,2	0,9	0,6	82,5	-0,7	6
Camarones	1957:M1	12	11	24,3	31,2	0,6	0,5	49,5	0,2	18
Aceite de coco	1957:M1	12	13	25,8	25,5	0,9	0,9	51,0	-0,6	8
Aceite de oliva	1978:M9	4	4	34,5	44,3	0,6	0,5	84,5	-0,8	79
Aceite de palma	1957:M1	10	11	27,6	27,7	0,8	0,8	53,7	-0,3	8
Harina de soja	1965:M1	9	10	32,6	25,4	0,7	0,7	55,6	-0,1	4
Aceite de soja	1957:M1	9	10	37,3	27,9	0,8	0,7	65,4	-0,1	8
Frijoles de soja	1965:M1	8	8	41,3	25,5	0,7	0,7	70,3	0,2	20
Aceite de girasol	1960:M7	6	7	51,8	39,0	1,0	0,9	89,8	-0,1	4
Plátanos	1975:M1	6	6	40,0	31,5	0,8	0,8	69,3	-0,1	8
Harina de pescado	1957:M1	9	10	28,4	37,2	0,7	0,7	67,1	-0,4	18
Nueces molidas	1980:M1	5	6	37,6	26,5	0,8	0,6	62,0	0,0	3
Naranjas	1978:M1	6	5	43,7	23,2	0,9	0,9	69,6	0,3	10
Azúcar	1957:M1	7	7	52,9	39,4	1,3	1,2	87,1	-0,1	9
Metales	1970:M1	8	8	33,0	28,5	0,7	0,6	60,1	-0,1	8
Aluminio	1972:M5	6	7	37,5	33,6	0,8	0,7	56,0	-0,2	6
Cobre	1957:M1	8	9	42,8	32,8	0,7	0,7	69,0	-0,3	8
Plomo	1957:M1	9	10	35,1	26,9	0,9	0,9	59,1	-0,3	6
Níquel	1979:M12	5	6	34,6	27,8	1,1	1,2	57,4	-0,4	8
Acero	1987:M1	4	5	37,3	27,6	0,6	0,7	65,3	-0,1	8
Estaño	1957:M1	8	9	44,3	25,0	0,6	0,6	68,0	-0,4	6
Uranio	1980:M1	4	4	39,0	34,0	0,8	1,0	81,0	0,2	19
Cinc	1957:M1	10	11	34,0	26,7	0,7	0,7	58,7	-0,3	8
Oro	1968:M4	6	5	39,0	30,4	0,6	0,7	61,2	1,6	126
Plata	1976:M1	7	7	27,3	32,4	0,8	0,9	57,3	-0,3	6
Materiales primarios	1970:M1	5	6	48,6	40,3	0,6	0,5	56,4	-0,3	8
Maderas duras en leños	1980:M1	6	6	21,7	32,7	0,6	0,7	59,0	0,5	18
Maderas duras aserradas	1980:M1	5	6	23,2	37,3	0,5	0,6	61,2	0,0	4
Maderas blandas en leños	1975:M1	5	6	45,4	32,3	0,6	0,4	70,4	-0,1	5
Maderas blandas aserradas	1975:M1	6	6	35,7	34,0	0,5	0,4	72,6	0,1	8
Algodón	1957:M1	12	13	24,9	24,8	0,6	0,5	48,7	-0,7	7
Pieles y cueros	1957:M1	7	7	58,1	33,9	1,0	1,0	55,7	-0,1	7
Caucho	1957:M1	8	9	41,1	33,9	0,8	0,8	55,3	-0,4	8
Lana	1957:M1	9	9	42,4	29,8	0,7	0,7	69,7	-0,3	4

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Todas las series finalizan en octubre de 2011 (2011:M10), salvo la del petróleo crudo que finaliza en agosto de 2011 (2011:M8). Los máximos y mínimos se determinan de acuerdo con el algoritmo de Harding y Pagan (2002), descrito en el apéndice 4.2. La longitud o duración de una fase está expresada en meses. La amplitud o altura de una fase está expresada en unidades logarítmicas naturales. Véase la descripción completa de los datos subyacentes en el apéndice 4.1.

donde 0 indica que el shock estructural no influye en el shock correspondiente de forma reducida y un punto indica que la relación no tiene restricciones. Nuevamente, con la restricción que figura aquí, podemos recuperar solamente los shocks estructurales de la producción y la actividad mundial ($\varepsilon_{i,t}^{\Delta q}$ y $\varepsilon_{i,t}^{\Delta y}$).

Obsérvese que incluimos variaciones de las existencias de una materia prima y del logaritmo del TCER estadounidense en nuestro modelo, ya que nos consta que ambas variables mejoran las proyecciones de los precios y la producción del petróleo, los metales y otras materias primas⁵¹. Además, como pueden reaccionar rápidamente ante la información nueva, estas variables probablemente incorporen información prospectiva sobre el mercado de la materia prima en cuestión (en el caso de las existencias) y de la actividad mundial (en el caso de las existencias y del TCER) más allá de la que contienen la producción, la actividad y los precios mismos. Esto significa que los shocks de la demanda mundial y de la producción de flujos identificados son más precisos en nuestro VAR de cinco variables que los recuperados en un VAR de tres variables sin TCER ni existencias.

Las fluctuaciones de los precios que no se explican en función de shocks de la demanda ni de la producción son resultado de una combinación de factores que no podemos aislar. Estos factores incluyen shocks específicos de las materias primas, y también novedades sobre la evolución de los mercados de materias primas⁵². Esto implica que las variaciones de la producción previstas total o parcialmente aparecerán en el componente inexplicado del precio y estarán correlacionadas con el momento en el cual se conocen las novedades sobre el futuro cambio, no con el momento en el cual ocurre efectivamente. Un ejemplo de shock de producción esperado podría ser el

⁵¹Véanse De Gregorio, González y Jaque (2005) sobre la función del TCER estadounidense en la determinación de los precios del cobre, y Kilian y Murphy (2010) sobre la función de las existencias de petróleo crudo en la determinación de los precios del petróleo.

⁵²Existen varios ejemplos de shocks específicos de las materias primas. Un cambio de las preferencias por el café en lugar del té (como ocurrió durante la última década) es un ejemplo de un shock captado por nuestro componente residual. Otros ejemplos son mejoras tecnológicas que influyen en la intensidad del uso del petróleo, una fuente energética alternativa o un auge/colapso de la vivienda a nivel mundial que afecta a la demanda de cobre.

reciente caso de Libia, ya que se preveía que los trastornos políticos perturbarían la producción petrolera y, en consecuencia, la oferta mundial de petróleo, lo que hizo subir por adelantado los precios del petróleo⁵³. Nuestros resultados confirman principalmente los de Kilian (2009) también para las demás materias primas. Esto significa que los shocks de la demanda son más importantes que los shocks imprevistos de la producción a la hora de explicar las fluctuaciones de los precios de las materias primas.

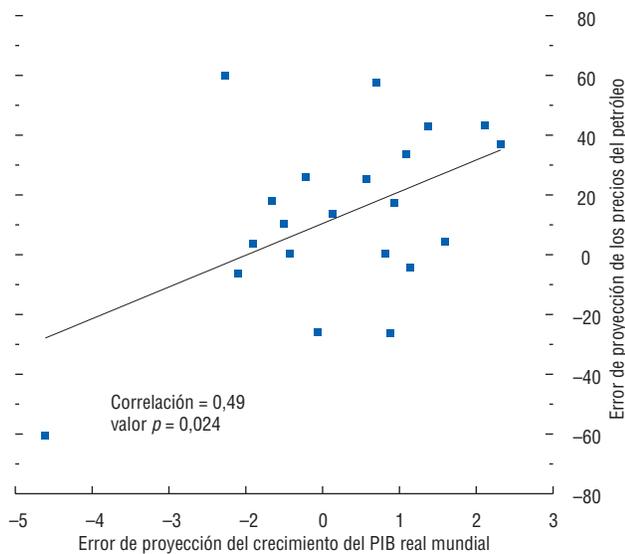
Otro análisis que realizamos sugiere también que los shocks de la demanda son más relevantes que los de la producción, lo cual corrobora los resultados de nuestro VAR (en el caso del petróleo). Observamos una correlación positiva y significativa entre las revisiones de las proyecciones de los precios de las materias primas y las proyecciones del PIB real mundial, lo cual lleva a pensar que, globalmente, los precios del petróleo están impulsados por la actividad mundial (gráfico 4.14). De hecho, si las revisiones de las proyecciones de los precios del petróleo tuvieran una asociación más fuerte con los shocks negativos de la producción de materias primas, que afectan negativamente al PIB mundial, las revisiones de las proyecciones de los precios de las materias primas deberían exhibir una correlación negativa con las revisiones de la actividad económica mundial. No pudimos llevar a cabo este análisis con otras materias primas debido a la falta de datos de series cronológicas sobre las proyecciones de Consensus Economics de los precios de otras materias primas.

¿Cuánto es razonable esperar que fluctúe el PIB de los países exportadores de materias primas como consecuencia de las variaciones de los precios reales de las materias primas impulsadas por shocks de la producción o la demanda mundial? Para responder a este interrogante en el caso del cobre y del petróleo, los shocks de la producción y la demanda mundial del modelo VAR mensual deben ser comparables a los shocks utilizados en la regresión de datos en panel, que tienen una frecuencia anual.

⁵³La financiarización de los mercados de materias primas puede haber exacerbado la sensibilidad de los precios de las materias primas a las novedades sobre las perspectivas de los mercados (véase el capítulo 1 de la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, donde se analiza la influencia de la financiarización en los precios de las materias primas).

Gráfico 4.14. Correlación entre el crecimiento del PIB real mundial y los errores de proyección de los precios del petróleo

Los movimientos sorpresivos de los precios mundiales del petróleo exhiben una correlación positiva con la actividad mundial sorpresiva.



Fuente: Consensus Economics y cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: Los errores de proyección se calculan como el valor efectivo menos el valor de la proyección. El error de proyección de crecimiento del PIB real mundial está expresado en puntos porcentuales, en tanto que el error de proyección del precio del petróleo está expresado en unidades logarítmicas multiplicadas por 100. La raya muestra la línea de mínimos cuadrados de mejor adaptación. Véase la descripción completa de los datos subyacentes en el apéndice 4.1.

Para ello, suponemos que hay una serie de shocks durante los 12 primeros meses, cada uno igual en magnitud al shock de una desviación estándar utilizado en la regresión anual. En el caso del petróleo, esto da como resultado un aumento de 12,2% del precio real del petróleo durante el año como consecuencia de un shock de la demanda mundial anual y un aumento de 3,8% como consecuencia de un shock (negativo) de la producción mundial de petróleo. En el caso del cobre, se produce un aumento del precio real de alrededor de 8% como consecuencia de un shock de la demanda mundial y de 3% como consecuencia de un shock (negativo) de la producción mundial de cobre. Por lo tanto, la elasticidad del PIB real de los exportadores en respuesta a variaciones de precios puede obtenerse ahora tomando los efectos que ejercen en el PIB real esas variaciones de precios de las materias primas a lo largo de un año (véase el cuadro 4.5). Por ejemplo, en el caso del petróleo, la elasticidad implícita del PIB real con respecto a una variación del precio del petróleo impulsada por la demanda mundial es 0,03 en el año del impacto y 0,15 a los tres años del impacto. Aunque la elasticidad con respecto a una variación del precio del petróleo impulsada por la producción mundial es comparable en magnitud (0,05 al producirse el impacto, y $-0,14$ a los tres años), el efecto del shock en el PIB de un país exportador no es estadísticamente significativo (como puede observarse en el cuadro 4.4).

Solidez

Llevamos a cabo varias comprobaciones de la solidez de nuestro modelo VAR de base. Estas incluyen 1) utilizar el logaritmo del precio real de las materias primas y el logaritmo del TCER estadounidense en niveles en lugar de diferencias, ya que no existe ninguna razón evidente por la cual estas variables deban ser no estacionarias; 2) utilizar el índice de actividad mundial real de Kilian (2009) en los VAR con datos mensuales en lugar de la variación del logaritmo de la producción industrial mundial; 3) utilizar un deflactor alternativo de los precios de las materias primas basado en el índice de precios mayoristas ponderados según la cesta de DEG en lugar del IPC

de Estados Unidos. En términos generales, los resultados se mantuvieron cualitativamente inalterados en el caso de todas las materias primas.

Identificación de fases impulsadas por la demanda mundial y por la producción

Decimos que una fase está impulsada por la demanda mundial si la contribución a la amplitud de esa fase atribuible al componente de la demanda mundial es como mínimo 25% y es mayor que la contribución del componente de la producción mundial, y viceversa en el caso de una fase impulsada por la producción. En el caso del petróleo, esto lleva a identificar cuatro fases impulsadas por la demanda mundial, con dos fases descendentes (octubre de 1990–diciembre de 1993 y octubre de 2000–diciembre de 2001) y dos fases ascendentes (enero de 1994–octubre de 1996 y enero de 2002–julio de 2008). Estas fases se muestran en el gráfico 4.8. Las fases impulsadas por la producción incluyen una fase descendente (enero de 1996–diciembre de 1998) y una fase ascendente (enero de 1999–septiembre de 2000).

Apéndice 4.4. Las características básicas del GIMF y su aplicación a una economía exportadora de petróleo pequeña y abierta

El Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial (GIMF, por sus siglas en inglés) es un modelo de equilibrio general dinámico microfundamentado, multinacional y multisectorial que abarca un abanico amplio de tipos reales y nominales de fricción que los estudios macroeconómicos recientes consideran de relevancia⁵⁴. Para los efectos de este capítulo, utilizamos una versión del GIMF de dos regiones que abarca una economía pequeña y abierta exportadora de petróleo y el resto del mundo, que es un importador *neto* de petróleo. El sector petrolero está modelado tal como se describe en el capítulo 3 de la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*. La captación internacional de fondos de este exportador de petróleo pequeño y abierto está modelada de tal manera que la prima por riesgo

⁵⁴Para consultar una descripción completa del GIMF, véanse Kumhof *et al.* (2010) y Kumhof y Laxton (2009a).

soberano aumenta con el nivel de la deuda neta total. En esta calibración, con un nivel de deuda de 100% del PIB, una disminución (aumento) de 20 puntos porcentuales del nivel de deuda causaría una disminución (aumento) de 53 (103) puntos básicos de la prima por riesgo. Por el contrario, con un nivel de deuda de 30% del PIB, una disminución (aumento) de 20 puntos porcentuales del nivel de deuda provocaría una disminución (aumento) de 11 (16) puntos básicos de la prima por riesgo.

Política fiscal

La regla de política fiscal está definida por una simple meta numérica de la relación saldo fiscal del gobierno/PIB que pretende estabilizar la deuda en torno a la meta a largo plazo, minimizando al mismo tiempo la volatilidad del producto y de la inflación. Adopta la forma:

$$gs_t = gs^* + d^{tax} \frac{(\tau_t - \tau_t^{pot})}{GDP_t} + d^{com} \frac{(c_t - c_t^{pot})}{GDP_t}, \quad (4.4)$$

donde gs_t es la relación superávit fiscal/PIB; gs^* es la meta a largo plazo; τ_t y c_t son los ingresos tributarios no petroleros y las regalías petroleras efectivas, respectivamente; τ_t^{pot} y c_t^{pot} son el nivel *potencial* del ingreso tributario y las regalías petroleras⁵⁵. Las diferencias entre los valores efectivos y potenciales son *brechas*. Los coeficientes d^{tax} y d^{com} determinan el tipo de regla que se adopta⁵⁶. La selección de d^{tax} y d^{com} ofrece un abanico de reglas, de las cuales hay tres calibraciones analizadas en este capítulo: 1) una regla de presupuesto equilibrado cuando d^{tax} y d^{com} son iguales a cero; 2) una regla de superávit

⁵⁵Más precisamente, los ingresos tributarios están dados por la suma de los ingresos de la mano de obra y del capital percibidos por el sector no petrolero, más las transferencias y los impuestos sobre el consumo. Los ingresos tributarios potenciales se definen como las tasas impositivas vigentes multiplicadas por las bases impositivas con equilibrio a largo plazo. Los ingresos petroleros potenciales se calculan sobre la base de los valores a largo plazo del precio y el producto de las materias primas.

⁵⁶Por construcción, las relaciones superávit fiscal/PIB y deuda/PIB regresan siempre a las metas a largo plazo porque todas las *brechas* terminan cerrándose una vez que se diluyen los shocks pasajeros. Kumhof y Laxton (2009) han mostrado que esta clase de reglas es particularmente idónea para captar períodos de condiciones económicas relativamente fuertes (débiles) y, por ende, es eficaz para estabilizar las fluctuaciones de los ciclos económicos.

estructural cuando d^{tax} y d^{com} son iguales a 1, y 3) una regla anticíclica cuando d^{tax} y d^{com} son superiores a 1⁵⁷.

Para implementar la relación superávit/PIB que dispone la regla, el gobierno, en principio, tiene un menú de instrumentos fiscales que puede emplear. Sin embargo, en aras de la sencillez, suponemos que el gobierno satisface la regla fiscal cambiando la tasa

⁵⁷Para un análisis más detallado de la regla fiscal y del sector público, véase Snudden (de próxima publicación).

del impuesto sobre el ingreso de la mano de obra. Como ya se mencionó, los resultados cualitativos no cambian si se emplea un instrumento fiscal diferente para satisfacer la regla fiscal. Para determinar la regla óptima, se evalúan otras calibraciones de los parámetros de la regla fiscal con la finalidad de encontrar la función de pérdida mínima de las desviaciones estándar de la inflación y del producto. Evaluamos el valor presente neto de la utilidad descontada de los hogares para el análisis de las variaciones permanentes de los precios del petróleo.

Recuadro 4.1. Efectos macroeconómicos de los shocks de precios de las materias primas en los países de bajo ingreso

Los shocks de los precios de las materias primas pueden provocar efectos económicos, sociales y políticos profundos en los países de bajo ingreso, tanto para los países importadores como para los exportadores de materias primas. La mayoría de los países de bajo ingreso son importadores netos de alimentos y combustibles, y muchos pagan sumas sustanciales por la importación de productos petrolíferos en particular. Al mismo tiempo, las materias primas representan más de la mitad del total de las exportaciones de bienes de alrededor de un tercio de los países de bajo ingreso, lo cual implica que las fluctuaciones de precios de las materias primas pueden causar fuertes fluctuaciones de los saldos externos de los países de bajo ingreso; por lo tanto, algunos ganan y otros pierden, según su estructura comercial y las materias primas específicas en cuestión. Los shocks de los precios mundiales de las materias primas también tienden a crear fuertes presiones inflacionarias y sociales en los países de bajo ingreso, ya que los precios de los alimentos, que ocupan casi la mitad de las canastas de consumo de los países de bajo ingreso, están sumamente correlacionados con los precios de otras materias primas¹. La contracción resultante de los ingresos reales de los hogares puede incrementar la pobreza y generar presiones políticas para adoptar medidas fiscales mitigantes, lo cual a su vez podría tener un impacto negativo en las finanzas públicas.

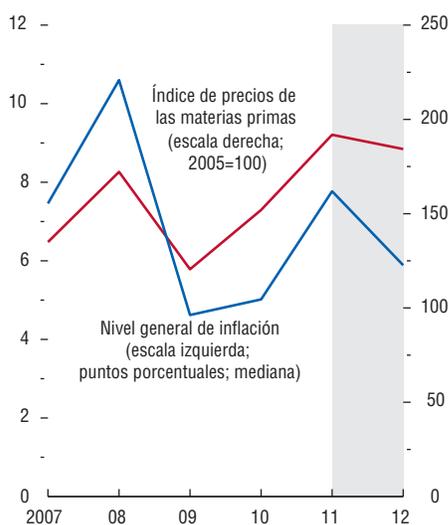
La experiencia reciente pone de relieve la importancia de los precios de las materias primas para los países de bajo ingreso. El fuerte salto que dieron los precios de los alimentos y los combustibles en 2007–08 creó presiones inflacionarias significativas (gráfico 4.1.1) hasta 2009, cuando los precios

La autora de este recuadro, que está basado en FMI (2011a), es Julia Bersch. El conjunto de países de bajo ingreso de este recuadro incluye a todos los países habilitados para recibir financiamiento concesionario del FMI en el marco del Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza, excepto Somalia, que no se incluye por falta de datos.

¹En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, los alimentos ocupan menos de 20% de las canastas de consumo.

Gráfico 4.1.1. Nivel general de inflación de los países de bajo ingreso e índice de precios mundiales de las materias primas

La mayoría de los países de bajo ingreso experimentaron un aumento apenas moderado del nivel general de inflación en 2011.



Fuentes: Edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* y cálculos del personal técnico del FMI.

de las materias primas cayeron durante la crisis financiera mundial. A fines de 2010 y comienzos de 2011, los países de bajo ingreso se enfrentaron a una nueva escalada de los precios mundiales de las materias primas. Esta vez, los aumentos de los precios mundiales estuvieron más sincronizados entre materias primas que durante 2007–08, suavizando el impacto en los países de bajo ingreso que exportan materias primas no combustibles. Las presiones inflacionarias también estuvieron más contenidas en la mayoría de los países de bajo ingreso, en algunos casos gracias a la abundancia de las cosechas locales. Además, alrededor de la mitad de los países de bajo ingreso tomaron medidas fiscales encaminadas a mitigar el impacto

Recuadro 4.1 (continuación)

social e inflacionario del shock; se estima que el costo presupuestario mediano superó el 1% del PIB. Las medidas incluyeron subsidios a los precios de los alimentos y/o los combustibles (que solo en algunos casos estaban explícitamente focalizados en los pobres), medidas relacionadas con el gasto en la red de protección y recortes de los impuestos y de los aranceles de importación.

Simulación de los efectos macroeconómicos de otro pico de los precios mundiales de las materias primas

Examinamos las posibles implicaciones de otro shock de los precios mundiales de las materias primas utilizando el nuevo marco de análisis de vulnerabilidad creado por el FMI para los países de bajo ingreso². El escenario fue elaborado utilizando las expectativas de los mercados incluidas en las opciones de futuros sobre materias primas, y los shocks de diferentes materias primas se alinearon con los precios del 7% superior de la distribución de probabilidad esperada³. El impacto del shock se simuló, a continuación, país por país, teniendo en cuenta la experiencia de episodios de shock pasados y las diferentes estructuras comerciales y las canastas de consumo de los países.

El análisis de los escenarios ilustra que otro pico de precios de las materias primas podría tener consecuencias macroeconómicas y sociales graves. Aunque el impacto en el crecimiento sería moderado, el shock de precios empujaría a 31 millones de personas por debajo de la línea de la pobreza, principalmente debido al avance de la inflación y a la ausencia de redes de protección social eficientes (gráfico 4.1.2). Las medidas fiscales compensatorias, modeladas sobre la base de la experiencia, podrían empeorar el saldo fiscal mediano más de 1% del PIB en 2012; alrededor de tres cuartas partes de ese porcentaje sería atribuible al alza de

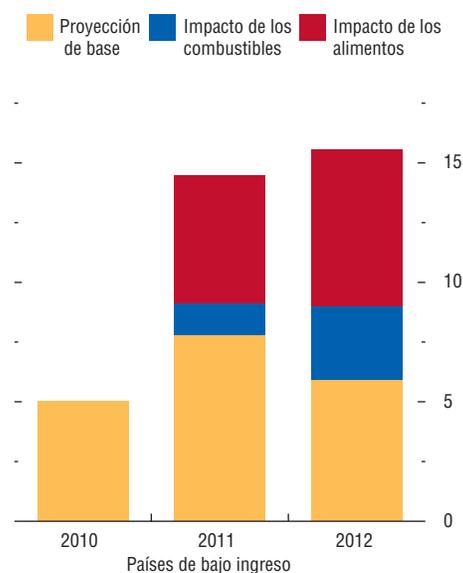
²Véanse los detalles en FMI (2011a).

³En este escenario específico, se supone que los precios de los alimentos avanzan 25% en 2011 y 31% en 2012 en comparación con las proyecciones de base; los precios de los combustibles, 21% en 2011 y 48% en 2012, y los precios de los metales, 21% en 2011 y 36% en 2012.

Gráfico 4.1.2. Impacto inflacionario del aumento de precios de las materias primas en los países de bajo ingreso en 2011 y 2012

(Puntos porcentuales, mediana)

En el escenario de aumento de los precios mundiales de las materias primas, la inflación de los países de bajo ingreso podría duplicarse respecto de la proyección de base, impulsada principalmente por el encarecimiento de los alimentos.



Fuentes: Edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El escenario simula el impacto de un aumento de los precios mundiales de los alimentos y del combustible en comparación con la proyección de base. En el caso de los alimentos, el aumento de precios usados fue de 25% y 31% en 2011 y 2012, respectivamente, y en el caso del combustible, de 21% y 28%, respectivamente.

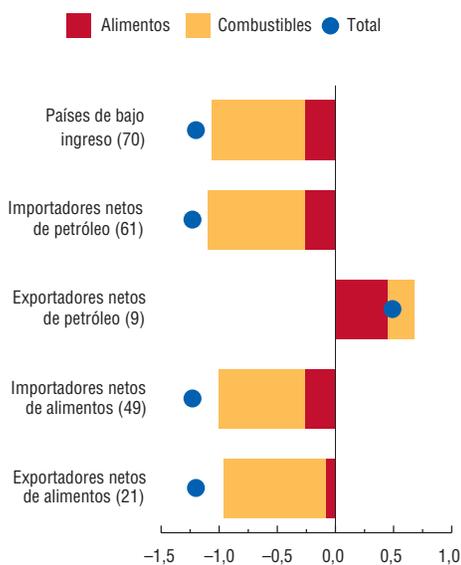
los precios del petróleo, y la cuarta parte restante, al encarecimiento de los alimentos (gráfico 4.1.3).

El impacto externo del escenario de los precios de las materias primas sería negativo para una gran mayoría de los países de bajo ingreso; el deterioro mediano de la balanza comercial rozaría 3% del PIB (gráfico 4.1.4). Este deterioro se debería principalmente al avance de los precios del petróleo,

Recuadro 4.1 (continuación)

Gráfico 4.1.3. Impacto del aumento de precios de las materias primas en el saldo fiscal de los países de bajo ingreso en 2012
(Porcentaje del PIB, mediana)

El saldo fiscal de la mediana de los países de bajo ingreso empeoraría más de 1% del PIB en 2012, principalmente debido al aumento de los precios mundiales de los combustibles.



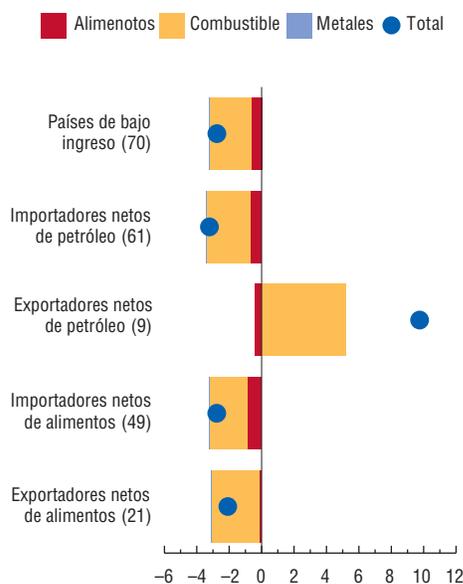
Fuentes: Edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las estimaciones del impacto fiscal se calculan usando elasticidades de los ingresos y los gastos frente a variaciones de los precios mundiales de los alimentos y del petróleo y suponen una política de respuesta parecida a la del episodio de 2007-08 de precios mundiales elevados de los alimentos y del petróleo. Los cálculos se basan en la mediana de las diferencias, de modo que la suma de los componentes puede ser diferente del total. Los números entre paréntesis indican el tamaño de la muestra (número de economías).

en tanto que el encarecimiento de los alimentos tendría un impacto más pequeño. Únicamente los países exportadores netos de petróleo se beneficiarían del alza de los precios. Los exportadores netos de alimentos estarían solo un poco mejor que los importadores netos de alimentos, ya que ambos se verían negativamente afectados por el encarecimiento del petróleo. En el caso de los países de

Gráfico 4.1.4. Impacto del aumento de precios de las materias primas en la balanza comercial de los países de bajo ingreso en 2012
(Porcentaje del PIB de 2010, mediana)

Si bien algunos países se beneficiarían del alza de los precios mundiales de las materias primas, en el país de bajo ingreso mediano la balanza comercial de 2012 empeoraría casi 3% del PIB, y el grueso del impacto provendría del petróleo.



Fuentes: Edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El escenario simula el impacto de un aumento de los precios mundiales de los alimentos, los metales (excepto el oro y el uranio) y los combustibles (31%, 36% y 48% por encima de la proyección de base, respectivamente). Los cálculos se basan en la mediana de las diferencias, de modo que la suma de los componentes puede ser diferente del total. Los números entre paréntesis indican el tamaño de la muestra (número de economías).

bajo ingreso que experimentan un shock negativo de los términos de intercambio, las necesidades de financiamiento externo podrían aumentar alrededor de \$9.000 millones, y gran parte de esta suma sería atribuible a un pequeño número de grandes países exportadores que no trabajan con materias primas.

Recuadro 4.1 (continuación)

Políticas de respuesta frente a los shocks de los precios de las materias primas y políticas encaminadas a afianzar la capacidad de resistencia

Muchos países de bajo ingreso usaron sus reservas de política macroeconómica durante la última crisis, de modo que otro shock de los precios mundiales de las materias primas puede presentar dificultades⁴. La política fiscal “óptima” recomendada tradicionalmente —trasladar el aumento de los precios a los consumidores— posiblemente no sea factible en la mayoría de los países de bajo ingreso porque carecen de redes de protección social integrales para respaldar a los segmentos vulnerables de la población. También es difícil encontrar soluciones “subóptimas” pragmáticas y eficaces en función de los costos dadas las limitaciones del espacio fiscal. Una política monetaria dirigida en respuesta a los shocks de los precios de las materias primas, en particular a los shocks de los precios de los alimentos, también plantea retos considerables porque las autoridades tienen que elegir entre adaptarse a un nivel más alto de inflación y endurecer políticas que exacerban los costos reales. Sin embargo, si bien el impacto directo del encarecimiento de los

alimentos en el nivel general de inflación suele ser mucho más fuerte en los países de bajo ingreso que en las economías avanzadas, la inercia inflacionaria es relativamente baja. Por lo tanto, es menos probable que una política monetaria acomodaticia se traduzca en una inflación persistente⁵.

Aunque es importante hacer frente bien a los shocks, los países pueden tomar medidas antes de que ocurra una crisis para reducir su exposición o crear espacio para prepararse para shocks futuros. Además de preparar políticas amortiguadoras durante las buenas épocas, los países de bajo ingreso pueden 1) elaborar presupuestos que sean estructuralmente más sólidos, 2) tender redes de protección social más fuertes y más flexibles, 3) llevar a cabo reformas para promover el ahorro interno y profundizar sus sectores financieros y 4) evaluar políticas encaminadas a fomentar una diversificación mayor de la producción y las exportaciones.

⁵Véase el capítulo 3 de la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, que contiene un análisis de las implicaciones que encierra para la política monetaria la inflación alimentada por los precios de las materias primas en las economías avanzadas y de mercados emergentes. El capítulo recalca la importancia de fijar metas con un criterio pragmático para afianzar la credibilidad de la política monetaria y obtener los mejores resultados macroeconómicos.

⁴FMI (2010) contiene un análisis detallado del desempeño de los países de bajo ingreso durante la crisis mundial.

Recuadro 4.2. La volatilidad de precios de las materias primas y el reto para el desarrollo en los países de bajo ingreso

Los descubrimientos recientes de recursos naturales en muchos países de bajo ingreso se suman a la volatilidad de los precios de las materias primas para crear tanto grandes oportunidades como grandes retos para estos países. En muchos casos, el horizonte de producción es corto, lo cual significa que solo existe una oportunidad pequeña para traducir los ingresos extraordinarios generados por los recursos en avances para el desarrollo¹. Al mismo tiempo, intentar hacer demasiado con demasiada rapidez plantea otros desafíos.

En parte, las dificultades son analíticas. La recomendación convencional, basada en la hipótesis del ingreso permanente (HIP), es ahorrar el grueso de los ingresos generados por los recursos en un fondo soberano de inversión, integrado por activos financieros de bajo rendimiento (por ejemplo, Davis *et al.*, 2001; Barnett y Ossowski, 2003; Bems y de Carvalho Filho, 2011). Esto ayuda a conservar la riqueza de recursos, asegurar la equidad intergeneracional y mantener la estabilidad.

Sin embargo, este enfoque hace caso omiso de las necesidades de desarrollo a más largo plazo en estos países donde el capital es escaso, y el crédito, limitado. Los análisis precedentes en general combinan la HIP con un supuesto de que la cuenta de capital es abierta y que el rendimiento del capital—incluido el público— es igual a las tasas de interés mundiales. Sin embargo, sustanciales datos empíricos indican que la tasa de rendimiento de la inversión de capital público en los países de bajo ingreso bien puede estar por encima de las tasas de interés mundiales². El acceso limitado a los mercados mundiales de capital y la debilidad de los sistemas tributarios nacionales posiblemente impidan a muchos países de bajo ingreso aprovechar esta oportunidad antes de un auge de las exportaciones

La autora de este recuadro es Susan Yang.

¹Por ejemplo, Ghana comenzó a producir petróleo en 2011, y el personal técnico del FMI proyecta que las reservas del descubrimiento reciente se agotarán para comienzos de 2020.

²Por ejemplo, la tasa anual mediana de rendimiento de todos los proyectos del Banco Mundial ha aumentado de alrededor de 12% en 1987–88 a 24% en 2005–07 (Banco Mundial, 2010).

de recursos naturales. De hecho, varios estudios que usan modelos con inversión han concluido que la inversión pública productiva concentrada en las etapas iniciales puede resultar óptima (Takizawa, Gardner y Ueda, 2004; van der Ploeg y Venables, 2011; Araujo *et al.*, 2012).

Pese al atractivo teórico de que los países de bajo ingreso inviertan los ingresos generados por sus recursos, la experiencia histórica en general no respalda la idea de que la abundancia de recursos naturales promueva el crecimiento económico; es decir, la llamada maldición de los recursos naturales³. Por ejemplo, la experiencia de cuatro países latinoamericanos (Bolivia, Ecuador, México y Venezuela) en la década de 1970 no muestra ningún efecto obvio del crecimiento del lado de la oferta que haya durado más allá del período en que se percibieron los ingresos extraordinarios resultantes de los recursos (Sachs y Warner, 1999).

Todo esto lleva a pensar que los países de bajo ingreso deben intentar invertir el ingreso generado por los recursos, pero con cautela. En vista de la volatilidad de los precios de las materias primas, gastar esos ingresos a medida que se los percibe implica una trayectoria de gasto público sumamente volátil que agrava la inestabilidad económica y dificulta la ejecución eficiente de los planes de inversión. Además, gastar internamente una abundancia extraordinaria de divisas puede provocar una apreciación real, que puede perjudicar al sector de los bienes transables (mal holandés). Como en los países de bajo ingreso la gobernabilidad suele ser deficiente y a menudo existen estrangulamientos de la producción, el incremento de la inversión pública probablemente se tropiece también con ineficiencias vinculadas a la conversión de los ingresos generados por los recursos en capital público y a las limitaciones de la capacidad de absorción.

Para hacer frente a estos problemas potenciales, Berg *et al.* (de próxima publicación) proponen un

³Según van der Ploeg (2011), aunque existe una correlación negativa promedio entre el crecimiento y la cuota de exportación de recursos naturales, muchos países, como Botswana y Chile, han escapado a la maldición.

Recuadro 4.2 (continuación)

enfoque de “inversión sostenible”, que implica usar un fondo de inversión para ahorrar parte de esos ingresos y todo aumento de los ingresos tributarios ajenos a los recursos⁴. La inversión pública se incrementa paulatinamente según lo permiten las limitaciones institucionales y de la capacidad de absorción. Este enfoque puede suavizar el impacto de los precios volátiles de las materias primas en la economía nacional, mitigar los efectos del mal holandés y reducir los costos de las limitaciones de la capacidad de absorción. Cuando la magnitud del aumento de la inversión supera el valor en anualidades del fondo de inversión, se necesita un ajuste fiscal adicional. Este enfoque conserva de hecho la riqueza de los recursos naturales agotables en forma

⁴Collier *et al.* (2010) también proponen invertir a través de un fondo de liquidez soberana, cuya principal finalidad es suavizar la trayectoria de la inversión pública con los ingresos generados por los recursos. La creación de un fondo separado puede considerarse como un artificio intelectual que ayuda a identificar la dinámica de una política fiscal adecuada. Si bien los factores institucionales pueden argumentar en contra de la fragmentación que implica crear un fondo separado en la práctica, lo aprendido en cuanto a la trayectoria de ahorro y gasto público sigue siendo válido.

de un capital público que puede incrementar la productividad de la producción privada. Como el consumo también aumenta de manera permanente, el enfoque en gran medida es congruente con el principio de la HIP.

La experiencia reciente de los países de bajo ingreso sugiere que la vasta mayoría no ha seguido el enfoque basado en la HIP para administrar los ingresos producidos por los recursos naturales (véase el apéndice II de Baunsgaard *et al.*, de próxima publicación). Por ejemplo, durante la reciente escalada de los precios del petróleo, el gasto de capital financiado internamente en Chad aumentó de 2,1% del PIB no petrolero en 2003 a 12,6% en 2008–10 (FMI, 2011b). Timor-Leste, por otra parte, ha aplicado el enfoque basado en la HIP durante un período sostenido. A partir de la producción de petróleo desde comienzos de 2000, ha acumulado un fondo petrolero sustancial, equivalente al 886% del PIB no petrolero en 2011 (FMI, 2012). El gasto de capital se mantuvo bajo antes de 2011, pero el gobierno hace poco lanzó un plan de desarrollo estratégico que incluye un elevado gasto en infraestructura financiado parcialmente por sumas extraídas del fondo petrolero.

Referencias

- Abbas, S. M. Ali, Nazim Belhocine, Asmaa A. ElGanainy y Mark A. Horton, 2010, “A Historical Public Debt Database”, IMF Working Paper 10/245 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Adler, Gustavo, y S. Sebastián Sosa, 2011, “Commodity Price Cycles: The Perils of Mismanaging the Boom”, IMF Working Paper 11/283 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Araujo, Juliana, Bin Grace Li, Marcos Poplawski-Ribeiro y Luis-Felipe Zanna, 2012, “Current Account Norms in Natural Resource Rich and Capital Scarce Economies” (inérito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Banco Mundial, 2010, *Cost-Benefit Analysis in World Bank Projects* (Washington).
- Barnett, Steven, y Rolando Ossowski, 2003, “Operational Aspects of Fiscal Policy in Oil-Producing Countries”, en *Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil-Producing Countries*, compilado por Jeffrey M. Davis, Rolando Ossowski y Annalisa Fedelino (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Barsky, Robert B., y Lutz Kilian, 2002, “Do We Really Know That Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative”, *NBER Macroeconomics Annual 2001*, págs. 137–83.
- Batini, Nicoletta, y Douglas Laxton, 2005, “Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets”, estudio presentado en la conferencia “Monetary Policy Under Inflation Targeting”, Novena Conferencia Anual del Banco Central de Chile (Santiago), 20–21 de octubre.
- Baungsgaard, M. Thomas, Mauricio Villafuerte, M. Marcos Poplawski-Ribeiro y C. Christine Richmond, de próxima publicación, “Fiscal Frameworks for Natural-Resource-Intensive Developing Countries”, IMF Staff Discussion Note (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Beidas-Strom, Samya, 2011, “Economic Policy Spillovers: Saudi Arabia in the Global Economy”, capítulo 6 de *Gulf Cooperation Council Countries: Enhancing Economic Outcomes in an Uncertain Global Economy*, compilado por Samya Beidas-Strom, Tobias N. Rasmussen y David O. Robinson (Washington: Fondo Monetario Internacional), págs. 81–93.
- Bems, Rudolfs, y Irineu de Carvalho Filho, 2011, “The Current Account and Precautionary Savings for Exporters of Exhaustible Resources”, *Journal of International Economics*, vol. 84, No. 1, págs. 48–64.
- Berg, Andrew, Rafael Portillo, Susan Yang y Luis-Felipe Zanna, de próxima publicación, “Public Investment in Resource Abundant, Low-Income Countries”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bond, Marion E., 1987, “An Econometric Study of Primary Commodity Exports from Developing Country Regions to the World”, *IMF Staff Papers*, vol. 34, No. 2, págs. 199–227.
- Broda, Christian, 2004, “Terms of Trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries”, *Journal of International Economics*, vol. 63, No. 1, págs. 31–58.
- Cashin, Paul, C. John McDermott y Alasdair Scott, 2002, “Booms and Slumps in World Commodity Prices”, *Journal of Development Economics*, vol. 69, No. 1, págs. 277–96.
- Céspedes, Luis Felipe, y Andrés Velasco, 2011, “Was This Time Different? Fiscal Policy in Commodity Republics”, BIS Working Paper No. 365 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Chen, Yu-Chin, Kenneth S. Rogoff y Barbara Rossi, 2010, “Can Exchange Rates Forecast Commodity Prices?”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, No. 3, págs. 1145–94.
- Chinn, Menzie, e Hiro Ito, 2006, “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions”, *Journal of Development Economics*, vol. 81, No. 1, págs. 163–92.
- , 2008, “A New Measure of Financial Openness”, *Journal of Comparative Policy Analysis*, vol. 10, No. 3, págs. 307–20.
- Collier, Paul, y Benedikt Goderis, 2007, “Commodity Prices, Growth, and the Natural Resource Curse: Reconciling a Conundrum”, CSAE Working Paper No. 2007–15 (Oxford: University of Oxford, Center for the Study of African Economies).
- Collier, Paul, Frederick van der Ploeg, Michael Spence y Anthony J. Venables, 2010, “Managing Resource Revenues in Developing Economies”, *IMF Staff Papers*, vol. 57, No. 1, págs. 84–118.
- Davis, Jeffrey, Rolando Ossowski, James Daniel y Steven Barnett, 2001, *Stabilizing and Saving Funds for Non-Renewable Resources: Experience and Fiscal Policy Implications*, IMF Occasional Paper No. 205 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Deaton, Angus, 1999, “Commodity Prices and Growth in Africa”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, No. 3, págs. 23–40.
- , y Guy Laroque, 1992, “On the Behaviour of Commodity Prices”, *Review of Economic Studies*, vol. 59, No. 1, págs. 1–23.
- De Gregorio, José, Hérmán González y Felipe Jaque, 2005, “Fluctuations in the Dollar, Copper Price, and Terms of Trade”, Working Paper No. 310 (Santiago: Banco Central de Chile).
- De Gregorio, José, y Felipe Labbé, 2011, “Copper, the Real Exchange Rate, and Macroeconomic Fluctuations in

- Chile”, en *Beyond the Curse: Policies to Harness the Power of Natural Resources*, compilado por Rabah Arezki, Amadou N. R. Sy, y Thorvaldur Gylfason (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Demirel, Ufuk Devrim, 2010, “Macroeconomic Stabilization in Developing Economies: Are Optimal Policies Pro-cyclical?”, *European Economic Review*, vol. 54, No. 3, págs. 409–28.
- Eissa, Nada, y Hilary Williamson Hoynes, 2004, “Taxes and the Labor Market Participation of Married Couples: The Earned Income Tax Credit”, *Journal of Public Economics*, vol. 88, Nos. 9–10, págs. 1931–58.
- Erten, Bilge, y José Antonio Ocampo, 2012, “Super-Cycles of Commodity Prices Since the Mid-Nineteenth Century”, DESA Working Paper No. 110 (Nueva York: United Nations Department of Economic and Social Affairs, febrero).
- Eyzaguirre, Nicolás, Martin Kaufman, Steven Phillips y Rodrigo Valdés, 2011, “Managing Abundance to Avoid a Bust in Latin America”, IMF Staff Discussion Note 11/07 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Feenstra, Robert, Robert Lipsey, Haiyan Deng, Alyson Ma y Hengyong Mo, 2005, “World Trade Flows: 1962–2000”, NBER Working Paper No. 11040 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2009, “Fiscal Rules—Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances”, SM/09/274 (Washington). blog-pfm.imf.org/files/paper.pdf
- , 2010, “Emerging from the Global Crisis: Macroeconomic Challenges Facing Low-Income Countries”, Policy Paper (Washington).
- , 2011a, *Managing Global Growth Risks and Commodity Price Shocks—Vulnerabilities and Policy Challenges for Low-Income Countries*, Policy Paper (Washington).
- , 2011b, *Chad: Staff Report for the 2011 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 11/302 (Washington).
- , 2012, *Democratic Republic of Timor-Leste: 2011 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 12/24 (Washington).
- Frankel, Jeffrey, 2011, “How Can Commodity Exporters Make Fiscal and Monetary Policy Less Pro-Cyclical?”, Harvard Kennedy School Faculty Research Working Paper No. 11-015 (Cambridge, Massachusetts: Harvard Kennedy School).
- Hamilton, James D., 2011, “Historical Oil Shocks”, en *Handbook of Major Events in Economic History*, compilado por Randall E. Parker y Robert M. Whaples (Nueva York: Routledge).
- Harding, Don, y Adrian Pagan, 2002, “Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, No. 2, págs. 365–81.
- Heap, Alan, 2005, *China—The Engine of a Commodities Super-Cycle* (Nueva York: Citigroup Smith Barney).
- Heenan, Geoffrey, Marcel Peter y Scott Roger, 2006, “Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications”, IMF Working Paper 06/278 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Husain, Aasim M., Kamilya Tazhibayeva y Anna Ter-Martirosyan, 2008, “Fiscal Policy and Economic Cycles in Oil-Exporting Countries”, IMF Working Paper 08/253 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ilzetzki, Ethan, Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, 2008, “The Country Chronologies and Background Material to Exchange Rate Arrangements in the 21st Century: Which Anchor Will Hold?” (inédito; College Park, Maryland: University of Maryland).
- Kaminsky, Graciela L., 2010, “Terms of Trade Shocks and Fiscal Cycles”, NBER Working Paper No. 15780 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Keane, Michael P., 2010, “Labor Supply and Taxes: A Survey”, Working Paper No. 160 (Sydney: University of Technology, School of Finance and Economics).
- Kilian, Lutz, 2009, “Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market”, *American Economic Review*, vol. 99, No. 3, págs. 1053–69.
- Kilian, Lutz, y Dan Murphy, 2010, “The Role of Inventories and Speculative Trading in the Global Market for Crude Oil”, CEPR Discussion Paper No. 7753 (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- Kilian, Lutz, Alessandro Rebucci y Nikola Spatafora, 2009, “Oil Shocks and External Balances”, *Journal of International Economics*, vol. 77, No. 2, págs. 181–94.
- Kumhof, Michael, y Douglas Laxton, 2009a, “Fiscal Deficits and Current Account Deficits”, IMF Working Paper 09/237 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2009b, “Simple, Implementable Fiscal Policy Rules”, IMF Working Paper 09/76 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2010, “Chile’s Structural Fiscal Surplus Rule: A Model-Based Evaluation”, *Journal Economía Chilena* (The Chilean Economy), vol. 13, No. 3, págs. 5–32.
- , Dirk Muir y Susanna Mursula, 2010, “The Global Integrated Monetary Fiscal Model (GIMF)—Theoretical Structure”, IMF Working Paper No. 10/34 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Laeven, Luc, y Fabian Valencia, 2008, “Systemic Banking Crises: A New Database”, IMF Working Paper No. 08/224 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2010, “Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly”, IMF Working Paper 10/146 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- Medas, Paulo, y Daria Zakharova, 2009, "A Primer on Fiscal Analysis in Oil-Producing Countries", IMF Working Paper 09/56 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Medina, Leandro, 2010, "The Dynamic Effects of Commodity Prices on Fiscal Performance in Latin America", IMF Working Paper 10/192 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ossowski, Rolando, Mauricio Villafuerte, Paolo A. Medas y Theo Thomas, 2008, *Managing the Oil Revenue Boom: The Role of Fiscal Institutions*, IMF Occasional Paper No. 260 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Radetzki, Marian, 2006, "The Anatomy of Three Commodity Booms", *Resources Policy*, vol. 31, No. 1, págs. 56–64.
- Rafiq, M. Sohrab, 2011, "Sources of Economic Fluctuations in Oil-Exporting Economies: Implications for Choice of Exchange Rate Regimes", *International Journal of Finance and Economics*, vol. 16, No. 1, págs. 70–91.
- Roger, Scott, 2010, "Veinte años de metas de inflación", *Finanzas & Desarrollo*, vol. 47, No. 1, págs. 46–49.
- Sachs, Jeffrey D., y Andrew M. Warner, 1999, "The Big Push, Natural Resource Booms and Growth", *Journal of Development Economics*, vol. 59, No. 1, págs. 43–76.
- Smith, C. Wayne, y J. Tom Cothren, compiladores, 1999, *Cotton: Origin, History, Technology, and Production* (Nueva York: Wiley).
- Snudden, Stephen, de próxima publicación, "Designing Fiscal Rules for Oil-Exporting Countries", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Takizawa, Hajime, Edward Gardner y Kenichi Ueda, 2004, "Are Developing Countries Better Off Spending Their Oil Wealth Upfront?", IMF Working Paper 04/141 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- van der Ploeg, Frederick, 2011, "Natural Resources: Curse or Blessing?", *Journal of Economic Literature*, vol. 49, No. 2, págs. 366–420.
- , y Anthony J. Venables, 2011, "Harnessing Windfall Revenues: Optimal Policies for Resource-Rich Developing Economies", *Economic Journal*, vol. 121, No. 551, págs. 1–30.
- Venables, Anthony J., 2010, "Economic Geography and African Development", *Papers in Regional Science*, vol. 89, No. 3, págs. 469–83.
- Wellman, Frederick L., 1961, *Coffee: Botany, Cultivation, and Utilization* (Londres: Leonard Hill y Nueva York: Interscience Publishers).

DELIBERACIONES DEL DIRECTORIO EJECUTIVO DEL FMI SOBRE LAS PERSPECTIVAS, MARZO DE 2012

El Presidente Interino formuló las siguientes declaraciones al término de las deliberaciones del Directorio Ejecutivo sobre las Perspectivas de la economía mundial, el 30 de marzo de 2012

Los directores ejecutivos observaron que las perspectivas mundiales están mejorando gradualmente, pero que la recuperación sigue siendo tenue y los riesgos se inclinan firmemente a la baja. La mejora de la actividad en Estados Unidos y la adopción de políticas en la zona del euro han reducido la amenaza de una abrupta desaceleración mundial. Sin embargo, los avances recientes son muy frágiles, y un gran número de entidades soberanas y bancos aún están sometidos a fuertes presiones. La actual calma brinda a las autoridades una oportunidad excepcional para finalmente salir de la crisis. Las autoridades tienen que seguir implementando los cambios fundamentales que son necesarios para lograr una estabilidad duradera, que es un requisito previo para alcanzar un crecimiento saludable a mediano plazo. Dadas las amplias brechas del producto en las economías avanzadas, es necesario también calibrar las políticas con miras a apoyar un crecimiento que aún es débil a corto plazo.

Los directores convinieron en que es probable que en las principales economías avanzadas se reinicie una recuperación débil, y que se prevé que en la mayoría de las economías emergentes y en desarrollo la actividad siga siendo relativamente sólida. No obstante, las proyecciones de crecimiento para la mayoría de las regiones han sido revisadas a la baja con respecto a las cifras señaladas en la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, teniendo en cuenta sobre todo el daño causado por el empeoramiento de las condiciones en el sector de las entidades soberanas y los bancos en la zona del euro. Aún se prevé que la zona del euro sufrirá una recesión leve en 2012. En las economías avanzadas la creación de empleo probablemente seguirá siendo lenta. Se prevé que

el crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo también se desacelerará en 2012, pero que repuntará en 2013, gracias a la aplicación de políticas macroeconómicas más laxas y al fortalecimiento de la demanda externa.

Los directores señalaron que las medidas de política tomadas recientemente han sido cruciales para estabilizar los mercados financieros de la zona del euro. Sin embargo, advirtieron que los riesgos soberanos siguen siendo elevados y que persisten las presiones sobre los bancos europeos, incluidas las generadas por el riesgo soberano, la fragilidad del crecimiento de la zona del euro, las elevadas necesidades de renovación de créditos y la necesidad de reforzar las reservas de capital. Combinadas, estas presiones han impulsado un movimiento general hacia la reducción del tamaño de los balances. En buena medida el desapalancamiento que realizarán los bancos de la zona del euro probablemente ocurrirá mediante la generación de capital o la venta de títulos y activos no esenciales, pero parte de ese desapalancamiento tenderá a reducir la oferta de crédito a la economía real. Los directores convinieron en que, si bien una mayor contracción de los balances de los bancos europeos es saludable, las consecuencias potencialmente negativas de un desapalancamiento sincronizado a gran escala siguen siendo motivo de preocupación.

Los directores coincidieron en general en que la preocupación más inmediata es que un recrudecimiento de la crisis en la zona del euro desencadene una fuga generalizada hacia activos de menor riesgo y un desapalancamiento desordenado de los bancos europeos. Señalaron que las simulaciones del personal técnico del FMI apuntan a que el resurgimiento de presiones de financiamiento similares a las registradas en el tercer trimestre podría

tener repercusiones importantes en la oferta de crédito en la zona del euro y en otras regiones.

Los directores hicieron hincapié en que otros riesgos a la baja continúan dominando. La incertidumbre geopolítica podría provocar una escalada de los precios del petróleo. La aplicación de políticas macroeconómicas excesivamente restrictivas podría empujar a otra de las principales economías a una situación de deflación sostenida. Otros riesgos son las perturbaciones en los mercados mundiales de bonos y divisas, con alzas repentinas de las tasas de interés debidas a fuertes déficits presupuestarios y elevados niveles de deuda, y a una rápida desaceleración de la actividad en algunas economías de mercados emergentes. Sin embargo, el crecimiento también podría ser superior al proyectado si se aplican políticas más apropiadas, si se tornan más favorables las condiciones financieras y si disminuyen las tensiones geopolíticas.

Los directores coincidieron en que las autoridades en Europa deben aprovechar los avances y las mejoras recientes en los mercados para impulsar la implementación de las reformas acordadas y completar el programa de políticas. La prioridad clave a corto plazo es construir un cortafuegos adecuado, resistente y creíble en Europa para evitar el contagio. Los aumentos de la capitalización y el aprovisionamiento de los bancos que ya están en curso deberían complementarse con mayores avances en lo que se refiere a la reestructuración y resolución de los bancos. Igual importancia revisten las reformas institucionales de gran alcance que corrigen deficiencias en el diseño de la unión económica y monetaria que contribuyeron a la crisis; esas reformas incluyen políticas que permitan profundizar la integración con el fin de afianzar la estabilidad financiera. En cuanto a las políticas macroeconómicas, está en curso una consolidación fiscal que en grado es suficiente, y el ritmo de los planes de ajuste fiscal a corto plazo debería calibrarse para evitar presiones excesivas sobre la demanda a corto plazo, sin socavar la sostenibilidad fiscal. Como los multiplicadores fiscales probablemente se encuentran en niveles elevados en el actual entorno débil, siempre que el financiamiento lo permita es preferible un ajuste gradual pero continuo en lugar de un ajuste fuerte

en la primera etapa. Dadas las perspectivas de una inflación interna muy baja, las tasas de interés de política monetaria deberían recortarse en los casos en que sea viable, y el apoyo no convencional debería mantenerse o ampliarse aún más si ciertos mercados se ven sometidos a presiones agudas.

Los directores observaron que en Estados Unidos y Japón sigue siendo urgente definir trayectorias para una consolidación fiscal firme y sostenida a mediano plazo. Además, es posible que en Japón se necesite una política monetaria más laxa para garantizar que se alcance la meta de inflación a mediano plazo. Estados Unidos quizá también necesite aplicar una política más laxa si la actividad amenaza con decepcionar. En términos más generales, dadas las débiles perspectivas de crecimiento en las principales economías, los países que dispongan de margen de maniobra de política fiscal pueden reconsiderar el ritmo de consolidación. Otras economías deben permitir que los estabilizadores automáticos actúen libremente mientras estén en condiciones de financiar sin problema déficits más altos. Sin embargo, el fortalecimiento de las finanzas públicas a mediano plazo sigue siendo clave para un crecimiento sostenible. El entorno de alta incertidumbre también hace que sea apremiante poner en práctica estrategias amplias y previsoras que estimulen la confianza y la credibilidad.

Los directores subrayaron que, más allá del corto plazo, el desafío para las economías avanzadas consiste en mejorar las débiles perspectivas a mediano plazo. La reforma del sector financiero ha de abordar muchas deficiencias que la crisis financiera dejó al descubierto, como los problemas relacionados con las instituciones consideradas demasiado grandes o complejas para quebrar, el sistema bancario paralelo y la colaboración transfronteriza entre los supervisores bancarios. Se está avanzando con más celeridad en el diseño y la ejecución de planes creíbles de ajuste a mediano plazo, pero aún es mucho el camino por recorrer, incluso en las economías más grandes. La reforma de los programas de prestaciones, sumada a esfuerzos renovados orientados a fortalecer los marcos fiscales, es una manera crucial de reducir considerablemente el gasto sin repercutir demasiado en la

demanda actual, y puede ayudar a restablecer la confianza del mercado en la sostenibilidad de las finanzas públicas. También es necesario emprender en diversos frentes reformas estructurales que fomenten el crecimiento.

Los directores señalaron que, a corto plazo, el desafío clave para las economías de mercados emergentes y en desarrollo consiste en calibrar adecuadamente las políticas macroeconómicas para hacer frente a importantes riesgos a la baja provenientes de las economías avanzadas, pero controlando al mismo tiempo las presiones de sobrecalentamiento derivadas del dinamismo de la actividad, el fuerte crecimiento del crédito y el resurgimiento de riesgos relacionados con los precios de la energía. La respuesta apropiada variará según el caso. En las economías que han normalizado en gran parte sus políticas macroeconómicas, la atención a corto plazo debe centrarse en cómo se ha de responder a los efectos de contagio adversos y a la menor demanda de las economías avanzadas y en cómo hacer frente a los flujos de capital volátiles. Otras economías deben seguir recomponiendo el margen de maniobra de las políticas macroeconómicas utilizado durante 2008–09, y deben reforzar las políticas y los marcos prudenciales. El ritmo más lento de ajuste fiscal previsto para 2012 en las economías de mercados emergentes es apropiado dado el contexto de crecimiento más débil y las posiciones fiscales relativamente más fuertes de dichas economías. Las autoridades monetarias tienen que procurar que el alza de los precios del petróleo no genere una presión inflacionaria más generalizada, y la política fiscal tiene que contener el daño en los balances del sector público focalizando los subsidios estrictamente en los hogares más vulnerables.

Los directores coincidieron en que, dados los acontecimientos más recientes, no cabe esperar

un nuevo agravamiento de los desequilibrios mundiales en cuenta corriente tras la importante reducción que experimentaron durante la Gran Recesión. Esto se debe en gran medida a que el aumento excesivo del consumo que caracterizó a las economías que acumularon grandes déficits externos antes de la crisis ha sido aprovechado al máximo y no se ha visto compensado por un aumento del consumo en las economías con superávits. Por lo tanto, la economía mundial ha sufrido reducciones de la demanda y del crecimiento en todas las regiones en relación con los años de auge justo antes de la crisis. La reorientación de la actividad en las economías superavitarias clave hacia un mayor consumo, con el apoyo de tipos de cambio que dependan más de las fuerzas del mercado, ayudaría a afianzar las perspectivas de esas economías y las del resto del mundo.

Los directores hicieron hincapié en que la austeridad por sí sola no puede resolver el malestar económico en las principales economías avanzadas. Las políticas también han de facilitar los ajustes y enfocarse mejor en los problemas fundamentales —el debilitamiento de la situación de los hogares en Estados Unidos y de las entidades soberanas en la zona del euro—, aprovechando para ello recursos provenientes de otros países que gozan de una situación más holgada. Las autoridades tienen que procurar no asignar demasiada importancia a los riesgos que entrañan las políticas no convencionales de apoyo monetario, y no limitar el margen del que disponen los bancos centrales para aplicar políticas. Es cierto que las políticas no convencionales no pueden reemplazar una reforma fundamental, pero sí pueden limitar el riesgo de que otra de las grandes economías caiga en una trampa de deuda y deflación que podría perjudicar gravemente las perspectivas de mejores políticas y un crecimiento mundial más dinámico.

APÉNDICE ESTADÍSTICO

En el apéndice estadístico se presentan datos históricos y proyecciones. Se divide en cinco secciones: supuestos, novedades, datos y convenciones, clasificación de los países y cuadros estadísticos.

En la primera sección se resumen los supuestos en los que se basan las estimaciones y proyecciones para 2012–13, así como el escenario a mediano plazo para 2014–17. En la segunda sección se presenta una breve descripción de los cambios en la base de datos y los cuadros estadísticos. En la tercera sección se presenta una descripción general de los datos y de las convenciones utilizadas para calcular las cifras compuestas de los grupos de países. La clasificación de los países en los diferentes grupos que se presentan en *Perspectivas de la economía mundial* se resume en la cuarta sección.

La última sección, y la más importante, contiene los cuadros estadísticos. (En esta sección se incluye la parte A del apéndice estadístico, la parte B se puede consultar en Internet). Los datos que allí se presentan se han compilado sobre la base de la información disponible hasta comienzos de abril de 2012. Para facilitar la comparación, las cifras correspondientes a 2012 y años posteriores tienen el mismo grado de precisión que las cifras históricas, pero, dado que se trata de proyecciones, no deberá inferirse que tienen el mismo grado de exactitud.

Supuestos

Se adoptan los siguientes supuestos: los *tipos de cambio* efectivos reales de las economías avanzadas permanecen constantes en su nivel medio durante el período comprendido entre el 13 de febrero y el 12 de marzo de 2012. Para 2012 y 2013, dados estos supuestos, el tipo medio de conversión dólar de EE.UU./DEG es 1,543 y 1,544; el tipo medio de conversión dólar de EE.UU./euro es 1,315 y 1,316, y el de yen/dólar de EE.UU. es 79,7 y 79,9, respectivamente.

El *precio del petróleo* por barril será, en promedio, \$114,71 en 2012 y \$110,00 en 2013.

Las autoridades nacionales seguirán aplicando la *política económica* establecida. En el recuadro A1 se presentan en forma más detallada los supuestos de política económica en los que se basan las proyecciones para algunas economías avanzadas.

El nivel medio de las *tasas de interés* será, para la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) aplicable a los depósitos a seis meses en dólares de EE.UU., 0,7% en 2012 y 0,8% en 2013; para los depósitos a tres meses en euros, 0,8% en 2012 y 2013, y para los depósitos a seis meses en yenes, 0,6% en 2012 y 0,1% en 2013.

Con respecto a la *introducción del euro*, el 31 de diciembre de 1998 el Consejo de la Unión Europea decidió que, a partir del 1 de enero de 1999, los tipos de conversión irrevocablemente fijos entre el euro y las monedas de los países miembros que adopten el euro serán los que figuran a continuación:

1 euro	=	13,7603	chelines austríacos
	=	30,1260	coronas eslovacas ¹
	=	15,6466	coronas estonias ²
	=	340,750	dracmas griegos ³
	=	200,482	escudos portugueses
	=	40,3399	francos belgas
	=	6,55957	francos franceses
	=	40,3399	francos luxemburgueses
	=	2,20371	florines neerlandeses
	=	0,585274	libras chipriotas ⁴
	=	0,787564	libras irlandesas
	=	0,42930	libras maltesas ⁴
	=	1,936,27	liras italianas
	=	1,95583	marcos alemanes
	=	5,94573	marcos finlandeses
	=	166,386	pesetas españolas
	=	239,640	tólares eslovenos ⁵

¹Establecido el 1 de enero de 2009.

²Establecido el 1 de enero de 2011.

³Establecido el 1 de enero de 2001.

⁴Establecido el 1 de enero de 2008.

⁵Establecido el 1 de enero de 2007.

Véanse en el recuadro 5.4 de la edición de octubre de 1998 de *Perspectivas de la economía mundial* los detalles de los tipos de conversión.

Novedades

- Al igual que en la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, no se incluyen los datos fiscales y los datos de la deuda externa de Libia correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.
- No se incluyen los datos de la República Árabe Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.
- Al igual que en la edición de septiembre de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, los datos de Sudán correspondientes a 2011 excluyen a Sudán del Sur a partir del 9 de julio. Los datos de 2012 en adelante se refieren al Estado actual de Sudán.
- A partir de la edición de abril de 2012 de *Perspectivas de la economía mundial*, los datos sobre reservas anteriormente publicados en el cuadro A15 del apéndice estadístico no estarán disponibles. Sírvase consultar *International Financial Statistics*, FMI, para obtener los datos históricos sobre reservas específicos de cada país.

Datos y convenciones

La base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* está constituida por datos y proyecciones sobre 184 economías. Estos datos los llevan conjuntamente el Departamento de Estudios y los departamentos regionales del FMI; estos últimos actualizan regularmente las proyecciones sobre los países en base a un conjunto coherente de supuestos sobre la economía mundial.

Aunque los datos históricos y las definiciones provienen en última instancia de los organismos nacionales de estadística, en materia de estadísticas también participan organismos internacionales con el fin de armonizar las metodologías para la compilación de datos nacionales, incluidos los marcos analíticos, conceptos, definiciones, clasificaciones y procedimientos de valoración empleados para elaborar estadísticas económicas. En la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* se incluye información de fuentes nacionales y de organismos internacionales.

Los datos macroeconómicos de la mayoría de los países que se presentan en *Perspectivas de la economía mundial* se ajustan en términos generales, a la versión de 1993 del *Sistema de Cuentas Nacionales (SCN)*. Las normas del FMI en que se basan las estadísticas

sectoriales —la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos (MBP5)*, el *Manual de estadísticas monetarias y financieras* y el *Manual de estadísticas de finanzas públicas 2001*— se han armonizado con el *SCN 1993*. Estas normas muestran el especial interés de la institución en la situación de las cuentas externas, la estabilidad del sector financiero y el estado de las finanzas públicas de los países. El proceso de adaptación de los datos de los países a las nuevas normas se inicia activamente cuando se publican los manuales. No obstante, la concordancia total depende, en última instancia, de que los compiladores de las estadísticas nacionales proporcionen datos revisados sobre los países; por consiguiente, las estimaciones que se presentan en esta publicación solo se ajustan parcialmente a las definiciones de estos manuales. Sin embargo, para muchos países los efectos de la adaptación a las normas actualizadas en los balances principales y los agregados serán poco significativos. Muchos otros países han adoptado parcialmente las normas más recientes, y continuarán este proceso durante un período de varios años.

Conforme a las recomendaciones del *SCN 1993*, varios países han abandonado progresivamente el método tradicional con *base fija a un año* que usaban para calcular las variables macroeconómicas reales y de crecimiento, y han pasado a adoptar un sistema de *encadenamiento ponderado* para el cálculo del crecimiento agregado. Este método actualiza con frecuencia las ponderaciones de los indicadores de precios y volumen y les permite a los países medir el crecimiento del PIB de forma más exacta porque reduce o elimina los sesgos a la baja en las series de volumen que caracteriza a los números índice que promedian los componentes del volumen usando ponderaciones provenientes de un año de un período no demasiado lejano.

Los datos compuestos sobre los grupos de países que se presentan en *Perspectivas de la economía mundial* se calculan como la suma o el promedio ponderado de los datos de cada país. A menos que se indique lo contrario, los promedios multianuales de las tasas de crecimiento se expresan como tasas anuales compuestas de variación¹. Se utiliza el promedio

¹Los promedios del PIB real y sus componentes, el empleo, el PIB per cápita, la inflación, la productividad de los factores, el comercio y los precios de las materias primas, se calculan con base en la tasa anual compuesta de variación; salvo el promedio de la tasa de desempleo, cuyo cálculo se basa en un promedio aritmético simple.

aritmético ponderado para todos los datos del grupo de economías emergentes y en desarrollo, salvo la inflación y el crecimiento de la masa monetaria, para los que se emplean promedios geométricos. Se aplican las convenciones siguientes:

- Los datos compuestos sobre los tipos de cambio, las tasas de interés y las tasas de crecimiento de los agregados monetarios en los grupos de países se ponderan por el PIB convertido a dólares de EE.UU., al promedio de los tipos de cambio de mercado del trienio anterior, como proporción del PIB del grupo de países en cuestión.
- Las cifras compuestas sobre otros datos de la economía interna, ya sean tasas de crecimiento o relaciones, se ponderan por el PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo (PPA) como proporción del PIB total mundial o el PIB del grupo de países en cuestión².
- Las cifras compuestas sobre los datos de la economía interna de la zona del euro (17 países durante todo el período, salvo indicación en contrario) son agregados de datos provenientes de fuentes nacionales ponderados según el PIB. Annual data are not adjusted for calendar-day effects. Las cifras anteriores a 1999 son agregados de datos para los que se usan los tipos de cambio de la unidad de cuenta europea de 1995.
- Las cifras compuestas correspondientes a los datos fiscales se calculan como la suma de las cifras de los distintos países convertidas a dólares de EE.UU. al promedio de los tipos de cambio de mercado de los años indicados.
- Los datos compuestos sobre las tasas de desempleo y el aumento del empleo se ponderan por la población activa de cada país como proporción de la población activa del correspondiente grupo de países.
- Los datos compuestos sobre las estadísticas del sector externo son las sumas de los datos de los distintos países convertidos a dólares de EE.UU. al promedio de los tipos de cambio de mercado

²Véanse el recuadro A2 de la edición de abril de 2004 de *Perspectivas de la economía mundial*, que presenta un resumen de las ponderaciones revisadas basadas en la PPA, y el anexo IV de la edición de mayo de 1993 de *Perspectivas de la economía mundial*. Véase también Anne-Marie Gulde y Marianne Schulze-Ghattas, “Purchasing Power Parity Based Weights for the *World Economic Outlook*”, en *Staff Studies for the World Economic Outlook* (FMI, diciembre de 1993), págs. 106–23.

de los años indicados en el caso de la balanza de pagos, y a los tipos de cambio de mercado vigentes al final del año en el caso de la deuda denominada en otras monedas.

- Las cifras compuestas correspondientes al comercio exterior, tanto en lo que se refiere al volumen como a los precios, son promedios aritméticos de las variaciones porcentuales de los distintos países ponderadas por el valor en dólares de EE.UU. de sus respectivos niveles de exportación o importación como proporción de la exportación o importación total mundial o del grupo (en el año anterior).
- A menos que se indique lo contrario, los datos compuestos de los grupos de países se calculan cuando los datos ponderados están representados en un 90% o más.

Clasificación de los países

Resumen

En *Perspectivas de la economía mundial*, el mundo se divide en dos grandes grupos de países: economías avanzadas, y economías emergentes y en desarrollo³. Esta clasificación no se basa en criterios estrictos, económicos o de otro tipo, sino que ha ido evolucionando con el tiempo a fin de facilitar el análisis presentando los datos en forma razonablemente significativa. En el cuadro A se presenta un esquema general de la clasificación de países, en el que se indica el número de países de cada grupo por región y se resumen algunos indicadores importantes de su tamaño relativo (PIB valorado con base en la PPA, exportación total de bienes y servicios y población).

En estos grupos no se incluyen actualmente algunos países, como Anguilla, Cuba, Montserrat, la República Democrática Popular de Corea y Sudán del Sur, porque no son miembros del FMI y este no efectúa un seguimiento de la evolución de sus economías, o porque aún no se han compilado completamente bases de datos, como en el

³En el presente informe, los términos “país” y “economía” se usan no solo para referirse a entidades territoriales que constituyen un Estado según la acepción de esa palabra en el derecho y el uso internacionales, sino también para referirse a entidades territoriales que no son Estados, pero para las cuales se mantienen datos estadísticos en forma separada e independiente.

caso de San Marino, país clasificado en el grupo de economías avanzadas, o los Estados Federados de Micronesia, Islas Marshall, Palau y Somalia, países que integran la composición del grupo de economías en desarrollo.

Características generales y composición de los grupos que conforman la clasificación de *Perspectivas de la economía mundial*

Economías avanzadas

En el cuadro B se presenta la composición de las economías avanzadas (34 países). Los siete países más importantes de este grupo por el nivel del PIB —Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia, el Reino Unido y Canadá— integran el subgrupo de las *principales economías avanzadas*, conocidas también como países del Grupo de los Siete (G-7). Los miembros de la *zona del euro* y las *economías asiáticas recientemente industrializadas* también forman subgrupos. Los datos compuestos que aparecen en los cuadros bajo “zona del euro” se refieren, en todos los años, a los países miembros actuales, a pesar de que la composición ha aumentado en el transcurso de los años.

En el cuadro C figuran los países miembros de la Unión Europea; no todos están clasificados como economías avanzadas en *Perspectivas de la economía mundial*.

Economías emergentes y en desarrollo

El grupo de las economías emergentes y en desarrollo (150) está integrado por todos los países no clasificados como economías avanzadas.

El *desglose regional* de las economías emergentes y en desarrollo es el siguiente: *África subsahariana, América Latina y el Caribe, Comunidad de Estados Independientes (CEI), economías en desarrollo de Asia, Europa central y oriental, y Oriente Medio y Norte de África (OMNA)*.

Las economías emergentes y en desarrollo también se han clasificado conforme a *criterios analíticos*. Los criterios analíticos reflejan la composición de los ingresos de exportación y otra renta que reciben los países del exterior, la distinción entre economías acreedoras netas y deudoras netas y, en el caso de estas últimas, los criterios financieros basados en las fuentes

de financiamiento externo y en el cumplimiento del servicio de la deuda externa. En los cuadros D y E se presenta la composición detallada de las economías emergentes y en desarrollo clasificadas por regiones y por criterios analíticos.

Según el criterio analítico, por *fuentes de ingresos de exportación*, se distinguen: *combustibles* (Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI 3)) y *otros productos*, dentro de estos se centra la atención en los *productos primarios no combustibles* (CUCI 0, 1, 2, 4 y 68). Las economías se incluyen en uno de estos grupos cuando su principal fuente de ingresos de exportación supera, en promedio, el 50% del total de sus exportaciones entre 2006 y 2010.

Los criterios financieros se centran en las *economías acreedoras netas, economías deudoras netas y países pobres muy endeudados* (PPME). Las economías se clasifican como deudoras netas cuando la acumulación en la balanza en cuenta corriente es negativa desde 1972 (o desde una fecha anterior si estuviera disponible) hasta 2010. Las economías deudoras netas se distinguen según otros dos criterios financieros: por *financiamiento oficial externo* y por *cumplimiento del servicio de la deuda*⁴. Las deudoras netas se incluyen en la categoría “financiamiento oficial externo” cuando el 66% o más de su deuda total, en promedio, entre 2006 y 2010, se financió con recursos de acreedores oficiales.

El grupo de los PPME comprende los países que han sido o están siendo considerados por el FMI y el Banco Mundial en la Iniciativa para la Reducción de la Deuda de los Países Pobres Muy Endeudados, que tiene como objetivo la reducción de la carga de la deuda de todos los PPME habilitados hasta un nivel “sostenible”, en un período de tiempo razonablemente corto⁵. Muchos de estos países ya se han beneficiado del alivio de la deuda o se han graduado de la Iniciativa.

⁴En 2006–10, 40 economías incurrieron en atrasos en los pagos externos o celebraron acuerdos de reprogramación de deudas con acreedores oficiales o bancos comerciales. Este grupo se denomina *economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2006–10*.

⁵Véase David Andrews, Anthony R. Boote, Syed S. Rizavi y Sukwinder Singh, *Alivio de la deuda para los países de bajo ingreso: Iniciativa reforzada para los países pobres muy endeudados*, Serie de folletos, No. 51-S del FMI (Washington: FMI, noviembre de 1999).

Cuadro A. Clasificación según los grupos utilizados en *Perspectivas de la economía mundial* y la participación de cada grupo en el PIB agregado, la exportación de bienes y servicios y la población, 2011¹
(Porcentaje del total del grupo o del total mundial)

	Número de economías	PIB		Exportación de bienes y servicios		Población	
		Economías avanzadas	Mundo	Economías avanzadas	Mundo	Economías avanzadas	Mundo
Economías avanzadas	34	100,0	51,1	100,0	62,4	100,0	14,9
Estados Unidos		37,4	19,1	15,3	9,5	30,4	4,5
Zona del euro	17	27,9	14,3	41,5	25,9	32,2	4,8
Alemania		7,7	3,9	13,1	8,2	8,0	1,2
Francia		5,5	2,8	5,6	3,5	6,2	0,9
Italia		4,6	2,3	4,6	2,9	5,9	0,9
España		3,5	1,8	3,3	2,0	4,5	0,7
Japón		11,0	5,6	6,8	4,2	12,5	1,9
Reino Unido		5,6	2,9	5,7	3,5	6,1	0,9
Canadá		3,5	1,8	3,9	2,4	3,4	0,5
Otras economías avanzadas	13	14,5	7,4	26,9	16,8	15,4	2,3
<i>Partidas informativas</i>							
Principales economías avanzadas	7	75,3	38,5	54,9	34,2	72,4	10,8
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4	7,7	3,9	15,3	9,5	8,3	1,2
		Economías emergentes y en desarrollo	Mundo	Economías emergentes y en desarrollo	Mundo	Economías emergentes y en desarrollo	Mundo
Economías emergentes y en desarrollo	150	100,0	48,9	100,0	37,6	100,0	85,1
Por regiones							
África subsahariana	44	5,0	2,5	5,5	2,1	14,0	11,9
Excluidos Nigeria y Sudáfrica	42	2,5	1,2	2,9	1,1	10,4	8,9
América Latina y el Caribe	32	17,8	8,7	14,7	5,5	9,9	8,4
Brasil		5,9	2,9	3,5	1,3	3,3	2,8
México		4,3	2,1	4,4	1,6	1,9	1,7
Comunidad de Estados Independientes ²	13	8,8	4,3	10,7	4,0	4,9	4,2
Rusia		6,2	3,0	6,9	2,6	2,4	2,1
Economías en desarrollo de Asia	27	51,2	25,1	42,6	16,0	61,5	52,3
China		29,3	14,3	25,1	9,4	23,1	19,6
India		11,6	5,7	5,0	1,9	20,7	17,6
Excluidos China e India	25	10,4	5,1	12,6	4,7	17,7	15,1
Europa central y oriental	14	7,2	3,5	9,2	3,4	3,0	2,6
Oriente Medio y Norte de África	20	10,0	4,9	17,3	6,5	6,7	5,7
Por criterios analíticos							
Por fuentes de ingresos de exportación							
Combustibles	27	17,8	8,7	28,5	10,7	11,5	9,8
Otros productos	123	82,2	40,2	71,5	26,9	88,5	75,3
Productos primarios	22	2,5	1,2	2,7	1,0	5,1	4,4
Por fuentes de financiamiento externo							
Economías deudoras netas	121	48,2	23,6	38,9	14,7	60,7	51,6
Financiamiento oficial	29	2,2	1,1	1,5	0,6	8,8	7,5
Economías deudoras netas según el cumplimiento de la deuda							
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2006–10	40	4,8	2,4	4,2	1,6	9,4	8,0
Otras economías deudoras netas	81	43,4	21,2	34,7	13,1	51,3	43,6
Otros grupos							
Países pobres muy endeudados	38	2,3	1,1	1,9	0,7	10,7	9,1

¹Las participaciones en el PIB se basan en la valoración del PIB de los distintos países con base en la paridad del poder adquisitivo (PPA). Los datos agregados corresponden a los países de cada grupo sobre los que se dispone de datos.

²Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro B. Economías avanzadas por subgrupos

Principales zonas monetarias		
Estados Unidos		
Zona del euro		
Japón		
Zona del euro		
Alemania	Estonia	Luxemburgo
Austria	Finlandia	Malta
Bélgica	Francia	Países Bajos
Chipre	Grecia	Portugal
Eslovenia	Irlanda	República Eslovaca
España	Italia	
Economías asiáticas recientemente industrializadas		
Corea	Singapur	
Hong Kong, RAE de ¹	Taiwan, provincia china de	
Principales economías avanzadas		
Alemania	Francia	Reino Unido
Canadá	Italia	
Estados Unidos	Japón	
Otras economías avanzadas		
Australia	Israel	Suecia
Corea	Noruega	Suiza
Dinamarca	Nueva Zelandia	Taiwan, provincia china de
Hong Kong, RAE de ¹	República Checa	
Islandia	Singapur	

¹El 1 de julio de 1997, la República Popular China recuperó su soberanía sobre Hong Kong, que se convirtió en una Región Administrativa Especial de China.

Cuadro C. Unión Europea

Alemania	Finlandia	Malta
Austria	Francia	Países Bajos
Bélgica	Grecia	Polonia
Bulgaria	Hungría	Portugal
Chipre	Irlanda	Reino Unido
Dinamarca	Italia	República Checa
Eslovenia	Letonia	República Eslovaca
España	Lituania	Rumania
Estonia	Luxemburgo	Suecia

Cuadro D. Economías emergentes y en desarrollo por regiones y fuentes principales de ingresos de exportación

	Combustibles	Otros productos primarios
África subsahariana		
	Angola	Burkina Faso
	Chad	Burundi
	Congo, República del	Congo, República Democrática
	Gabón	Guinea
	Guinea Ecuatorial	Guinea-Bissau
	Nigeria	Malawi
		Malí
		Mozambique
		República Centroafricana
		Sierra Leona
		Zambia
		Zimbabwe
América Latina y el Caribe		
	Ecuador	Bolivia
	Trinidad y Tabago	Chile
	Venezuela	Guyana
		Perú
		Suriname
Comunidad de Estados Independientes¹		
	Azerbaiyán	Mongolia
	Kazajstán	Uzbekistán
	Rusia	
	Turkmenistán	
Economías en desarrollo de Asia		
	Brunei Darussalam	Islas Salomón
	Timor-Leste	Papua Nueva Guinea
Oriente Medio y Norte de África		
	Arabia Saudita	Mauritania
	Argelia	
	Bahrein	
	Emiratos Árabes Unidos	
	Irán, República Islámica del	
	Iraq	
	Kuwait	
	Libia	
	Omán	
	Qatar	
	Sudán	
	Yemen, República del	

¹Mongolia, que no es Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro E. Economías emergentes y en desarrollo por regiones, posición externa neta y clasificación de países pobres muy endeudados

	Posición externa neta		Países pobres muy endeudados ²		Posición externa neta		Países pobres muy endeudados ²
	Acreedor neto	Deudor neto ¹			Acreedor neto	Deudor neto ¹	
África subsahariana				Togo		●	●
Angola	*			Uganda		*	●
Benin		*	●	Zambia		*	●
Botswana	*			Zimbabwe		*	
Burkina Faso		●	●	América Latina y el Caribe			
Burundi		●	●	Antigua y Barbuda		*	
Camerún		*	●	Argentina		*	
Cabo Verde		*		Bahamas, Las		*	
Chad		*	*	Barbados		*	
Comoras		●	*	Belice		*	
Congo, República del		●	●	Bolivia	*		●
Congo, República Democrática del		●	●	Brasil		*	
Côte d'Ivoire		*	*	Chile		*	
Eritrea		●	*	Colombia		*	
Etiopía		●	●	Costa Rica		*	
Gabón	*			Dominica		*	
Gambia		*	●	Ecuador		●	
Ghana		●	●	El Salvador		*	
Guinea		*	*	Granada		*	
Guinea-Bissau		●	●	Guatemala		*	
Guinea Ecuatorial		*		Guyana		●	●
Kenya		*		Haití		●	●
Lesotho		*		Honduras		*	●
Liberia		*	●	Jamaica		●	
Madagascar		*	●	México		*	
Malawi		●	●	Nicaragua		*	●
Malí		●	●	Panamá		*	
Mauricio		*		Paraguay		*	
Mozambique		*	●	Perú		*	
Namibia	*			República Dominicana		*	
Níger		*	●	Saint Kitts y Nevis		*	
Nigeria	*			San Vicente y las Granadinas		●	
República Centroafricana		●	●	Santa Lucía		*	
Rwanda		●	●	Suriname		●	
Santo Tomé y Príncipe		●	●	Trinidad y Tabago	*		
Senegal		*	●	Uruguay		*	
Seychelles		*		Venezuela	*		
Sierra Leona		*	●	Comunidad de Estados Independientes³			
Sudáfrica		*		Armenia		*	
Swazilandia		*		Azerbaiyán	*		
Tanzanía		*	●	Belarús		*	
				Georgia		*	

Cuadro E (conclusión)

	Posición externa neta		Países pobres muy endeudados ²		Posición externa neta		Países pobres muy endeudados ²
	Acreedor neto	Deudor neto ¹			Acreedor neto	Deudor neto ¹	
Kazajstán		*					
Moldova		*					
Mongolia		●					
República Kirguisa		●					
Rusia	*						
Tayikistán		●					
Turkmenistán	*						
Ucrania		*					
Uzbekistán	*						
Economías en desarrollo de Asia							
Afganistán, República Islámica del		●	●				
Bangladesh		●					
Bhután		*					
Brunei Darussalam	*						
Camboya		*					
China	*						
Fiji, República de		*					
Filipinas		*					
India		*					
Indonesia	*						
Islas Salomón		*					
Kiribati		●					
Malasia	*						
Maldivas		*					
Myanmar		*					
Nepal		*					
Pakistán		*					
Papua Nueva Guinea	*						
República Democrática Popular Lao		*					
Samoa		*					
Sri Lanka		*					
Tailandia	*						
Timor-Leste	*						
Tonga		*					
Tuvalu		●					
Vanuatu		*					
Vietnam		*					
Europa central y oriental							
Albania		*					
Bosnia y Herzegovina		*					
Bulgaria		*					
Croacia		*					
Hungría		*					
Kosovo		*					
Letonia		*					
Lituania		*					
Macedonia, ex República Yugoslava de		*					
Montenegro		*					
Polonia		*					
Rumania		*					
Serbia		*					
Turquía		*					
Oriente Medio y Norte de África							
Arabia Saudita	*						
Argelia	*						
Bahrein	*						
Djibouti		*					
Egipto		*					
Emiratos Árabes Unidos	*						
Irán, República Islámica del	*						
Iraq	*						
Jordania		*					
Kuwait	*						
Líbano		*					
Libia	*						
Marruecos		*					
Mauritania		*	●				
Omán	*						
Qatar	*						
República Árabe Siria		●					
Sudán		*	*				
Túnez		*					
Yemen, República del		*					

¹Un punto en lugar de una estrella indica que la principal fuente de financiamiento externo del deudor neto es el financiamiento oficial.

²Un punto en lugar de una estrella indica que el país ha alcanzado el punto de culminación.

³Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Recuadro A1. Supuestos de política económica en que se basan las proyecciones para algunas economías

Supuestos en materia de política fiscal

Los supuestos sobre la política fiscal a corto plazo que se utilizan en *Perspectivas de la economía mundial* se basan en los presupuestos anunciados oficialmente, ajustados teniendo en cuenta las diferencias que pueda haber entre los supuestos macroeconómicos y los resultados fiscales proyectados por el personal técnico del FMI y por las autoridades nacionales. En las proyecciones fiscales a mediano plazo se toman en consideración las medidas de política económica cuya aplicación se considera probable. En los casos en que el personal técnico del FMI no cuenta con datos suficientes para evaluar las intenciones de las autoridades en cuanto al presupuesto y las perspectivas de que se apliquen las políticas, se supone que no hay variación alguna del saldo primario estructural, salvo indicación en contrario. A continuación se mencionan ciertos supuestos específicos que se emplean en el caso de algunas economías avanzadas. (Véanse también los cuadros B5 a B9 en la sección del apéndice estadístico publicada en Internet, donde figuran datos sobre el préstamo/endeudamiento fiscal neto y los saldos estructurales)¹.

Argentina. Los pronósticos para 2012 se basan en los resultados presupuestarios de 2011 y los supues-

¹La brecha de producción se calcula restando el producto potencial del producto efectivo y se expresa como porcentaje del producto potencial. Los saldos estructurales se expresan como porcentaje del producto potencial. El saldo estructural es el préstamo/endeudamiento neto efectivo menos los efectos del producto cíclico generados por el producto potencial, corregidos para tener en cuenta factores aislados y de otra índole, como los precios de los activos y de las materias primas y otros efectos de la composición del producto. En consecuencia, las variaciones del saldo estructural incluyen los efectos de las medidas fiscales temporales, el impacto de las fluctuaciones de las tasas de interés y del costo del servicio de la deuda, así como otras fluctuaciones no cíclicas del préstamo/endeudamiento neto. Los cálculos del saldo estructural se basan en las estimaciones del PIB potencial y de las elasticidades del ingreso y el gasto efectuadas por el personal técnico del FMI. (Véase el anexo I de la edición de octubre de 1993 de *Perspectivas de la economía mundial*). La deuda neta se define como la deuda bruta menos los activos financieros del gobierno general, que incluyen los activos que constituyen tenencias del sistema de seguridad social. Las estimaciones de la brecha del producto y del saldo estructural están sujetas a gran incertidumbre.

tos del personal técnico del FMI. Para los años siguientes, el personal técnico del FMI supone que no habrá modificaciones en las políticas.

Alemania. Las estimaciones para 2011 son preliminares y fueron elaboradas por la Oficina Federal de Estadísticas de Alemania. Las proyecciones del personal técnico del FMI para 2012 y años siguientes reflejan el plan presupuestario básico del gobierno federal adoptado por las autoridades, ajustadas para tener en cuenta las diferencias en el marco macroeconómico y los supuestos del personal técnico del FMI sobre la evolución fiscal de los gobiernos estatales y locales, el sistema de seguro social y los fondos especiales. Las proyecciones también incorporan los planes de las autoridades para una reducción de impuestos en 2013–14. La estimación de la deuda bruta incluye carteras de activos dañados y actividades comerciales subsidiarias transferidas a instituciones en proceso de disolución, así como otras operaciones de apoyo al sector financiero y la Unión Europea.

Arabia Saudita. Las autoridades basan el presupuesto en un supuesto conservador para los precios del petróleo, y los ajustes a las asignaciones de gasto se contemplan en caso de que el ingreso supere los niveles presupuestados. Las proyecciones del personal técnico del FMI sobre los ingresos petroleros se basan en los precios de referencia del petróleo según *Perspectivas de la economía mundial* que se descuentan en aproximadamente un 5% debido al contenido más alto de azufre del petróleo crudo de Arabia Saudita. Por el lado del gasto, se supone que los salarios suben a una tasa natural de aumento a mediano plazo, con ajustes en función de los cambios de la estructura salarial recién anunciados. En 2013 y 2016, se conceden 13 meses de salario según el calendario lunar. Las transferencias aumentaron en 2011, principalmente debido a una transferencia extraordinaria a instituciones de crédito especializadas. Se prevé que los pagos de intereses disminuirán de acuerdo con la política de las autoridades de reducir el monto pendiente de deuda pública. El gasto de capital se ajusta a las prioridades establecidas en el Noveno Plan de Desarrollo de las autoridades, y se supone que el gasto de capital en vivienda anunciado hace poco comenzaría en 2012 y continuaría a mediano plazo.

Recuadro A1 (continuación)

Australia. Las proyecciones fiscales se basan en proyecciones del personal técnico del FMI y el presupuesto de 2011–12, las perspectivas económicas y fiscales de mitad de año de 2011–12, y la Oficina Australiana de Estadística.

Austria. Las proyecciones tienen en cuenta el marco financiero federal para 2013–16, así como otras necesidades y otros riesgos relacionados con la implementación.

Bélgica. Las proyecciones para 2012 y los años siguientes fueron elaboradas por el personal técnico del FMI y están basadas en el supuesto de que no habrá un cambio de política.

Brasil. Para 2012 la proyección se basa en el presupuesto y las actualizaciones posteriores de los planes anunciados por las autoridades. Para este año y los años siguientes, el personal técnico del FMI supone que se cumplirá con la meta primaria anunciada y que habrá un nuevo aumento de la inversión pública acorde con las intenciones de las autoridades.

Canadá. Las proyecciones se basan en los pronósticos de base del Plan de Acción Económica 2012, Empleo, Crecimiento y Prosperidad a Largo Plazo, presentado el 29 de marzo de 2012. El personal técnico del FMI ajusta este pronóstico para tener en cuenta las diferencias en las proyecciones macroeconómicas. Las proyecciones del FMI también incorporan los datos más recientes dados a conocer por el Ministerio de Finanzas de Canadá (documento Fiscal Monitor de enero de 2012, actualizado el 29 de marzo de 2012) y la Oficina de Estadística de Canadá, incluidos los resultados presupuestarios federales, de las provincias y de los territorios hasta el final del cuarto trimestre de 2011.

China. Para 2011 se supone que el gobierno continuará y finalizará el programa de estímulo anunciado a finales de 2008. Se supone que el estímulo se retirará a partir de 2011, lo que dará lugar a un impulso fiscal negativo equivalente a alrededor del 1½% del PIB. Se supone que en 2012 el gobierno desacelerará el ritmo de consolidación fiscal; se supone que estímulo fiscal es neutro.

Corea. Las proyecciones fiscales se basan en el supuesto de que las políticas fiscales se aplicarán en 2012, conforme a lo anunciado por el gobierno. Las proyecciones de gasto para 2012 coinciden con el

presupuesto. Las proyecciones de ingresos se basan en los supuestos macroeconómicos del personal técnico del FMI, ajustados para tener en cuenta las medidas discrecionales para aumentar el ingreso incluidas en los planes de revisión de la tributación de 2009–11. Las proyecciones a mediano plazo suponen que el gobierno continuará sus planes de consolidación y equilibrará el presupuesto (excluidos los fondos de seguridad social) para 2013, de conformidad con el objetivo a mediano plazo del gobierno.

Dinamarca. Las proyecciones para 2012–13 coinciden con las últimas estimaciones presupuestarias oficiales, ajustadas de acuerdo con los supuestos macroeconómicos del personal técnico del FMI. Para 2014–17, las proyecciones llevan incorporados elementos críticos del plan fiscal a mediano plazo, que forma parte del programa de convergencia de 2011 presentado a la Unión Europea.

España. Las cifras para 2011 se basan en los resultados estimados por las autoridades correspondientes al gobierno general para el año. Para 2012 y años siguientes, las proyecciones se basan en medidas aplicadas en el curso de 2012 y en el déficit fijado como meta por las autoridades para 2012. El proyecto de presupuesto para 2012 no estuvo disponible en el momento en que el personal del FMI elaboró el pronóstico.

Estados Unidos. Las proyecciones fiscales se basan en el escenario base de la Oficina de Presupuesto del Congreso de enero de 2012, y tienen en cuenta los supuestos macroeconómicos y de política del personal del FMI. Los supuestos fundamentales de política a corto plazo incluyen la prórroga del recorte del impuesto sobre la nómina durante 2012, una prolongación de las prestaciones de emergencia por desempleo hasta 2013 (un año más de lo previsto en la ley actual) y el bloqueo automático de partidas de gasto a partir de 2013, debido al hecho de que en noviembre el Comité Selecto Conjunto para la Reducción del Déficit no llegó a un acuerdo. A mediano plazo, el personal del FMI supone que el Congreso seguirá efectuando ajustes regulares en los parámetros del impuesto mínimo alternativo y en los pagos de Medicare (DocFix), y que prolongará ciertos programas tradicionales (como el crédito tributario para actividades de investigación y desarrollo).

Recuadro A1 (continuación)

Se proyecta que los recortes de impuestos para la clase media aprobados durante la presidencia de George W. Bush se harán permanentes, pero se prevé que los recortes tributarios de la era Bush que benefician a contribuyentes con mayores ingresos caducarán en 2014 (un año más tarde de lo previsto en la ley actual). Las proyecciones fiscales se ajustan para reflejar las proyecciones de las principales variables financieras y macroeconómicas elaboradas por el personal técnico del FMI y el tratamiento contable diferente aplicado al respaldo al sector financiero, y se convierten sobre la base del gobierno general.

Francia. Las estimaciones para 2011 se basan en datos preliminares de los resultados del gobierno central solamente. Las proyecciones para 2012 y los años siguientes reflejan el presupuesto plurianual (2011–14) de las autoridades y se ajustaron para tener en cuenta dos paquetes fiscales y las diferencias en torno a los supuestos aplicados a las variables macroeconómicas y financieras y las proyecciones de ingreso.

Grecia. Las proyecciones macroeconómicas, monetarias y fiscales para 2012 y a mediano plazo son compatibles con las políticas acordadas entre el personal del FMI y las autoridades en el contexto del Servicio Ampliado del FMI. Los datos incluyen revisiones de los datos fiscales del período 2006–09, que corrigen una serie de deficiencias en las estadísticas anteriores. Primero, siguiendo las pautas de Eurostat, se han reclasificado como parte del sector gobierno general las empresas controladas por el gobierno cuyas ventas saldan menos del 50% de los costos de producción. Se identificó e incluyó un total de 17 empresas de ese tipo, entre ellas varias entidades grandes en situación de pérdida. La inclusión implica que la deuda de esas entidades (7¼% del PIB) ahora se incluye en los datos del nivel general de deuda del gobierno general, y que sus pérdidas anuales incrementan el déficit anual (en la medida en que sus garantías activadas no estaban ya reflejadas). Segundo, las revisiones reflejan mejor la información sobre los pagos en mora (retrasos de reembolsos impositivos, retrasos en pagos en una sola suma a funcionarios públicos que se jubilan y retrasos de pagos a proveedores de servicios de atención de la salud), y correcciones de los saldos de la seguridad social motivadas por correcciones de pagos

de intereses imputados, conteo doble de ingresos y otras imprecisiones. Por último, se recibieron datos nuevos sobre los swaps que también explican en parte la revisión al alza de los datos sobre la deuda.

Hungría. Las proyecciones fiscales incluyen las proyecciones del personal técnico del FMI sobre el marco macroeconómico y el impacto de las medidas legislativas recientes, así como de los planes de política fiscal anunciados a finales de diciembre de 2011.

India. Los datos históricos se basan en los datos sobre la ejecución presupuestaria. Las proyecciones se basan en la información publicada sobre los planes fiscales de las autoridades, con ajustes en función de los supuestos del personal técnico del FMI. Los datos subnacionales se incluyen con un rezago de hasta dos años; por lo tanto, los datos sobre el gobierno general se completan mucho después de los correspondientes al gobierno central. Hay diferencias entre la presentación del FMI y de India, especialmente en lo que respecta al producto de ventas y subastas de licencias, el registro neto o bruto de los ingresos en ciertas categorías de menor importancia y algunos préstamos en el sector público.

Indonesia. El déficit del gobierno central de 2011 fue inferior al esperado (1,1% del PIB) debido al menor nivel de gasto, sobre todo en inversión pública. El déficit del gobierno central de 2012 está estimado en 1,0% del PIB y es inferior al presupuesto estimado revisado de 1,5% del PIB. Esto se debe a los planes de elevar en un 33% los precios internos de los combustibles. Sin embargo, dado que el sistema de subsidios de los combustibles no ha sufrido cambios, un alza de los precios del petróleo tendrá un impacto presupuestario negativo si no se reforman de manera integral los subsidios a los combustibles. El bajo déficit fiscal presupuestario proyectado también se debe a problemas constante en la ejecución del presupuesto. Las proyecciones fiscales para 2013–17 giran en torno a las principales reformas de política necesarias para respaldar el crecimiento económico; a saber, medidas encaminadas a mejorar la ejecución del presupuesto para lograr una política fiscal eficaz, reducción de los subsidios energéticos a través de aumentos administrativos graduales de los precios y esfuerzos ininterrumpidos

Recuadro A1 (continuación)

de movilización del ingreso para crear el espacio dedicado al desarrollo de la infraestructura.

Irlanda. Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de 2012 y en el ajuste a mediano plazo (publicado en noviembre de 2011), que compromete a realizar una consolidación total de €12.400 millones en 2012–15. Las proyecciones fiscales están ajustadas para tener en cuenta las diferencias entre las proyecciones macroeconómicas del personal técnico del FMI y las de las autoridades irlandesas.

Italia. Las proyecciones fiscales incluyen el impacto del programa de ajuste fiscal anunciado por el gobierno (medidas de julio de 2010 que cubren 2011–13; medidas de julio-agosto 2011 que cubren 2011–14; y medidas de diciembre de 2011 que cubren 2012–14). Las estimaciones de los resultados de 2011 son preliminares. Las proyecciones del personal técnico del FMI se basan en las estimaciones de las autoridades con respecto al escenario de política económica (derivadas, en parte, por el personal técnico del FMI), incluidos los programas de consolidación fiscal a mediano plazo mencionados anteriormente, ajustadas principalmente para tener en cuenta las diferencias en los supuestos macroeconómicos y los supuestos menos optimistas con respecto al impacto de las medidas de administración del ingreso público. Después de 2014, se presume un saldo primario constante cíclicamente ajustado, excluidas las partidas extraordinarias.

Japón. Las proyecciones suponen las medidas fiscales ya anunciadas por el gobierno (excepto los aumentos del impuesto al consumo) y el gasto bruto en reconstrucción relacionado con el terremoto. Las proyecciones a mediano plazo suponen que los gastos y los ingresos del gobierno general se ajustan de acuerdo con las tendencias económicas y demográficas subyacentes (excluidos el estímulo fiscal y el gasto en reconstrucción).

México. Las proyecciones fiscales para 2012 coinciden en términos generales con el presupuesto aprobado, en tanto que las proyecciones de 2013 en adelante suponen el cumplimiento de la regla de equilibrio presupuestario.

Nueva Zelandia. Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de 2011 presentado por las autoridades y en estimaciones del personal técnico del

FMI. A partir del ejercicio presupuestario 2007/08, las cuentas fiscales de Nueva Zelandia se basan en las Normas Internacionales de Información Financiera de Nueva Zelandia. Se han publicado datos retroactivos que se remontan a 1997.

Países Bajos. Las proyecciones para el período 2011–15 se basan en las proyecciones presupuestarias de las autoridades de la Dirección de Análisis de Política Económica, después de realizar ajustes para tener en cuenta las diferencias en los supuestos macroeconómicos. Para 2016–17, las proyecciones suponen que la consolidación fiscal continuará aproximadamente al mismo ritmo que en 2015.

Portugal. Las proyecciones reflejan los compromisos asumidos por las autoridades en el marco del programa respaldado por la UE y el FMI para 2012–13, y de ahí en adelante proyecciones del personal técnico del FMI.

Región Administrativa Especial de Hong Kong. Las proyecciones se basan en las proyecciones fiscales a mediano plazo de las autoridades.

Reino Unido. Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de 2012 anunciado por las autoridades en marzo de 2012 y las perspectivas económicas y fiscales de la Oficina de Responsabilidad Presupuestaria publicadas junto con el presupuesto. Estas proyecciones incluyen los planes anunciados de consolidación a mediano plazo a partir de 2012. Las proyecciones fiscales se ajustan para tener en cuenta las diferencias en las proyecciones de las variables macroeconómicas y financieras y excluyen los efectos temporales de intervenciones en el sector financiero y el efecto en la inversión neta del sector público en 2012–13 derivado de la transferencia de los activos del plan de pensiones del servicio de correos (Royal Mail Pension Plan) al sector público.

Rusia. Las proyecciones para 2012–14 se basan en el déficit no petrolero como porcentaje del PIB implícito en el presupuesto a mediano plazo para 2012–14 y las proyecciones del personal técnico del FMI sobre el ingreso. El personal técnico del FMI supone que el saldo no petrolero del gobierno federal como porcentaje del PIB no variará en el período 2015–17.

Singapur. Para el ejercicio 2012/13, las proyecciones se basan en las cifras presupuestarias. Para el resto

Recuadro A1 (continuación)

del período de proyección, el personal técnico del FMI supone que no habrá modificaciones en las políticas.

Sudáfrica. Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de 2012 y las intenciones de política de las autoridades establecidas en la revisión presupuestaria, publicadas el 22 de febrero de 2012.

Suecia. Las proyecciones fiscales para 2012 coinciden en términos generales con las de las autoridades. El impacto de la evolución cíclica en las cuentas fiscales se calcula utilizando la semielasticidad más reciente de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Suiza. Las proyecciones correspondientes a 2010–17 se basan en los cálculos del personal técnico del FMI, que incluyen medidas para restablecer el equilibrio en las cuentas federales y fortalecer las finanzas de la seguridad social.

Turquía. Las proyecciones fiscales se basan en el supuesto de que los gastos corrientes se ajustarán al Programa a Mediano Plazo de 2012–14 de las autoridades, pero que los gastos de capital se excederán en vista de los proyectos iniciados en 2011.

Supuestos en materia de política monetaria

Los supuestos en materia de política monetaria se basan en el marco de la política económica de cada país. En la mayoría de los casos, ello implica una orientación no acomodaticia con respecto al ciclo económico: las tasas de interés oficiales suben cuando los indicadores económicos muestran que la inflación prevista se elevará por encima de la tasa o banda de valores aceptables; bajan cuando, según los indicadores, la inflación prevista no excederá de la tasa o banda de valores aceptables, el crecimiento del producto previsto es inferior a la tasa de crecimiento potencial y el margen de capacidad ociosa de la economía es considerable. A partir de esta base, se supone que la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) para los depósitos en dólares de EE.UU. a seis meses alcanzará un promedio de 0,7% en 2012 y 0,8% en 2013 (véase el cuadro 1.1). Se supone que la tasa de interés de los depósitos en euros a tres meses se situará en promedio en 0,8% en 2012 y 2013. Para la tasa de interés de

los depósitos en yenes a seis meses se supone un promedio de 0,6% en 2012 y 0,1% en 2013.

Arabia Saudita. Las proyecciones sobre la política monetaria se basan en que continuará la paridad cambiaria con el dólar de EE.UU.

Australia. Los supuestos de política monetaria coinciden con las expectativas de mercado.

Brasil. Los supuestos sobre la política monetaria se basan en la política actual y son coherentes con la convergencia paulatina de la inflación hacia la mitad de la banda fijada como meta para finales de 2012.

Canadá. Los supuestos sobre la política monetaria coinciden con las expectativas del mercado.

China. El endurecimiento de la política monetaria incluido en las proyecciones de base coincide con la proyección de las autoridades de un crecimiento interanual de 14% del M2 en 2012.

Corea. Los supuestos sobre la política monetaria incorporan un aumento de 25 puntos básicos en el segundo semestre de 2012 y dos aumentos de 25 puntos básicos cada uno en el curso de 2013.

Dinamarca. La política monetaria consiste en mantener la paridad con el euro.

Estados Unidos. Dadas las perspectivas de inflación y crecimiento anémico, el personal técnico del FMI prevé que la tasa de fondos federales se mantendrá en niveles cercanos a cero hasta el cuarto trimestre de 2014. Este supuesto coincide con la declaración que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal realizó tras su reunión de enero de 2012 (y que reafirmó en su reunión de febrero) en el sentido de que las condiciones económicas probablemente justifiquen niveles excepcionalmente bajos de la tasa de fondos federales por lo menos hasta finales de 2014.

India. El supuesto sobre la tasa (de interés) de política monetaria está basado en el promedio de las proyecciones del mercado.

Indonesia. Se prevé que el Banco de Indonesia usará una combinación de medidas macroprudenciales y aumentos de la tasa de interés de política monetaria para limitar los efectos de segunda ronda de las alzas propuestas de los precios de los combustibles.

Recuadro A1 (conclusión)

Japón. Se mantienen las condiciones actuales de la política monetaria para el período proyectado, y no se suponen nuevos endurecimientos ni distensiones.

México. Los supuestos monetarios son congruentes con la meta de inflación.

Región Administrativa Especial de Hong Kong. El personal técnico del FMI supone que el sistema de caja de conversión permanece intacto y proyecta un crecimiento del dinero en sentido amplio basado en la relación previa con el PIB nominal.

Reino Unido. Las proyecciones monetarias suponen que las tasas de política monetaria se mantendrán sin cambios a lo largo de 2013 y que en 2012 se registrará una expansión cuantitativa adicional moderada; estos supuestos coinciden en general con las expectativas del mercado.

Rusia. Las proyecciones monetarias suponen que las políticas se mantendrán sin cambios, como lo indican las declaraciones recientes del Banco Central de Rusia. Concretamente, se supone que las tasas

de política monetaria se mantendrán a los niveles actuales, con intervenciones limitadas en los mercados de divisas.

Sudáfrica. Las proyecciones monetarias se basan en el supuesto de que las autoridades siguen una función estimada de reacción de las políticas.

Suecia. Las proyecciones monetarias coinciden con las proyecciones del Banco de Suecia.

Suiza. Las variables de la política monetaria reflejan datos históricos de las autoridades nacionales y del mercado.

Turquía. El dinero en sentido amplio y el rendimiento de los bonos a largo plazo se basan en las proyecciones del personal del FMI. Se proyecta que la tasa de interés de los depósitos a corto plazo evolucionará con un diferencial constante con respecto a la tasa de interés de un instrumento similar de Estados Unidos.

Zona del euro. Los supuestos sobre la política monetaria de los países miembros de la zona del euro coinciden con las expectativas del mercado.

Lista de cuadros

Producto

A1. Resumen del producto mundial	213
A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total	214
A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real	215
A4. Economías emergentes y en desarrollo: PIB real	217

Inflación

A5. Resumen de la inflación	221
A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor	222
A7. Economías emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor	223

Políticas financieras

A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general	227
---	-----

Comercio exterior

A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial	228
---	-----

Transacciones en cuenta corriente

A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente	230
A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente	232
A12. Economías emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente	233

Balanza de pagos y financiamiento externo

A13. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos financieros netos	237
A14. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos financieros privados	238

Flujo de fondos

A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial	239
--	-----

Escenario de referencia a mediano plazo

A16. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo	243
--	-----

Cuadro A1. Resumen del producto mundial¹*(Variación porcentual anual)*

	Promedio									Proyecciones		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017
Mundo	3,4	4,9	4,5	5,2	5,4	2,8	-0,6	5,3	3,9	3,5	4,1	4,7
Economías avanzadas	2,8	3,1	2,6	3,0	2,8	0,0	-3,6	3,2	1,6	1,4	2,0	2,7
Estados Unidos	3,3	3,5	3,1	2,7	1,9	-0,3	-3,5	3,0	1,7	2,1	2,4	3,3
Zona del euro	2,2	2,2	1,7	3,3	3,0	0,4	-4,3	1,9	1,4	-0,3	0,9	1,7
Japón	0,9	2,4	1,3	1,7	2,2	-1,0	-5,5	4,4	-0,7	2,0	1,7	1,1
Otras economías avanzadas ²	3,8	4,1	3,4	3,9	4,2	0,8	-2,2	4,5	2,5	2,1	3,0	3,3
Economías emergentes y en desarrollo	4,4	7,5	7,3	8,2	8,7	6,0	2,8	7,5	6,2	5,7	6,0	6,3
Por regiones												
África subsahariana	4,0	7,1	6,2	6,4	7,1	5,6	2,8	5,3	5,1	5,4	5,3	5,5
América Latina y el Caribe	2,5	6,0	4,7	5,7	5,8	4,2	-1,6	6,2	4,5	3,7	4,1	4,0
Comunidad de Estados Independientes ³	0,6	8,2	6,7	8,8	9,0	5,4	-6,4	4,8	4,9	4,2	4,1	4,2
Economías en desarrollo de Asia	7,0	8,5	9,5	10,3	11,4	7,8	7,1	9,7	7,8	7,3	7,9	7,9
Europa central y oriental	3,4	7,3	5,9	6,4	5,4	3,2	-3,6	4,5	5,3	1,9	2,9	4,0
Oriente Medio y Norte de África	3,9	6,2	5,6	6,1	5,6	4,7	2,7	4,9	3,5	4,2	3,7	4,4
<i>Partida informativa</i>												
Unión Europea	2,6	2,6	2,2	3,6	3,4	0,5	-4,2	2,0	1,6	0,0	1,3	2,1
Por criterios analíticos												
Por fuentes de ingresos de exportación												
Combustibles	2,4	8,0	6,8	7,6	7,4	5,0	-1,3	4,6	4,5	4,8	4,1	4,1
Otros productos	4,9	7,4	7,4	8,4	9,1	6,3	3,8	8,1	6,6	5,9	6,5	6,8
Productos primarios	3,8	5,6	6,3	6,2	6,8	6,3	1,8	7,1	6,6	5,7	5,7	5,7
Por fuentes de financiamiento externo												
Economías deudoras netas	3,6	6,5	6,0	6,8	6,9	4,7	0,9	6,9	5,2	4,3	4,9	5,5
Financiamiento oficial	3,4	6,4	6,4	6,0	5,9	6,3	5,2	5,5	7,1	5,8	5,8	5,9
Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda												
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2006–10	2,6	7,1	7,8	7,7	7,6	5,8	1,9	6,9	6,1	4,1	4,4	5,0
<i>Partidas informativas</i>												
Mediana de la tasa de crecimiento												
Economías avanzadas	3,3	4,0	3,1	4,0	3,8	0,8	-3,5	2,3	1,8	0,8	2,0	2,4
Economías emergentes y en desarrollo	4,1	5,3	5,6	5,7	6,3	5,1	1,8	4,5	4,3	4,1	4,1	4,4
Producto per cápita												
Economías avanzadas	2,1	2,4	1,9	2,3	2,0	-0,7	-4,3	2,6	1,0	0,8	1,5	2,1
Economías emergentes y en desarrollo	3,1	6,4	6,1	7,1	7,5	4,9	1,6	6,3	5,3	4,7	5,1	5,3
Crecimiento mundial con base en los tipos de cambio del mercado	2,9	3,9	3,4	4,0	4,0	1,4	-2,2	4,2	2,8	2,7	3,3	3,9
Valor del producto mundial en miles de millones de dólares de EE.UU.												
A tipos de cambio del mercado	31.416	42.136	45.571	49.342	55.678	61.167	57.761	63.075	69.660	71.897	75.522	94.028
En paridades del poder adquisitivo	39.234	52.658	56.794	61.638	66.755	70.030	70.139	74.604	78.897	82.647	87.251	111.088

¹PIB real.²En este cuadro "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón.³Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total¹

(Variación porcentual anual)

	Promedio										Proyecciones			Cuarto trimestre ²		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	2011:T4	2012:T4	2013:T4	
											Proyecciones			Proyecciones		
PIB real																
Economías avanzadas	2,8	3,1	2,6	3,0	2,8	0,0	-3,6	3,2	1,6	1,4	2,0	2,7	1,2	1,6	2,2	
Estados Unidos	3,3	3,5	3,1	2,7	1,9	-0,3	-3,5	3,0	1,7	2,1	2,4	3,3	1,6	2,0	2,6	
Zona del euro	2,2	2,2	1,7	3,3	3,0	0,4	-4,3	1,9	1,4	-0,3	0,9	1,7	0,7	-0,2	1,4	
Alemania	1,5	0,7	0,8	3,9	3,4	0,8	-5,1	3,6	3,1	0,6	1,5	1,3	2,0	0,9	1,6	
Francia	2,2	2,3	1,9	2,7	2,2	-0,2	-2,6	1,4	1,7	0,5	1,0	2,0	1,3	0,5	1,4	
Italia	1,7	1,7	0,9	2,2	1,7	-1,2	-5,5	1,8	0,4	-1,9	-0,3	1,2	-0,4	-2,0	0,7	
España	3,6	3,3	3,6	4,1	3,5	0,9	-3,7	-0,1	0,7	-1,8	0,1	1,8	0,3	-2,5	1,3	
Países Bajos	2,9	2,2	2,0	3,4	3,9	1,8	-3,5	1,6	1,3	-0,5	0,8	1,9	-0,3	0,5	1,0	
Bélgica	2,5	3,3	1,7	2,7	2,9	1,0	-2,8	2,3	1,9	0,0	0,8	1,7	1,0	0,4	0,6	
Austria	2,3	2,6	2,4	3,7	3,7	1,4	-3,8	2,3	3,1	0,9	1,8	1,8	1,4	1,4	1,8	
Grecia	3,5	4,4	2,3	4,6	3,0	-0,1	-3,3	-3,5	-6,9	-4,7	0,0	2,9	-4,5	-4,5	3,2	
Portugal	2,7	1,6	0,8	1,4	2,4	0,0	-2,9	1,4	-1,5	-3,3	0,3	1,5	-2,6	-2,3	1,3	
Finlandia	3,8	4,1	2,9	4,4	5,3	0,3	-8,4	3,7	2,9	0,6	1,8	2,0	1,4	0,3	2,6	
Irlanda	7,5	4,5	5,3	5,3	5,2	-3,0	-7,0	-0,4	0,7	0,5	2,0	2,9	1,0	1,6	2,2	
República Eslovaca	4,4	5,1	6,7	8,3	10,5	5,8	-4,9	4,2	3,3	2,4	3,1	3,6	3,4	2,0	3,7	
Eslovenia	4,1	4,4	4,0	5,8	6,9	3,6	-8,0	1,4	-0,2	-1,0	1,4	2,0	-3,2	2,3	1,3	
Luxemburgo	4,4	4,4	5,4	5,0	6,6	0,8	-5,3	2,7	1,0	-0,2	1,9	3,1	-0,4	1,0	2,5	
Estonia	5,7	6,3	8,9	10,1	7,5	-3,7	-14,3	2,3	7,6	2,0	3,6	4,0	5,1	2,9	3,2	
Chipre	4,3	4,2	3,9	4,1	5,1	3,6	-1,9	1,1	0,5	-1,2	0,8	3,0	-1,2	0,5	0,8	
Malta	...	-0,5	3,7	2,9	4,3	4,1	-2,7	2,3	2,1	1,2	2,0	2,3	0,1	3,1	1,2	
Japón	0,9	2,4	1,3	1,7	2,2	-1,0	-5,5	4,4	-0,7	2,0	1,7	1,1	-0,6	2,0	1,8	
Reino Unido	3,5	3,0	2,1	2,6	3,5	-1,1	-4,4	2,1	0,7	0,8	2,0	2,8	0,5	1,5	2,3	
Canadá	3,5	3,1	3,0	2,8	2,2	0,7	-2,8	3,2	2,5	2,1	2,2	2,2	2,2	2,0	2,3	
Corea	5,7	4,6	4,0	5,2	5,1	2,3	0,3	6,3	3,6	3,5	4,0	4,0	3,4	4,9	2,8	
Australia	3,8	4,1	3,1	2,7	4,7	2,5	1,4	2,5	2,0	3,0	3,5	3,5	2,3	3,2	3,4	
Taiwan, provincia china de	4,7	6,2	4,7	5,4	6,0	0,7	-1,8	10,7	4,0	3,6	4,7	5,0	2,5	4,6	3,9	
Suecia	3,2	3,7	3,2	4,6	3,4	-0,8	-4,8	5,8	4,0	0,9	2,3	2,4	1,2	3,0	0,4	
Hong Kong, RAE de	2,7	8,5	7,1	7,0	6,4	2,3	-2,6	7,0	5,0	2,6	4,2	4,4	2,9	4,9	2,7	
Suiza	1,3	2,5	2,6	3,6	3,6	2,1	-1,9	2,7	1,9	0,8	1,7	1,9	1,2	0,9	2,1	
Singapur	5,4	9,2	7,4	8,8	8,9	1,7	-1,0	14,8	4,9	2,7	3,9	4,0	3,6	5,4	2,7	
República Checa	...	4,7	6,8	7,0	5,7	3,1	-4,7	2,7	1,7	0,1	2,1	3,5	0,6	0,7	2,4	
Noruega	3,2	4,0	2,6	2,4	2,7	0,0	-1,7	0,7	1,7	1,8	2,0	2,1	1,8	1,3	2,5	
Israel	4,3	4,8	4,9	5,6	5,5	4,0	0,8	4,8	4,7	2,7	3,8	3,5	3,7	2,9	3,6	
Dinamarca	2,4	2,3	2,4	3,4	1,6	-0,8	-5,8	1,3	1,0	0,5	1,2	1,8	0,7	0,3	2,3	
Nueva Zelanda	3,7	4,5	3,3	1,0	2,8	-0,1	-2,1	1,2	1,4	2,3	3,2	2,3	1,8	2,2	4,5	
Islandia	3,4	7,8	7,2	4,7	6,0	1,3	-6,8	-4,0	3,1	2,4	2,6	2,9	2,7	1,1	3,3	
<i>Partidas informativas</i>																
Principales economías avanzadas	2,6	2,8	2,3	2,6	2,2	-0,4	-4,0	3,0	1,4	1,5	1,9	2,5	1,1	1,5	2,1	
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,1	5,9	4,8	5,8	5,9	1,8	-0,7	8,5	4,0	3,4	4,2	4,3	3,1	4,8	3,1	
Demanda interna real total																
Economías avanzadas	2,9	3,1	2,6	2,8	2,4	-0,4	-4,0	3,1	1,2	1,1	1,8	2,6	0,7	1,5	1,9	
Estados Unidos	3,8	3,9	3,2	2,6	1,2	-1,5	-4,4	3,4	1,6	2,0	2,3	3,5	1,5	1,9	2,6	
Zona del euro	...	1,9	1,8	3,1	2,8	0,3	-3,7	1,1	0,5	-1,1	0,4	1,4	-0,5	-0,6	0,9	
Alemania	1,1	0,0	-0,2	2,7	1,9	1,3	-2,6	2,4	2,3	0,7	1,0	1,2	1,8	0,7	1,1	
Francia	2,2	2,6	2,6	2,7	3,1	0,1	-2,4	1,3	1,7	-0,2	0,7	1,9	0,5	0,4	0,9	
Italia	1,9	1,4	0,9	2,1	1,4	-1,2	-4,4	2,1	-0,9	-3,4	-1,0	1,0	-3,3	-2,6	-0,1	
España	3,8	4,8	5,0	5,2	4,1	-0,5	-6,2	-1,0	-1,7	-3,7	-0,3	1,4	-2,9	-2,8	1,0	
Japón	0,8	1,5	1,0	0,9	1,1	-1,3	-4,0	2,7	0,1	2,4	1,4	1,1	0,5	1,7	1,8	
Reino Unido	3,7	3,4	2,1	2,4	3,3	-1,8	-5,4	2,9	-0,8	0,7	1,5	2,9	-0,7	1,4	1,5	
Canadá	3,1	3,9	4,6	4,2	3,8	2,7	-2,9	5,2	3,2	2,3	2,4	1,8	2,5	2,9	2,3	
Otras economías avanzadas ³	3,7	4,7	3,4	4,0	4,9	1,5	-2,8	5,6	2,7	2,3	3,2	3,4	1,6	4,1	2,2	
<i>Partidas informativas</i>																
Principales economías avanzadas	2,7	2,9	2,3	2,4	1,7	-0,9	-4,0	3,0	1,2	1,4	1,7	2,6	0,9	1,4	1,9	
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,1	4,8	2,9	4,2	4,5	1,4	-3,0	7,4	2,4	2,5	3,4	4,1	0,9	5,0	1,7	

¹En los casos en que los países no se enumeran en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de sus economías.

²Con respecto al cuarto trimestre del año anterior.

³En este cuadro "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos el G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido) y los países de la zona del euro.

Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real*(Variación porcentual anual)*

	Promedios		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones	
	1994–2003	2004–13									2012	2013
Gasto de consumo privado												
Economías avanzadas	3,0	1,5	2,6	2,7	2,5	2,4	0,0	-1,3	2,0	1,3	1,2	1,9
Estados Unidos	3,8	1,8	3,3	3,4	2,9	2,3	-0,6	-1,9	2,0	2,2	2,2	2,6
Zona del euro	...	0,7	1,5	1,8	2,1	1,7	0,4	-1,2	0,9	0,2	-0,6	0,4
Alemania	1,2	0,6	0,4	0,2	1,5	-0,2	0,6	-0,1	0,6	1,5	0,5	0,8
Francia	2,2	1,2	1,5	2,4	2,4	2,3	0,2	0,2	1,3	0,3	0,1	0,7
Italia	1,7	0,0	0,7	1,2	1,4	1,1	-0,8	-1,6	1,2	0,2	-2,1	-1,1
España	3,3	1,1	4,2	4,1	4,0	3,5	-0,6	-4,3	0,8	-0,1	-0,9	0,6
Japón	1,1	0,8	1,2	1,5	1,1	0,9	-0,9	-0,7	2,6	0,0	1,1	1,6
Reino Unido	3,9	0,7	3,0	2,1	1,8	2,7	-1,5	-3,5	1,2	-1,2	0,5	1,6
Canadá	3,2	2,9	3,3	3,7	4,2	4,6	3,0	0,4	3,3	2,2	2,1	2,1
Otras economías avanzadas ¹	4,0	2,9	3,7	3,5	3,7	4,7	1,2	0,2	3,8	2,8	2,4	3,2
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	2,8	1,4	2,4	2,5	2,3	1,9	-0,4	-1,4	1,9	1,3	1,3	1,8
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,8	3,1	3,0	3,9	4,0	4,8	1,0	0,3	4,7	3,4	2,7	3,7
Consumo público												
Economías avanzadas	2,2	1,1	1,7	1,2	1,6	1,8	2,1	2,3	1,2	0,0	-0,3	-0,9
Estados Unidos	1,9	0,4	1,4	0,6	1,0	1,3	2,2	2,0	0,9	-1,2	-1,6	-2,7
Zona del euro	...	1,2	1,6	1,6	2,1	2,2	2,3	2,6	0,5	0,1	-0,8	-0,2
Alemania	1,4	1,3	-0,6	0,3	0,9	1,4	3,1	3,3	1,7	1,4	0,6	0,7
Francia	1,1	1,3	2,1	1,3	1,5	1,5	1,2	2,3	1,2	0,9	0,5	0,3
Italia	0,9	0,4	2,5	1,9	0,5	1,0	0,6	0,8	-0,6	-0,9	-0,7	-0,9
España	3,3	1,9	6,2	5,5	4,6	5,6	5,9	3,7	0,2	-2,2	-7,6	-2,4
Japón	3,0	1,2	1,5	0,8	0,0	1,1	-0,1	2,3	2,1	2,1	2,3	-0,5
Reino Unido	2,2	1,0	3,4	2,2	1,5	0,6	1,6	-0,1	1,5	0,1	0,0	-1,1
Canadá	1,4	2,3	2,0	1,4	3,0	2,7	4,4	3,6	2,4	1,2	1,4	1,3
Otras economías avanzadas ¹	2,9	2,4	1,9	2,1	3,0	3,0	2,9	3,3	2,6	1,7	1,8	1,7
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	1,9	0,8	1,6	0,9	1,0	1,3	1,8	2,0	1,2	-0,1	-0,3	-1,4
Economías asiáticas recientemente industrializadas	3,6	3,0	2,4	2,4	3,7	3,9	3,2	4,6	3,1	1,9	2,9	2,2
Formación bruta de capital fijo												
Economías avanzadas	3,6	0,9	4,4	4,1	4,2	2,3	-2,8	-12,3	2,3	2,4	2,6	3,6
Estados Unidos	5,3	0,7	6,3	5,3	2,5	-1,4	-5,1	-15,2	2,0	3,7	4,8	5,9
Zona del euro	...	0,2	2,2	3,2	5,7	4,7	-1,0	-12,1	-0,5	1,4	-1,5	0,9
Alemania	0,4	1,8	-0,2	0,8	8,2	4,7	1,7	-11,4	5,5	6,4	1,5	1,7
Francia	2,9	1,2	3,0	4,4	4,2	6,3	0,2	-8,9	-1,3	3,0	0,6	1,0
Italia	3,0	-1,5	2,0	1,3	3,4	1,8	-3,7	-11,7	2,1	-1,9	-5,5	-1,5
España	6,0	-2,0	5,1	7,1	7,1	4,5	-4,7	-16,6	-6,3	-5,1	-7,5	-1,0
Japón	-1,0	-0,7	0,4	0,8	1,5	0,3	-4,1	-10,6	-0,2	0,5	4,7	0,9
Reino Unido	4,6	1,2	5,1	2,4	6,4	8,1	-4,8	-13,4	3,1	-1,2	3,3	5,2
Canadá	5,0	4,0	7,7	9,3	7,0	3,6	2,0	-13,2	10,0	6,9	4,7	4,1
Otras economías avanzadas ¹	4,1	3,4	6,4	4,9	5,6	6,5	-0,1	-6,0	7,8	2,5	3,1	4,2
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	3,4	0,7	4,2	3,8	3,6	1,2	-3,5	-13,2	2,2	2,9	3,4	3,8
Economías asiáticas recientemente industrializadas	3,5	2,5	6,2	2,2	3,8	4,4	-3,1	-4,3	11,3	-0,5	2,2	3,4

Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real (conclusión)

	Promedios										Proyecciones	
	1994–2003	2004–13	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Demanda interna final												
Economías avanzadas	2,9	1,4	2,8	2,7	2,7	2,3	0,0	-2,6	1,7	1,3	1,2	1,7
Estados Unidos	3,8	1,4	3,5	3,3	2,5	1,4	-1,0	-3,6	1,8	1,8	1,9	2,3
Zona del euro	...	0,7	1,7	2,0	2,9	2,4	0,5	-2,8	0,5	0,4	-0,8	0,3
Alemania	1,1	0,9	0,1	0,3	2,6	1,1	1,3	-1,7	1,7	2,4	0,8	1,0
Francia	2,0	1,2	2,0	2,5	2,5	2,9	0,4	-1,1	0,8	0,9	0,3	0,7
Italia	1,8	-0,2	1,3	1,3	1,6	1,2	-1,2	-3,2	1,0	-0,4	-2,5	-1,1
España	3,9	1,1	4,0	4,8	5,2	5,0	4,1	-0,7	-6,1	-1,0	-3,6	-0,3
Japón	0,9	0,6	1,0	1,2	1,0	0,8	-1,5	-2,3	2,0	0,5	2,0	1,0
Reino Unido	3,6	0,8	3,4	2,2	2,4	3,1	-1,4	-4,4	1,6	-0,9	0,8	1,6
Canadá	3,1	3,0	3,9	4,4	4,6	4,0	3,0	-2,1	4,5	3,0	2,5	2,4
Otras economías avanzadas ¹	3,7	2,9	3,9	3,5	3,9	4,8	1,2	-0,7	4,4	2,5	2,4	3,2
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	2,7	1,1	2,6	2,5	2,3	1,6	-0,6	-3,0	1,8	1,4	1,4	1,6
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,2	3,0	3,7	3,2	3,9	4,6	0,4	-0,2	5,8	2,2	2,6	3,4
Acumulación de inventarios²												
Economías avanzadas	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-1,1	1,1	-0,1	0,0	0,1
Estados Unidos	0,0	0,0	0,4	-0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,8	1,6	-0,2	0,1	0,1
Zona del euro	...	0,0	0,2	-0,2	0,2	0,4	-0,1	-0,9	0,6	0,1	-0,4	0,0
Alemania	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	0,8	0,0	-0,8	0,6	-0,1	-0,1	0,0
Francia	0,1	0,0	0,6	0,1	0,2	0,2	-0,3	-1,3	0,5	0,8	-0,5	0,0
Italia	0,0	-0,1	0,0	-0,4	0,5	0,2	0,0	-1,1	1,1	-0,5	-0,6	0,1
España	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,3	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Japón	0,0	0,0	0,5	-0,3	-0,1	0,3	0,2	-1,6	0,8	-0,5	0,3	0,4
Reino Unido	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,3	-0,4	-1,0	1,3	0,0	0,0	0,0
Canadá	0,1	0,0	0,1	0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,8	0,6	0,1	-0,3	0,0
Otras economías avanzadas ¹	0,0	0,0	0,6	-0,1	0,1	0,1	0,3	-1,9	1,0	0,2	0,0	0,0
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	0,0	0,0	0,3	-0,2	0,1	0,1	-0,3	-1,0	1,2	-0,2	0,0	0,1
Economías asiáticas recientemente industrializadas	-0,1	0,0	0,8	-0,2	0,3	-0,1	0,8	-2,5	1,4	0,1	-0,1	0,0
Saldo de la balanza de pagos²												
Economías avanzadas	-0,1	0,3	-0,1	0,0	0,2	0,5	0,5	0,4	0,2	0,4	0,3	0,3
Estados Unidos	-0,5	0,1	-0,7	-0,3	-0,1	0,6	1,2	1,1	-0,5	0,0	0,0	-0,1
Zona del euro	...	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,2	0,1	-0,6	0,8	1,0	0,8	0,5
Alemania	0,3	0,4	1,1	0,8	1,1	1,5	-0,1	-2,8	1,4	0,8	-0,1	0,6
Francia	0,0	-0,1	-0,2	-0,7	0,0	-0,9	-0,3	-0,2	0,1	0,0	0,7	0,3
Italia	-0,2	0,3	0,3	0,0	0,1	0,3	0,0	-1,2	-0,4	1,4	1,6	0,7
España	-0,4	0,4	-1,7	-1,7	-1,4	-0,8	1,5	2,8	0,9	2,5	1,9	0,4
Japón	0,1	0,3	0,8	0,3	0,8	1,1	0,2	-1,5	1,7	-0,8	-0,3	0,3
Reino Unido	-0,3	0,2	-0,6	-0,2	0,1	-0,1	0,8	1,1	-0,5	1,0	0,0	0,5
Canadá	0,3	-1,1	-0,8	-1,6	-1,4	-1,5	-2,1	0,2	-2,2	-0,8	-0,3	-0,2
Otras economías avanzadas ¹	0,4	0,8	0,5	0,9	1,0	0,7	0,3	1,5	0,7	0,8	0,6	0,6
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,2	0,5	0,6	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2
Economías asiáticas recientemente industrializadas	0,6	1,6	1,3	2,1	1,9	2,0	0,7	1,9	1,8	2,1	1,3	1,3

¹En este cuadro "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluido el G7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido) y los países de la zona del euro.

²Variaciones expresadas como porcentaje del PIB del período anterior.

Cuadro A4. Economías emergentes y en desarrollo: PIB real¹*(Variación porcentual anual)*

	Promedio										Proyecciones		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	
África subsahariana	4,0	7,1	6,2	6,4	7,1	5,6	2,8	5,3	5,1	5,4	5,3	5,5	
Angola	6,7	11,2	20,6	20,7	22,6	13,8	2,4	3,4	3,4	9,7	6,8	6,2	
Benin	4,7	3,1	2,9	3,8	4,6	5,0	2,7	2,6	3,1	3,5	4,7	4,9	
Botswana	6,6	6,0	1,6	5,1	4,8	3,0	-4,9	7,2	4,6	3,3	4,6	4,3	
Burkina Faso	5,9	4,5	8,7	5,5	3,6	5,2	3,2	7,9	5,6	5,0	6,4	7,0	
Burundi	-1,1	3,8	4,4	5,4	4,8	5,0	3,5	3,8	4,2	4,8	5,0	6,0	
Cabo Verde	7,2	4,3	6,5	10,1	8,6	6,2	3,7	5,2	5,0	4,3	4,4	5,0	
Camerún ²	3,7	3,7	2,3	3,2	3,4	2,6	2,0	2,9	4,1	4,1	4,5	5,0	
Chad	5,2	33,6	7,9	0,2	0,2	1,7	-1,2	13,0	1,6	6,9	0,1	2,6	
Comoras	1,5	-0,2	4,2	1,2	0,5	1,0	1,8	2,1	2,2	2,5	4,0	4,0	
Congo, República del	1,9	3,5	7,8	6,2	-1,6	5,6	7,5	8,8	4,5	3,1	5,4	4,3	
Congo, República Democrática del	-1,6	6,6	7,8	5,6	6,3	6,2	2,8	7,0	6,9	6,5	6,7	5,7	
Côte d'Ivoire	1,7	1,6	1,9	0,7	1,6	2,3	3,7	2,4	-4,7	8,1	6,2	6,7	
Eritrea	3,6	1,5	2,6	-1,0	1,4	-9,8	3,9	2,2	8,7	7,5	3,4	-3,2	
Etiopía	4,0	11,7	12,6	11,5	11,8	11,2	10,0	8,0	7,5	5,0	5,5	6,5	
Gabón	1,4	1,4	3,0	1,2	5,6	2,3	-1,4	6,6	5,8	5,6	2,3	2,3	
Gambia	3,9	7,0	-0,3	0,8	4,0	6,5	6,7	5,5	3,3	-1,7	9,7	5,6	
Ghana	4,6	5,3	6,0	6,1	6,5	8,4	4,0	7,7	13,6	8,8	7,4	5,7	
Guinea	4,0	2,3	3,0	2,5	1,8	4,9	-0,3	1,9	3,6	4,7	4,8	14,4	
Guinea-Bissau	0,2	2,8	4,3	2,1	3,2	3,2	3,0	3,5	5,3	4,5	4,7	4,5	
Guinea Ecuatorial	37,0	38,0	9,7	1,3	21,4	10,7	5,7	-0,8	7,1	4,0	6,8	5,2	
Kenya	2,5	4,6	6,0	6,3	7,0	1,5	2,6	5,6	5,0	5,2	5,7	6,5	
Lesotho	3,6	2,4	3,1	4,4	4,9	4,7	3,6	5,7	4,2	5,2	2,2	3,1	
Liberia	...	2,6	5,3	7,8	9,4	4,7	2,8	5,0	6,4	8,8	5,1	8,6	
Madagascar	2,2	5,3	4,6	5,0	6,2	7,1	-4,1	0,5	0,5	2,9	5,1	5,4	
Malawi	2,6	5,5	2,6	2,1	9,5	8,3	9,0	6,5	5,5	4,3	4,1	4,1	
Mali	4,9	2,3	6,1	5,3	4,3	5,0	4,5	5,8	2,7	6,0	5,8	5,3	
Mauricio	4,2	5,5	1,5	4,5	5,9	5,5	3,0	4,1	4,1	3,6	4,0	4,2	
Mozambique	8,3	7,9	8,4	8,7	7,3	6,8	6,3	6,8	7,1	6,7	7,2	7,8	
Namibia	3,6	12,3	2,5	7,1	5,4	3,4	-0,4	6,6	3,6	4,0	4,2	4,4	
Níger	3,3	-0,8	8,4	5,8	3,1	9,6	-0,9	8,0	2,3	14,0	6,6	5,5	
Nigeria	5,5	10,6	5,4	6,2	7,0	6,0	7,0	8,0	7,2	7,1	6,6	6,6	
República Centroafricana	0,9	1,0	2,4	3,8	3,7	2,0	1,7	3,3	3,1	4,1	4,2	5,7	
Rwanda	3,5	7,4	9,4	9,2	5,5	11,2	4,1	7,5	8,8	7,6	7,0	6,5	
Santo Tomé y Príncipe	2,4	4,5	1,6	12,6	2,0	9,1	4,0	4,5	4,9	5,5	6,0	3,5	
Senegal	3,8	5,9	5,6	2,4	5,0	3,7	2,1	4,1	2,6	3,8	4,5	5,4	
Seychelles	2,1	-2,9	6,7	6,3	9,9	-1,0	0,5	6,7	4,9	2,8	3,7	3,9	
Sierra Leona	-1,0	7,4	7,2	7,3	6,4	5,5	3,2	5,0	5,3	35,9	9,1	4,3	
Sudáfrica	3,0	4,6	5,3	5,6	5,5	3,6	-1,5	2,9	3,1	2,7	3,4	3,7	
Swazilandia	2,8	2,3	2,2	2,9	2,8	3,1	1,2	2,0	0,3	-2,7	-0,9	0,3	
Tanzania	4,5	7,8	7,4	7,0	6,9	7,3	6,7	6,5	6,7	6,4	6,7	7,0	
Togo	3,3	2,1	1,2	4,1	2,3	2,4	3,4	4,0	4,1	4,4	4,6	4,1	
Uganda	7,0	6,8	6,3	10,8	8,4	8,8	7,2	5,9	6,7	4,2	5,4	7,0	
Zambia	1,0	5,4	5,3	6,2	6,2	5,7	6,4	7,6	6,6	7,7	8,3	7,7	
Zimbabwe ³	...	-5,7	-5,7	-3,5	-3,6	-17,6	5,8	8,1	9,3	4,7	6,3	3,6	

Cuadro A4. Economías emergentes y en desarrollo: PIB real¹ (continuación)

	Promedio										Proyecciones		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	
América Latina y el Caribe	2,5	6,0	4,7	5,7	5,8	4,2	-1,6	6,2	4,5	3,7	4,1	4,0	
Antigua y Barbuda	2,9	3,2	7,6	12,8	7,2	1,5	-10,3	-8,9	-0,5	1,0	2,5	3,5	
Argentina ⁴	0,8	8,9	9,2	8,5	8,7	6,8	0,9	9,2	8,9	4,2	4,0	4,5	
Bahamas, Las	4,2	0,9	3,4	2,5	1,4	-1,3	-5,4	1,0	2,0	2,5	2,7	2,5	
Barbados	1,9	4,8	3,9	3,6	3,8	-0,2	-4,2	0,2	0,5	0,9	1,5	3,1	
Belice	5,0	4,6	3,0	4,7	1,3	3,5	0,0	2,7	2,5	2,8	2,5	2,5	
Bolivia	3,4	2,7	6,8	2,8	5,3	6,1	3,4	4,1	5,1	5,0	5,0	5,0	
Brasil	2,5	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	3,0	4,1	4,1	
Chile	4,6	6,8	6,3	5,8	5,2	3,0	-0,9	6,1	5,9	4,3	4,5	4,5	
Colombia	2,3	5,3	4,7	6,7	6,9	3,5	1,7	4,0	5,9	4,7	4,4	4,5	
Costa Rica	4,4	4,3	5,9	8,8	7,9	2,7	-1,0	4,7	4,2	4,0	4,2	4,5	
Dominica	1,9	0,8	-1,7	3,6	3,9	7,8	-0,7	0,3	0,5	1,5	1,7	1,9	
Ecuador	2,4	8,8	5,7	4,8	2,0	7,2	0,4	3,6	7,8	4,5	3,9	3,4	
El Salvador	3,4	1,9	3,6	3,9	3,8	1,3	-3,1	1,4	1,4	2,0	2,5	3,5	
Granada	5,2	0,1	12,5	-4,4	6,3	1,7	-5,7	-1,3	1,1	1,5	2,0	2,5	
Guatemala	3,4	3,2	3,3	5,4	6,3	3,3	0,5	2,8	3,8	3,1	3,2	3,5	
Guyana	3,0	1,6	-1,9	5,1	7,0	2,0	3,3	4,4	4,2	3,9	6,3	3,2	
Haití	0,9	-3,5	1,8	2,2	3,3	0,8	2,9	-5,4	5,6	7,8	6,9	5,0	
Honduras	2,9	6,2	6,1	6,6	6,2	4,1	-2,1	2,8	3,6	3,5	3,5	4,0	
Jamaica	0,9	1,3	0,9	2,9	1,4	-0,8	-3,1	-1,4	1,5	1,0	1,0	1,5	
México	2,6	4,0	3,2	5,1	3,2	1,2	-6,3	5,5	4,0	3,6	3,7	3,3	
Nicaragua	4,2	5,3	4,3	4,2	3,6	2,8	-1,5	4,5	4,7	3,7	4,0	4,0	
Panamá	3,9	7,5	7,2	8,5	12,1	10,1	3,9	7,6	10,6	7,5	6,6	5,1	
Paraguay	1,4	4,1	2,9	4,3	6,8	5,8	-3,8	15,0	3,8	-1,5	8,5	4,7	
Perú	4,3	5,0	6,8	7,7	8,9	9,8	0,9	8,8	6,9	5,5	6,0	6,0	
República Dominicana	4,9	1,3	9,3	10,7	8,5	5,3	3,5	7,8	4,5	4,5	4,5	5,0	
Saint Kitts y Nevis	3,6	3,8	9,2	3,5	5,0	4,0	-5,6	-2,7	-2,0	1,0	1,8	3,5	
San Vicente y las Granadinas	3,5	4,6	3,0	6,0	3,1	-0,6	-2,3	-1,8	-0,4	2,0	2,0	3,5	
Santa Lucía	1,2	6,0	-2,6	7,4	1,5	5,8	-1,3	3,4	0,2	1,9	2,4	2,6	
Suriname	2,5	8,5	4,5	4,7	4,6	4,1	3,5	4,5	4,5	4,9	5,4	5,5	
Trinidad y Tabago	7,2	7,9	6,2	13,2	4,8	2,7	-3,3	0,0	-1,3	1,7	2,4	2,6	
Uruguay	0,7	4,6	6,8	4,1	6,5	7,2	2,4	8,9	5,7	3,5	4,0	4,0	
Venezuela	-0,9	18,3	10,3	9,9	8,8	5,3	-3,2	-1,5	4,2	4,7	3,2	2,9	
Comunidad de Estados Independientes^{5,6}	0,6	8,2	6,7	8,8	9,0	5,4	-6,4	4,8	4,9	4,2	4,1	4,2	
Rusia	0,7	7,2	6,4	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,3	4,3	4,0	3,9	3,8	
Excluido Rusia	0,3	10,8	7,6	10,5	10,0	5,6	-3,1	6,0	6,2	4,6	4,6	4,9	
Armenia	7,5	10,5	14,1	13,2	13,7	6,9	-14,1	2,1	4,4	3,8	4,0	4,0	
Azerbaiyán	2,2	10,2	26,4	34,5	25,0	10,8	9,3	5,0	0,1	3,1	1,9	3,1	
Belarús	2,3	11,4	9,4	10,0	8,6	10,2	0,2	7,7	5,3	3,0	3,3	5,0	
Georgia	...	5,9	9,6	9,4	12,3	2,3	-3,8	6,3	7,0	6,0	5,5	5,5	
Kazajistán	2,1	9,6	9,7	10,7	8,9	3,2	1,2	7,3	7,5	5,9	6,0	6,4	
Moldova	-3,1	7,4	7,5	4,8	3,0	7,8	-6,0	7,1	6,4	3,5	4,5	5,5	
Mongolia	3,7	10,6	7,3	8,6	10,2	8,9	-1,3	6,4	17,3	17,2	11,8	9,1	
República Kirguisa	1,1	7,0	-0,2	3,1	8,5	7,6	2,9	-0,5	5,7	5,0	5,5	5,0	
Tayikistán	0,5	10,6	6,7	7,0	7,8	7,9	3,9	6,5	7,4	6,0	6,0	6,0	
Turkmenistán	4,3	14,7	13,0	11,0	11,1	14,7	6,1	9,2	14,7	7,0	6,7	6,1	
Ucrania	-2,3	12,1	2,7	7,3	7,9	2,3	-14,8	4,1	5,2	3,0	3,5	3,5	
Uzbekistán	2,5	7,4	7,0	7,5	9,5	9,0	8,1	8,5	8,3	7,0	6,5	5,5	

Cuadro A4. Economías emergentes y en desarrollo: PIB real¹ (continuación)

	Promedio									Proyecciones		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017
Economías en desarrollo de Asia	7,0	8,5	9,5	10,3	11,4	7,8	7,1	9,7	7,8	7,3	7,9	7,9
Afganistán, República Islámica del	...	1,1	11,2	5,6	13,7	3,6	21,0	8,4	5,7	7,2	5,8	6,6
Bangladesh	5,1	6,1	6,3	6,5	6,3	6,0	5,9	6,4	6,1	5,9	6,4	7,3
Bhután	6,8	5,9	7,1	6,8	17,9	4,7	6,7	10,6	5,9	7,0	9,9	4,0
Brunei Darussalam	2,4	0,5	0,4	4,4	0,2	-1,9	-1,8	2,6	1,9	3,2	1,6	3,6
Camboya	7,4	10,3	13,3	10,8	10,2	6,7	0,1	6,0	6,1	6,2	6,4	7,7
China	9,4	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,4	9,2	8,2	8,8	8,5
Fiji, República de	2,7	5,5	2,5	1,9	-0,9	1,0	-1,3	-0,2	2,0	1,5	1,7	2,3
Filipinas	3,8	6,7	4,8	5,2	6,6	4,2	1,1	7,6	3,7	4,2	4,7	5,0
India	6,0	7,6	9,0	9,5	10,0	6,2	6,6	10,6	7,2	6,9	7,3	8,1
Indonesia	3,1	5,0	5,7	5,5	6,3	6,0	4,6	6,2	6,5	6,1	6,6	7,0
Islas Salomón	-0,1	8,1	12,9	4,0	6,4	7,1	-4,7	7,0	9,3	6,0	4,0	4,0
Kiribati	3,9	0,2	0,3	1,2	0,5	-2,4	-2,3	1,4	1,8	2,5	3,0	2,0
Malasia	5,4	6,8	5,3	5,8	6,5	4,8	-1,6	7,2	5,1	4,4	4,7	5,0
Maldivas	8,1	10,4	-8,7	19,6	10,6	12,2	-4,7	5,7	7,4	4,4	3,5	3,5
Myanmar	...	13,6	13,6	13,1	12,0	3,6	5,1	5,3	5,5	6,0	5,9	6,5
Nepal	4,5	4,7	3,5	3,4	3,4	6,1	4,4	4,6	3,5	4,2	3,8	3,9
Pakistán	3,9	7,5	9,0	5,8	6,8	3,7	1,7	3,8	2,4	3,4	3,5	3,5
Papua Nueva Guinea	1,2	0,6	3,9	2,3	7,2	6,6	6,1	7,6	8,9	7,7	4,0	4,9
República Democrática Popular Lao	6,1	7,0	6,8	8,6	7,8	7,8	7,6	7,9	8,3	8,4	7,1	5,7
Samoa	4,4	4,2	7,0	2,1	1,8	4,3	-5,4	0,2	2,1	1,4	1,9	2,7
Sri Lanka	4,4	5,4	6,2	7,7	6,8	6,0	3,5	8,0	8,2	7,5	7,0	6,5
Tailandia	3,4	6,3	4,6	5,1	5,0	2,6	-2,3	7,8	0,1	5,5	7,5	5,0
Timor-Leste	...	4,4	6,5	-3,2	11,7	14,6	12,8	9,5	10,6	10,0	10,0	10,0
Tonga	2,1	2,2	0,7	-4,5	-2,4	0,5	0,9	1,6	1,5	1,4	1,5	1,8
Tuvalu	...	-1,4	-4,0	2,9	5,5	7,6	-1,7	-0,5	0,4	1,5	1,3	1,2
Vanuatu	2,0	4,5	5,2	7,4	6,5	6,2	3,5	2,2	3,3	4,0	4,0	4,0
Vietnam	7,4	7,8	8,4	8,2	8,5	6,3	5,3	6,8	5,9	5,6	6,3	7,5
Europa central y oriental²	3,4	7,3	5,9	6,4	5,4	3,2	-3,6	4,5	5,3	1,9	2,9	4,0
Albania	6,3	5,7	5,8	5,4	5,9	7,5	3,3	3,5	2,0	0,5	1,7	2,5
Bosnia y Herzegovina	...	6,3	3,9	6,0	6,2	5,7	-2,9	0,7	1,7	0,0	1,0	3,5
Bulgaria	0,6	6,7	6,4	6,5	6,4	6,2	-5,5	0,4	1,7	0,8	1,5	4,5
Croacia	4,3	4,1	4,3	4,9	5,1	2,2	-6,0	-1,2	0,0	-0,5	1,0	2,5
Hungría	3,2	4,8	4,0	3,9	0,1	0,9	-6,8	1,3	1,7	0,0	1,8	2,2
Kosovo	...	2,6	3,8	3,4	6,3	6,9	2,9	3,9	5,0	3,8	4,1	4,6
Letonia	4,8	8,7	10,6	10,5	9,6	-3,3	-17,7	-0,3	5,5	2,0	2,5	4,0
Lituania	...	7,4	7,8	7,8	9,8	2,9	-14,8	1,4	5,9	2,0	2,7	3,9
Macedonia, ex República Yugoslava de	1,1	4,6	4,4	5,0	6,1	5,0	-0,9	1,8	3,0	2,0	3,2	4,0
Montenegro	...	4,4	4,2	8,6	10,7	6,9	-5,7	2,5	2,4	0,2	1,5	2,2
Polonia	4,5	5,3	3,6	6,2	6,8	5,1	1,6	3,9	4,3	2,6	3,2	3,8
Rumania	2,1	8,5	4,2	7,9	6,3	7,3	-6,6	-1,6	2,5	1,5	3,0	4,0
Serbia	...	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,8	0,5	3,0	3,5
Turquía	2,7	9,4	8,4	6,9	4,7	0,7	-4,8	9,0	8,5	2,3	3,2	4,6

Cuadro A4. Economías emergentes y en desarrollo: PIB real¹ (conclusión)

	Promedio										Proyecciones		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	
Oriente Medio y Norte de África	3,9	6,2	5,6	6,1	5,6	4,7	2,7	4,9	3,5	4,2	3,7	4,4	
Arabia Saudita	2,2	5,3	5,6	3,2	2,0	4,2	0,1	4,6	6,8	6,0	4,1	4,2	
Argelia	3,2	5,2	5,1	2,0	3,0	2,4	2,4	3,3	2,5	3,1	3,4	4,3	
Bahrein	4,2	5,6	7,9	6,7	8,4	6,3	3,1	4,5	1,8	2,0	2,8	2,9	
Djibouti	0,2	3,0	3,2	4,8	5,1	5,8	5,0	3,5	4,5	4,8	5,0	5,8	
Egipto	4,8	4,1	4,5	6,8	7,1	7,2	4,7	5,1	1,8	1,5	3,3	6,5	
Emiratos Árabes Unidos	6,1	10,1	8,6	8,8	6,5	5,3	-3,3	0,9	4,9	2,3	2,8	3,7	
Irán, República Islámica del	4,2	6,1	4,7	6,2	6,4	0,6	3,9	5,9	2,0	0,4	1,3	2,0	
Iraq	...	...	...	6,2	1,5	9,5	4,2	0,8	9,9	11,1	13,5	8,8
Jordania	4,2	8,6	8,1	8,1	8,2	7,2	5,5	2,3	2,5	2,8	3,0	4,4	
Kuwait	3,5	11,2	10,4	5,3	4,5	5,0	-5,2	3,4	8,2	6,6	1,8	3,9	
Libano	3,6	7,5	1,0	0,6	7,5	9,3	8,5	7,0	1,5	3,0	4,0	4,0	
Libia	0,0	4,4	10,3	6,7	7,5	5,4	-0,1	2,5	-61,0	76,3	21,0	4,3	
Marruecos	3,9	4,8	3,0	7,8	2,7	5,6	4,9	3,7	4,3	3,7	4,3	5,9	
Mauritania	2,9	5,2	5,4	11,4	1,0	3,5	-1,2	5,1	3,6	5,3	6,1	5,3	
Omán	3,2	3,4	4,0	6,9	5,3	12,9	1,1	4,0	5,5	5,0	4,0	3,8	
Qatar	8,1	17,7	7,5	26,2	18,0	17,7	12,0	16,6	18,8	6,0	4,6	7,0	
República Árabe Siria	2,5	6,9	6,2	5,0	5,7	4,5	5,9	3,4	...	...	...	...
Sudán	6,1	3,9	7,5	10,1	11,5	3,2	3,0	4,5	-3,9	-7,3	-1,5	1,7	
Túnez	4,5	6,0	4,0	5,7	6,3	4,5	3,1	3,1	-0,8	2,2	3,5	6,7	
Yemen, República del	5,0	4,0	5,6	3,2	3,3	3,6	3,9	7,7	-10,5	-0,9	2,9	4,5	

¹Para muchos países, las cifras de los últimos años son estimaciones del personal técnico del FMI. Los datos de algunos países son los del ejercicio correspondiente.

²Las variaciones porcentuales se calculan a lo largo de un período de 18 meses en 2002, debido a la modificación del ciclo del ejercicio (de julio-junio a enero-diciembre).

³El dólar de Zimbabwe dejó de circular a comienzos de 2009. Los datos se basan en las estimaciones de la evolución de los precios y el tipo de cambio del dólar de EE.UU. preparadas por el personal técnico del FMI. Las estimaciones del dólar de EE.UU. del personal técnico del FMI pueden diferir de las estimaciones preparadas por las autoridades. El PIB real se calcula a precios constantes de 2009.

⁴Las cifras se basan en los datos oficiales del PBI. Las autoridades se han comprometido a mejorar la calidad de los datos oficiales sobre el PBI de Argentina, de modo tal que la provisión de dichos datos se torne consistente con el cumplimiento de las obligaciones establecidas en el Convenio Constitutivo del FMI. Hasta tanto mejore la calidad de los datos reportados, el personal del FMI utilizará también otros indicadores alternativos de crecimiento del PBI para el seguimiento macroeconómico, entre los cuales se incluyen estimaciones de analistas privados, que han mostrado desde 2008 un crecimiento que, en promedio, es significativamente más bajo que el crecimiento del PBI oficial.

⁵Los datos de algunos países corresponden al producto material neto (PMN) real o son estimaciones basadas en el PMN. Para muchos países, las cifras de los últimos años son estimaciones del personal técnico del FMI. Los datos deben interpretarse solo como indicativos del orden de magnitud, ya que en general no se dispone de datos que sean fiables y comparables. Específicamente, el crecimiento de la producción de las nuevas empresas privadas de la economía informal no se refleja enteramente en las cifras más recientes.

⁶Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

⁷No se incluyen los datos de la República Árabe Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.

⁸Los datos de Sudán correspondientes a 2011 excluyen a Sudán del Sur a partir del 9 de julio. Los datos de 2012 en adelante se refieren al Estado actual de Sudán.

Cuadro A5. Resumen de la inflación*(Porcentaje)*

	Promedio									Proyecciones		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017
Deflatores del PIB												
Economías avanzadas	1,7	2,0	2,1	2,1	2,2	2,0	0,8	1,0	1,4	1,5	1,5	1,8
Estados Unidos	1,9	2,8	3,3	3,2	2,9	2,2	1,1	1,2	2,1	1,3	1,5	1,9
Zona del euro	2,0	1,9	1,9	1,8	2,4	2,0	0,9	0,7	1,4	1,8	1,4	1,6
Japón	-0,8	-1,4	-1,3	-1,1	-0,9	-1,3	-0,5	-2,1	-2,0	-0,2	-0,1	0,8
Otras economías avanzadas ¹	2,2	2,4	2,0	2,2	2,5	3,0	0,9	2,5	1,9	2,2	2,2	2,1
Precios al consumidor												
Economías avanzadas	2,1	2,0	2,3	2,4	2,2	3,4	0,1	1,5	2,7	1,9	1,7	1,9
Estados Unidos	2,4	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,9	2,0
Zona del euro ²	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,0	1,6	1,8
Japón	0,0	0,0	-0,3	0,2	0,1	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	0,0	0,9
Otras economías avanzadas ¹	2,3	1,8	2,1	2,1	2,1	3,8	1,5	2,4	3,3	2,4	2,3	2,2
Economías emergentes y en desarrollo												
y en desarrollo	19,8	5,9	5,7	5,6	6,5	9,2	5,2	6,1	7,1	6,2	5,6	4,5
Por regiones												
África subsahariana	20,2	7,6	8,9	6,9	6,9	11,7	10,6	7,4	8,2	9,6	7,5	5,3
América Latina y el Caribe	25,7	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	6,0	6,0	6,6	6,4	5,9	5,6
Comunidad de Estados Independientes ³	62,9	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	11,2	7,2	10,1	7,1	7,7	6,5
Economías en desarrollo de Asia	6,1	4,1	3,7	4,2	5,4	7,4	3,0	5,7	6,5	5,0	4,6	3,6
Europa central y oriental	37,7	6,6	5,9	5,9	6,0	8,1	4,7	5,3	5,3	6,2	4,5	3,8
Oriente Medio y Norte de África	8,2	6,6	5,6	7,6	10,1	13,6	6,6	6,9	9,6	9,5	8,7	6,9
<i>Partida informativa</i>												
Unión Europea	4,2	2,3	2,3	2,3	2,4	3,7	0,9	2,0	3,1	2,3	1,8	1,9
Por criterios analíticos												
Por fuentes de ingresos de exportación												
Combustibles	32,9	9,8	9,6	9,1	10,2	15,0	9,4	8,2	10,2	9,0	8,7	7,7
Otros productos	16,6	5,0	4,8	4,7	5,6	7,9	4,2	5,6	6,5	5,6	4,9	3,9
Productos primarios	19,3	4,0	5,1	5,2	5,3	9,2	5,1	3,8	5,9	5,5	4,5	4,1
Por fuentes de financiamiento externo												
Economías deudoras netas	22,0	5,6	5,9	5,9	6,2	9,0	7,4	7,2	7,4	7,2	6,3	4,7
Financiamiento oficial	19,7	6,6	7,8	7,6	8,0	13,7	9,1	6,5	9,7	10,9	8,7	5,4
Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda												
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2006–10	19,1	7,9	8,1	8,8	8,3	11,5	6,5	8,0	11,6	12,2	10,1	7,3
<i>Partida informativa</i>												
Mediana de la tasa de inflación												
Economías avanzadas	2,3	2,1	2,1	2,3	2,1	3,9	0,7	2,0	3,1	2,2	1,9	2,0
Economías emergentes y en desarrollo	6,7	4,4	5,5	6,0	6,3	10,3	4,0	4,4	5,8	5,2	5,0	4,0

¹En este cuadro, "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón.²Basados en el Índice de Precios de Consumo Armonizado de Eurostat.³Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor

(Variación porcentual anual)

	Promedio										Proyecciones			Fin del período ¹		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	2011	Proyecciones		
														2012	2013	
Economías avanzadas	2,1	2,0	2,3	2,4	2,2	3,4	0,1	1,5	2,7	1,9	1,7	1,9	2,5	1,8	1,7	
Estados Unidos	2,4	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,9	2,0	3,0	1,9	1,9	
Zona del euro ²	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,0	1,6	1,8	2,7	1,9	1,5	
Alemania	1,4	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,2	1,2	2,5	1,9	1,8	2,0	2,3	1,9	1,8	
Francia	1,6	2,3	1,9	1,9	1,6	3,2	0,1	1,7	2,3	2,0	1,6	2,0	2,3	2,0	1,6	
Italia	2,9	2,3	2,2	2,2	2,0	3,5	0,8	1,6	2,9	2,5	1,8	1,5	3,7	1,8	0,8	
España	3,2	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	-0,2	2,0	3,1	1,9	1,6	1,5	2,4	1,7	1,5	
Países Bajos	2,5	1,4	1,5	1,7	1,6	2,2	1,0	0,9	2,5	1,8	1,8	1,8	2,2	1,8	1,8	
Bélgica	1,7	1,9	2,5	2,3	1,8	4,5	0,0	2,3	3,5	2,4	1,9	1,9	3,2	2,0	1,8	
Austria	1,6	2,0	2,1	1,7	2,2	3,2	0,4	1,7	3,6	2,2	1,9	1,9	3,6	1,9	1,9	
Grecia	5,3	3,0	3,5	3,3	3,0	4,2	1,3	4,7	3,1	-0,5	-0,3	1,4	2,2	0,8	0,0	
Portugal	3,2	2,5	2,1	3,0	2,4	2,7	-0,9	1,4	3,6	3,2	1,4	1,5	3,8	2,6	1,3	
Finlandia	1,6	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	1,6	1,7	3,3	2,9	2,1	2,0	2,6	2,8	2,2	
Irlanda	3,1	2,3	2,1	2,7	2,8	3,1	-1,7	-1,6	1,1	1,7	1,2	1,8	1,9	1,5	1,3	
República Eslovaca	8,3	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7	4,1	3,8	2,3	2,8	4,7	2,8	2,1	
Eslovenia	9,6	3,6	2,5	2,5	3,6	5,7	0,9	1,8	1,8	2,2	1,8	2,1	2,1	2,3	1,9	
Luxemburgo	1,9	2,2	2,5	2,7	2,3	3,4	0,4	2,3	3,4	2,3	1,6	1,5	3,2	1,9	1,4	
Estonia	12,9	3,0	4,1	4,4	6,6	10,4	-0,1	2,9	5,1	3,9	2,6	2,8	4,1	3,5	2,6	
Chipre	3,0	1,9	2,0	2,2	2,2	4,4	0,2	2,6	3,5	2,8	2,2	2,0	4,2	2,2	2,2	
Malta	3,0	2,7	2,5	2,6	0,7	4,7	1,8	2,0	2,4	2,0	1,9	2,2	1,3	1,8	2,6	
Japón	0,0	0,0	-0,3	0,2	0,1	1,4	-1,3	-0,7	-0,3	0,0	0,0	0,9	-0,2	0,2	0,1	
Reino Unido ²	1,7	1,3	2,0	2,3	2,3	3,6	2,1	3,3	4,5	2,4	2,0	2,0	4,7	2,0	2,0	
Canadá	1,8	1,8	2,2	2,0	2,1	2,4	0,3	1,8	2,9	2,2	2,0	2,0	2,7	2,0	2,0	
Corea	4,1	3,6	2,8	2,2	2,5	4,7	2,8	2,9	4,0	3,4	3,2	3,0	4,2	3,2	3,0	
Australia	2,6	2,3	2,7	3,5	2,3	4,4	1,8	2,8	3,4	2,7	3,0	2,4	3,1	3,5	2,4	
Taiwan, provincia china de	1,4	1,6	2,3	0,6	1,8	3,5	-0,9	1,0	1,4	1,3	1,8	2,0	-3,5	1,3	1,8	
Suecia	1,6	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	2,0	1,9	1,4	2,5	2,0	2,0	0,4	3,1	2,0	
Hong Kong, RAE de	1,7	-0,4	0,9	2,0	2,0	4,3	0,6	2,3	5,3	3,8	3,0	3,0	5,7	3,8	3,0	
Suiza	0,9	0,8	1,2	1,1	0,7	2,4	-0,5	0,7	0,2	-0,5	0,5	1,0	0,2	-0,5	0,5	
Singapur	1,0	1,7	0,5	1,0	2,1	6,6	0,6	2,8	5,2	3,5	2,3	2,0	5,5	2,5	2,2	
República Checa	...	2,8	1,8	2,5	2,9	6,3	1,0	1,5	1,9	3,5	1,9	2,0	2,4	3,2	1,8	
Noruega	2,2	0,5	1,5	2,3	0,7	3,8	2,2	2,4	1,3	1,5	2,0	2,5	0,2	1,7	2,2	
Israel	6,1	-0,4	1,3	2,1	0,5	4,6	3,3	2,7	3,4	2,0	2,0	2,0	2,2	2,3	2,0	
Dinamarca	2,1	1,1	1,8	1,9	1,7	3,4	1,3	2,3	2,8	2,6	2,2	1,8	2,5	2,7	2,4	
Nueva Zelanda	2,0	2,3	3,0	3,4	2,4	4,0	2,1	2,3	4,0	2,1	2,4	2,0	1,8	2,6	2,5	
Islandia	3,1	3,2	4,0	6,8	5,0	12,4	12,0	5,4	4,0	4,8	3,5	2,5	5,5	4,1	2,9	
<i>Partidas informativas</i>																
Principales economías avanzadas	1,8	2,0	2,3	2,3	2,2	3,2	-0,1	1,4	2,6	1,8	1,6	1,8	2,6	1,6	1,5	
Economías asiáticas recientemente industrializadas	2,8	2,4	2,2	1,6	2,2	4,5	1,3	2,3	3,6	2,9	2,7	2,6	2,3	2,7	2,6	

¹Variaciones de diciembre a diciembre. Varios países declaran variaciones de T4-T4.

²Basados en el Índice de Precios de Consumo Armonizado de Eurostat.

Cuadro A7. Economías emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor¹*(Variación porcentual anual)*

	Promedio										Proyecciones			Fin del período ²		
											Proyecciones			Proyecciones		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	2011	2012	2013	
África subsahariana	20,2	7,6	8,9	6,9	6,9	11,7	10,6	7,4	8,2	9,6	7,5	5,3	9,7	8,6	7,0	
Angola	413,6	43,6	23,0	13,3	12,2	12,5	13,7	14,5	13,5	11,1	8,3	4,5	11,4	10,0	7,0	
Benin	7,5	0,9	5,4	3,8	1,3	8,0	2,2	2,1	2,7	7,0	3,5	2,8	1,8	7,2	3,5	
Botswana	8,7	7,0	8,6	11,6	7,1	12,6	8,1	6,9	8,5	7,8	6,7	6,0	9,2	6,7	6,6	
Burkina Faso	5,2	-0,4	6,4	2,4	-0,2	10,7	2,6	-0,6	2,7	2,5	2,0	2,0	5,1	2,5	2,0	
Burundi	14,6	11,8	1,2	9,1	14,4	26,0	4,6	4,1	14,9	10,3	8,4	5,5	14,9	10,3	8,4	
Cabo Verde	3,9	-1,9	0,4	4,8	4,4	6,8	1,0	2,1	4,5	2,1	2,0	2,0	3,6	2,3	2,3	
Camerún ³	6,1	0,3	2,0	4,9	1,1	5,3	3,0	1,3	2,9	3,0	3,0	2,5	2,7	3,0	3,0	
Chad	7,3	-4,8	3,7	7,7	-7,4	8,3	10,1	-2,1	1,9	5,5	3,0	3,0	10,8	5,5	3,0	
Comoras	5,0	4,5	3,0	3,4	4,5	4,8	4,8	3,9	6,8	5,6	3,1	3,4	7,0	4,3	2,0	
Congo, República del	7,7	3,7	2,5	4,7	2,6	6,0	4,3	5,0	1,9	2,7	2,9	2,6	3,0	3,0	2,5	
Congo, República Democrática del	382,7	4,0	21,4	13,2	16,7	18,0	46,2	23,5	15,5	12,7	9,4	7,3	15,4	9,9	9,0	
Côte d'Ivoire	6,3	1,5	3,9	2,5	1,9	6,3	1,0	1,4	4,9	2,0	2,5	2,5	1,9	1,5	2,5	
Eritrea	13,0	25,1	12,5	15,1	9,3	19,9	33,0	12,7	13,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	
Etiopía	2,4	8,6	6,8	12,3	15,8	25,3	36,4	2,8	18,1	33,9	23,1	9,0	38,1	25,4	15,5	
Gabón	5,0	0,4	1,2	-1,4	5,0	5,3	1,9	1,4	1,3	2,3	2,6	3,0	2,3	2,3	2,6	
Gambia	4,7	14,3	5,0	2,1	5,4	4,5	4,6	5,0	4,8	4,7	5,5	5,0	4,4	5,0	6,0	
Ghana	27,8	12,6	15,1	10,2	10,7	16,5	19,3	10,7	8,7	9,6	8,9	7,0	8,6	9,8	9,0	
Guinea	5,0	17,5	31,4	34,7	22,9	18,4	4,7	15,5	21,5	15,0	11,2	5,9	20,5	12,0	8,7	
Guinea-Bissau	13,6	0,8	3,2	0,7	4,6	10,4	-1,6	1,1	5,0	3,5	2,5	2,0	3,3	2,1	1,7	
Guinea Ecuatorial	9,3	4,2	5,7	4,5	2,8	4,3	7,2	7,5	7,3	7,0	7,0	6,9	7,3	7,0	7,0	
Kenya	8,9	11,8	9,9	6,0	4,3	15,1	10,6	4,1	14,0	10,6	5,2	5,0	18,6	7,0	7,0	
Lesotho	8,4	4,6	3,6	6,3	9,2	10,7	5,9	3,4	5,6	5,2	4,6	4,7	6,4	2,9	4,1	
Liberia	...	3,6	6,9	7,2	13,7	17,5	7,4	7,3	8,5	5,2	4,2	5,0	11,4	3,3	3,4	
Madagascar	15,0	14,0	18,4	10,8	10,4	9,2	9,0	9,2	10,6	8,9	8,5	5,0	10,5	9,0	8,5	
Malawi	30,9	11,4	15,5	13,9	8,0	8,7	8,4	7,4	7,6	11,1	11,9	11,3	9,7	12,1	12,0	
Mali	5,0	-3,1	6,4	1,5	1,5	9,1	2,2	1,3	3,1	6,1	2,2	2,7	5,3	6,0	3,4	
Mauricio	6,0	4,7	4,9	8,7	8,6	9,7	2,5	2,9	6,5	4,8	5,6	4,4	4,9	5,2	5,6	
Mozambique	20,6	12,6	6,4	13,2	8,2	10,3	3,3	12,7	10,4	7,2	5,6	5,6	5,5	5,6	5,6	
Namibia	8,9	4,1	2,3	5,1	6,7	10,4	8,8	4,5	5,8	6,7	5,9	4,5	7,2	6,2	5,7	
Níger	6,0	0,4	7,8	0,1	0,1	10,5	1,1	0,9	2,9	4,5	2,0	2,0	1,4	4,5	2,0	
Nigeria	22,0	15,0	17,9	8,2	5,4	11,6	12,5	13,7	10,8	11,2	9,7	7,0	10,3	11,0	9,5	
República Centroafricana	5,6	-2,2	2,9	6,7	0,9	9,3	3,5	1,5	0,7	2,5	1,9	1,8	1,3	1,8	2,0	
Rwanda	13,0	12,0	9,1	8,8	9,1	15,4	10,3	2,3	5,7	7,9	6,8	5,0	8,4	7,5	6,0	
Santo Tomé y Príncipe	27,7	13,3	17,2	23,1	18,6	32,0	17,0	13,3	14,3	8,3	4,9	3,0	11,9	6,0	4,0	
Senegal	4,9	0,5	1,7	2,1	5,9	5,8	-1,7	1,2	3,4	3,0	2,2	2,1	2,7	2,8	2,1	
Seychelles	2,5	3,9	0,6	-1,9	5,3	37,0	31,7	-2,4	2,6	6,3	3,6	3,1	5,5	5,0	3,1	
Sierra Leona	15,5	14,2	12,0	9,5	11,6	14,8	9,2	17,8	18,5	11,5	9,1	5,4	16,9	11,0	7,5	
Sudáfrica	7,2	1,4	3,4	4,7	7,1	11,5	7,1	4,3	5,0	5,7	5,3	4,7	6,1	5,5	5,3	
Swazilandia	8,6	3,4	4,9	5,2	8,1	12,7	7,4	4,5	6,1	7,2	6,7	5,2	7,8	5,1	9,0	
Tanzania	13,4	4,1	4,4	5,6	6,3	8,4	11,8	10,5	7,0	17,4	9,5	5,4	10,9	15,6	7,9	
Togo	6,5	0,4	6,8	2,2	0,9	8,7	1,9	3,2	3,6	1,5	3,0	2,3	1,5	1,0	6,1	
Uganda	4,7	5,0	8,0	6,6	6,8	7,3	14,2	9,4	6,5	23,4	7,6	0,0	15,7	15,0	5,3	
Zambia	29,5	18,0	18,3	9,0	10,7	12,4	13,4	8,5	8,7	5,6	5,2	5,0	7,2	6,0	5,0	
Zimbabwe ⁴	...	...	...	...	...	...	6,2	3,0	3,5	6,2	5,1	5,0	4,9	6,5	5,0

Cuadro A7. Economías emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor¹ (continuación)

	Promedio										Proyecciones			Fin del período ²		
														Proyecciones		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	2011	2012	2013	
América Latina y el Caribe	25,7	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	6,0	6,0	6,6	6,4	5,9	5,6	6,7	6,3	5,9	
Antigua y Barbuda	2,2	2,0	2,1	1,8	1,4	5,3	-0,6	3,4	3,3	4,5	2,8	2,4	3,9	3,4	3,0	
Argentina ⁵	4,2	4,4	9,6	10,9	8,8	8,6	6,3	10,5	9,8	9,9	9,9	11,0	9,8	10,3	10,3	
Bahamas, Las	1,7	1,2	2,0	1,8	2,5	4,4	2,1	1,0	2,5	2,0	2,0	2,0	4,0	1,5	2,0	
Barbados	1,8	1,4	6,1	7,3	4,0	8,1	3,7	5,8	9,4	6,4	5,6	4,4	9,5	6,0	5,3	
Belice	1,7	3,1	3,7	4,2	2,3	6,4	2,0	-0,2	1,9	3,2	2,5	2,5	3,8	2,5	2,5	
Bolivia	5,5	8,1	5,2	4,1	8,7	10,3	6,5	2,5	9,9	4,9	4,5	4,0	6,9	5,0	4,4	
Brasil	52,7	6,6	6,9	4,2	3,6	5,7	4,9	5,0	6,6	5,2	5,0	4,5	6,5	5,0	5,0	
Chile	5,4	1,1	3,1	3,4	4,4	8,7	1,5	1,4	3,3	3,8	3,0	3,0	4,4	3,2	3,0	
Colombia	14,2	5,9	5,0	4,3	5,5	7,0	4,2	2,3	3,4	3,5	3,1	3,0	3,7	3,1	3,1	
Costa Rica	12,9	12,3	13,8	11,5	9,4	13,4	7,8	5,7	4,9	5,4	6,0	4,0	4,7	6,5	5,5	
Dominica	1,2	2,4	1,6	2,6	3,2	6,4	0,0	3,2	2,3	2,5	2,5	1,5	4,0	2,0	2,3	
Ecuador	33,0	2,7	2,1	3,3	2,3	8,4	5,2	3,6	4,5	5,7	4,8	3,0	5,4	5,7	4,5	
El Salvador	4,4	4,5	4,7	4,0	4,6	7,3	0,4	1,2	3,6	4,5	3,4	2,8	5,1	4,0	2,8	
Granada	1,6	2,3	3,5	4,3	3,9	8,0	-0,3	3,4	3,0	3,2	2,2	2,0	3,5	2,4	2,2	
Guatemala	8,0	7,6	9,1	6,6	6,8	11,4	1,9	3,9	6,2	4,6	4,6	4,0	6,2	5,0	4,5	
Guyana	6,7	4,7	6,9	6,7	12,2	8,1	3,0	3,7	5,7	5,5	5,6	5,6	6,2	4,9	6,2	
Haití	19,0	28,3	16,8	14,2	9,0	14,4	3,4	4,1	7,4	7,7	7,0	3,4	10,4	8,0	4,9	
Honduras	15,1	8,0	8,8	5,6	6,9	11,5	8,7	4,7	6,8	5,2	6,4	6,0	5,6	6,3	6,2	
Jamaica	13,4	13,5	15,1	8,5	9,3	22,0	9,6	12,6	7,5	6,9	6,8	6,6	6,0	6,9	6,5	
México	15,0	4,7	4,0	3,6	4,0	5,1	5,3	4,2	3,4	3,9	3,0	3,0	3,8	3,6	3,1	
Nicaragua	8,2	8,5	9,6	9,1	11,1	19,8	3,7	5,5	8,1	9,0	6,8	6,9	8,0	7,5	7,3	
Panamá	1,0	0,5	2,9	2,5	4,2	8,8	2,4	3,5	5,9	6,0	5,5	4,0	6,3	6,2	5,5	
Paraguay	10,9	4,3	6,8	9,6	8,1	10,2	2,6	4,7	6,6	5,0	5,0	4,1	4,9	5,0	5,0	
Perú	7,2	3,7	1,6	2,0	1,8	5,8	2,9	1,5	3,4	3,3	2,6	2,0	4,7	2,6	2,3	
República Dominicana	9,3	51,5	4,2	7,6	6,1	10,6	1,4	6,3	8,5	5,5	5,5	4,0	7,8	6,0	5,0	
Saint Kitts y Nevis	3,1	2,2	3,4	8,5	4,5	5,3	2,1	1,0	5,4	2,8	1,8	2,5	1,2	2,1	2,5	
San Vicente y las Granadinas	1,3	2,9	3,4	3,0	7,0	10,1	0,4	0,8	3,2	2,7	1,6	2,5	4,7	0,7	2,6	
Santa Lucía	2,6	1,5	3,9	3,6	2,8	5,5	-0,2	3,3	2,8	3,2	2,3	2,5	4,8	2,0	2,6	
Suriname	62,0	9,1	9,9	11,3	6,4	14,6	-0,1	6,9	17,7	6,3	5,5	4,0	15,3	7,5	4,0	
Trinidad y Tabago	4,2	3,7	6,9	8,3	7,9	12,0	7,0	10,5	5,1	5,4	4,0	4,0	5,3	4,0	4,0	
Uruguay	18,6	9,2	4,7	6,4	8,1	7,9	7,1	6,7	8,1	7,4	6,6	6,0	8,6	7,0	6,0	
Venezuela	39,1	21,7	16,0	13,7	18,7	30,4	27,1	28,2	26,1	31,6	28,8	27,3	25,2	33,4	28,7	
Comunidad de Estados Independientes^{6,7}	62,9	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	11,2	7,2	10,1	7,1	7,7	6,5	9,2	7,7	7,4	
Rusia	57,5	10,9	12,7	9,7	9,0	14,1	11,7	6,9	8,4	4,8	6,4	6,5	6,1	6,2	6,5	
Excluido Rusia	79,1	9,0	10,6	8,8	11,5	19,5	10,1	7,9	14,0	12,7	10,7	6,4	17,0	11,3	9,5	
Armenia	72,9	7,0	0,6	3,0	4,6	9,0	3,5	7,3	7,7	4,0	4,2	4,0	4,7	4,5	4,0	
Azerbaiyán	62,4	6,7	9,7	8,4	16,6	20,8	1,6	5,7	7,9	5,6	6,1	6,0	5,6	5,6	6,5	
Belarús	175,7	18,1	10,3	7,0	8,4	14,8	13,0	7,7	53,2	66,0	35,8	6,9	108,7	38,4	27,5	
Georgia	...	5,8	8,2	9,2	9,2	10,0	1,7	7,1	8,5	1,7	5,5	6,0	2,0	5,0	6,0	
Kazajistán	59,9	6,9	7,5	8,6	10,8	17,1	7,3	7,1	8,3	5,5	7,0	6,0	7,4	6,4	6,8	
Moldova	34,6	12,4	11,9	12,7	12,4	12,7	0,0	7,4	7,6	5,5	5,0	5,0	7,8	5,0	5,0	
Mongolia	24,2	7,9	12,5	4,5	8,2	26,8	6,3	10,2	9,5	13,6	12,5	7,0	11,1	14,2	10,8	
República Kirguisa	29,4	4,1	4,3	5,6	10,2	24,5	6,8	7,8	16,6	4,1	8,1	5,9	5,7	8,0	7,5	
Tayikistán	105,9	7,2	7,3	10,0	13,2	20,4	6,5	6,5	12,4	7,9	8,4	7,0	9,3	9,0	7,3	
Turkmenistán	146,2	5,9	10,7	8,2	6,3	14,5	-2,7	4,4	5,8	6,2	7,0	7,0	5,3	7,0	7,0	
Ucrania	70,2	9,0	13,5	9,1	12,8	25,2	15,9	9,4	8,0	4,5	6,7	5,0	4,6	7,9	5,9	
Uzbekistán	91,6	6,6	10,0	14,2	12,3	12,7	14,1	9,4	12,8	12,7	10,9	11,0	13,3	11,0	11,0	

Cuadro A7. Economías emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor¹ (continuación)

	Historial										Proyecciones			Fin del período ²		
	Promedio	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	Proyecciones			
	1994–2003												2011	2012	2013	
Economías en desarrollo de Asia	6,1	4,1	3,7	4,2	5,4	7,4	3,0	5,7	6,5	5,0	4,6	3,6	5,2	5,3	3,9	
Afganistán, República Islámica del	...	13,2	12,3	5,1	13,0	26,8	-12,2	7,7	11,2	4,5	5,0	5,0	7,7	5,0	5,0	
Bangladesh	5,2	6,1	7,0	6,8	9,1	8,9	5,4	8,1	10,7	10,4	7,9	4,8	10,6	9,6	6,8	
Bhután	6,1	4,6	5,3	5,0	5,2	8,3	4,4	7,0	8,6	8,4	7,3	5,5	6,8	8,5	6,3	
Brunei Darussalam	1,1	0,9	1,1	0,2	1,0	2,1	1,0	0,4	2,0	1,6	1,4	1,3	1,8	1,6	1,4	
Camboya	5,3	3,9	6,3	6,1	7,7	25,0	-0,7	4,0	5,5	4,0	3,6	5,7	4,9	5,5	4,6	
China	4,9	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,3	5,4	3,3	3,0	3,0	4,1	3,5	2,5	
Fiji, República de	2,7	2,8	2,3	2,5	4,8	7,7	3,7	5,5	8,6	4,9	4,5	3,5	7,0	4,8	4,5	
Filipinas	6,3	5,6	7,8	5,6	3,0	8,2	4,2	3,8	4,8	3,4	4,1	4,0	4,2	4,2	4,0	
India	7,0	3,9	4,0	6,3	6,4	8,3	10,9	12,0	8,6	8,2	7,3	4,0	6,6	8,5	6,3	
Indonesia	13,7	6,1	10,5	13,1	6,7	9,8	4,8	5,1	5,4	6,2	6,0	4,0	3,8	7,5	5,2	
Islas Salomón	9,6	6,9	7,0	11,1	7,7	17,4	7,1	1,0	6,7	5,3	4,2	4,6	7,1	5,2	4,6	
Kiribati	2,5	-0,9	-0,3	-1,5	4,2	11,0	8,8	-2,8	2,8	2,5	2,0	2,5	2,8	2,5	2,0	
Malasia	2,7	1,4	3,0	3,6	2,0	5,4	0,6	1,7	3,2	2,7	2,5	2,5	3,2	2,7	2,5	
Maldivas	2,1	6,3	2,5	3,5	7,4	12,3	4,0	4,7	12,1	11,5	8,3	3,0	15,0	8,0	8,0	
Myanmar	...	3,8	10,7	26,3	32,9	22,5	8,2	8,2	4,2	5,8	6,3	5,3	5,0	5,4	5,3	
Nepal	6,5	4,0	4,5	8,0	6,2	6,7	12,6	9,5	9,6	7,8	7,4	5,5	9,7	7,2	6,9	
Pakistán	7,3	4,0	9,3	8,0	7,8	10,8	17,6	10,1	13,7	12,0	12,5	14,0	13,3	11,0	11,5	
Papua Nueva Guinea	11,5	2,1	1,8	2,4	0,9	10,8	6,9	6,0	8,4	6,8	6,7	6,5	6,9	6,8	6,7	
República Democrática Popular Lao	29,7	10,5	7,2	6,8	4,5	7,6	0,0	6,0	8,7	6,7	5,3	3,5	9,7	6,0	4,8	
Samoa	4,0	7,8	7,8	3,5	4,7	6,3	14,6	-0,2	2,9	7,5	4,0	4,0	2,9	5,5	4,0	
Sri Lanka	9,4	9,0	11,0	10,0	15,8	22,4	3,5	6,2	6,7	7,5	8,0	6,0	4,9	9,1	7,0	
Tailandia	3,6	2,8	4,5	4,6	2,2	5,5	-0,8	3,3	3,8	3,9	3,3	3,0	3,5	5,5	1,6	
Timor-Leste	...	3,2	1,1	3,9	10,3	9,0	0,7	6,8	13,5	13,0	8,0	8,0	17,4	9,5	8,0	
Tonga	5,1	10,8	8,5	6,1	7,4	7,4	3,5	3,9	5,3	4,5	5,3	6,0	5,4	4,5	6,0	
Tuvalu	...	2,4	3,2	4,2	2,3	10,4	-0,3	-1,9	0,5	2,6	2,7	2,7	...	...	...
Vanuatu	2,5	1,4	1,2	2,0	3,9	4,8	4,3	2,8	1,2	2,6	3,0	3,0	1,8	3,0	3,0	
Vietnam	5,1	7,9	8,4	7,5	8,3	23,1	6,7	9,2	18,7	12,6	6,8	5,0	18,1	9,5	5,9	
Europa central y oriental³	37,7	6,6	5,9	5,9	6,0	8,1	4,7	5,3	5,3	6,2	4,5	3,8	6,4	5,3	4,1	
Albania	10,3	2,9	2,4	2,4	2,9	3,4	2,2	3,6	3,4	1,9	3,0	3,0	1,7	3,1	3,0	
Bosnia y Herzegovina	...	0,3	3,6	6,1	1,5	7,4	-0,4	2,1	3,7	2,2	2,1	2,4	2,7	2,2	2,1	
Bulgaria	62,5	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	2,5	3,0	3,4	2,1	2,3	3,0	2,0	2,1	2,5	
Croacia	10,7	2,0	3,3	3,2	2,9	6,1	2,4	1,0	2,3	2,2	2,4	3,0	2,0	2,5	2,7	
Hungría	14,0	6,8	3,6	3,9	7,9	6,1	4,2	4,9	3,9	5,2	3,5	3,0	4,1	5,0	3,2	
Kosovo	...	-1,1	-1,4	0,6	4,4	9,4	-2,4	3,5	7,3	0,6	1,2	1,3	3,6	1,0	1,9	
Letonia	9,8	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	3,3	-1,2	4,2	2,6	2,2	2,1	3,9	2,0	2,4	
Lituania	...	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	4,2	1,2	4,1	3,1	2,5	2,2	3,5	3,3	2,3	
Macedonia, ex República Yugoslava de	12,4	-0,4	0,5	3,2	2,3	8,4	-0,8	1,5	3,9	2,0	2,0	2,0	2,8	2,0	2,0	
Montenegro	...	3,1	3,4	2,1	3,5	9,0	3,6	0,7	3,1	2,0	1,1	1,3	2,8	1,7	1,3	
Polonia	12,8	3,5	2,1	1,0	2,5	4,2	3,5	2,5	4,3	3,8	2,7	2,5	4,6	3,2	2,5	
Rumania	53,2	11,9	9,0	6,6	4,8	7,8	5,6	6,1	5,8	2,9	3,1	3,0	3,1	3,6	3,0	
Serbia	...	10,6	16,2	10,7	6,9	12,4	8,1	6,2	11,2	4,1	4,3	3,8	7,0	4,5	4,0	
Turquía	67,3	8,6	8,2	9,6	8,8	10,4	6,3	8,6	6,5	10,6	7,1	5,5	10,4	8,6	6,2	

Cuadro A7. Economías emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor¹ (conclusión)

	Promedio									Proyecciones			Fin del período ²		
	1994–2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017	Proyecciones		
													2011	2012	2013
Oriente Medio y Norte de África	8,2	6,6	5,6	7,6	10,1	13,6	6,6	6,9	9,6	9,5	8,7	6,9	9,4	9,0	8,7
Arabia Saudita	0,4	0,4	0,6	2,3	4,1	9,9	5,1	5,4	5,0	4,8	4,4	4,0	5,3	4,7	4,2
Argelia	9,4	3,6	1,6	2,3	3,6	4,9	5,7	3,9	4,5	5,5	4,5	4,3	4,5	6,5	4,5
Bahrein	0,9	2,2	2,6	2,0	3,3	3,5	2,8	2,0	1,0	1,0	1,5	2,0	1,0	2,0	2,0
Djibouti	2,5	3,1	3,1	3,5	5,0	12,0	1,7	4,0	5,1	4,3	2,5	2,5	7,6	2,0	1,3
Egipto	5,1	8,1	8,8	4,2	11,0	11,7	16,2	11,7	11,1	9,5	12,1	7,0	11,8	10,8	12,7
Emiratos Árabes Unidos	3,0	5,0	6,2	9,3	11,1	12,3	1,6	0,9	0,9	1,5	1,7	2,1	1,2	1,6	1,8
Irán, República Islámica del	21,4	15,3	10,4	11,9	18,4	25,4	10,8	12,4	21,3	21,8	18,2	15,5	19,6	18,0	18,2
Iraq	...	...	...	53,2	30,8	2,7	-2,2	2,4	6,0	7,0	6,0	4,0	6,0	7,0	6,0
Jordania	2,5	3,4	3,5	6,3	4,7	13,9	-0,7	5,0	4,4	4,9	5,6	4,4	3,3	4,9	5,4
Kuwait	1,7	1,3	4,1	3,1	5,5	10,6	4,0	4,0	4,7	3,5	4,0	4,1	4,7	3,5	4,0
Líbano	4,1	1,7	-0,7	5,6	4,1	10,8	1,2	4,5	5,0	4,0	3,3	2,0	3,1	4,5	2,0
Libia	0,7	1,0	2,9	1,4	6,2	10,4	2,4	2,5	14,1	1,9	-2,3	5,0	14,1	1,9	-2,3
Mauritania	4,9	10,4	12,1	6,2	7,3	7,3	2,2	6,3	5,7	5,3	6,1	5,1	5,5	6,0	6,3
Marruecos	2,5	1,5	1,0	3,3	2,0	3,9	1,0	1,0	0,9	2,0	2,5	2,6	0,9	2,0	2,5
Omán	-0,3	0,7	1,9	3,4	5,9	12,6	3,5	3,3	4,0	3,2	3,0	2,7	3,3	3,1	3,0
Qatar	2,5	6,8	8,8	11,8	13,8	15,0	-4,9	-2,4	2,0	4,0	4,0	5,0	2,0	4,0	4,0
República Árabe Siria ⁸	3,2	4,4	7,2	10,4	4,7	15,2	2,8	4,4	...	...	...	...	...	...	...
Sudán ⁹	36,4	8,4	8,5	7,2	8,0	14,3	11,3	13,0	18,1	23,2	26,0	12,3	18,9	28,2	25,9
Túnez	3,5	3,6	2,0	4,1	3,4	4,9	3,5	4,4	3,5	5,0	4,0	3,5	3,5	5,0	4,0
Yemen, República del	22,6	12,5	9,9	10,8	7,9	19,0	3,7	11,2	17,6	17,1	14,1	8,0	22,7	16,1	12,0

¹En conformidad con la práctica habitual de Perspectivas de la economía mundial, las variaciones de los precios al consumidor se indican el año transcurrido de diciembre a diciembre, como se suele hacer en algunos países. Para muchos países, las cifras de los últimos años son estimaciones del personal técnico del FMI. Los datos de algunos países son los del ejercicio correspondiente.

²Variaciones de diciembre a diciembre. Varios países declaran variaciones de T4-T4.

³Las variaciones porcentuales para 2002 se calcularon usando un período de 18 meses debido a una modificación del ciclo del año fiscal (de julio-junio a enero-diciembre).

⁴El dólar de Zimbabwe dejó de circular a comienzos de 2009. Los datos se basan en las estimaciones de la evolución de los precios y el tipo de cambio del dólar de EE.UU. preparadas por el personal técnico del FMI. Las estimaciones del personal técnico del FMI del dólar de EE.UU. pueden diferir de las estimaciones preparadas por las autoridades.

⁵Las cifras se basan en los datos oficiales del IPC. Las autoridades se han comprometido a mejorar la calidad de los datos oficiales sobre el IPC-GBA de Argentina, de modo tal que la provisión de dichos datos se torne consistente con el cumplimiento de las obligaciones establecidas en el Convenio Constitutivo del FMI. Hasta tanto mejore la calidad de los datos reportados, el personal del FMI utilizará también otros indicadores alternativos de inflación para el seguimiento macroeconómico, entre los cuales se incluyen estimaciones de analistas privados, que han mostrado que la inflación desde 2007 es, en promedio, significativamente más alta que los datos oficiales reportados para la inflación.

⁶Para muchos países se ha utilizado el índice de precios al por menor para medir la inflación en los primeros años. En los últimos años, se han utilizado en general los índices de precios al consumidor, cuya cobertura es más amplia y actualizada.

⁷Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

⁸No se incluyen los datos de la República Árabe Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.

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

Cuadro A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general¹

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

	Promedio							Proyecciones		
	1996–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2017
Principales economías avanzadas										
Préstamo neto/endeudamiento neto	...	-2,2	-2,0	-4,5	-10,0	-8,7	-7,7	-6,8	-5,5	-3,6
Brecha del producto ²	0,4	0,8	0,8	-1,0	-5,9	-4,0	-3,8	-3,7	-3,2	-0,1
Saldo estructural ²	...	-2,6	-2,5	-3,9	-6,2	-6,5	-5,9	-5,0	-4,0	-3,4
Estados Unidos										
Préstamo neto/endeudamiento neto	...	-2,0	-2,7	-6,7	-13,0	-10,5	-9,6	-8,1	-6,3	-4,4
Brecha del producto ²	1,0	0,9	0,1	-2,2	-7,0	-5,1	-5,1	-4,9	-4,4	0,0
Saldo estructural ²	...	-2,4	-2,8	-5,0	-7,5	-7,8	-7,2	-5,9	-4,4	-4,3
Deuda neta	43,4	48,5	48,2	53,7	65,9	73,1	80,3	83,7	86,7	88,4
Deuda bruta	62,7	66,6	67,2	76,1	89,9	98,5	102,9	106,6	110,2	113,0
Zona del euro										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-2,4	-1,3	-0,7	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-3,2	-2,7	-1,1
Brecha del producto ²	0,0	1,4	2,7	1,6	-3,5	-2,4	-1,4	-2,3	-2,2	-0,3
Saldo estructural ²	-2,5	-2,4	-2,3	-2,9	-4,4	-4,2	-3,2	-1,8	-1,3	-0,9
Deuda neta	55,3	54,3	52,0	54,0	62,2	65,8	68,4	70,3	71,5	69,5
Deuda bruta	70,6	68,6	66,4	70,2	79,9	85,7	88,1	90,0	91,0	86,9
Alemania³										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-2,6	-1,6	0,2	-0,1	-3,2	-4,3	-1,0	-0,8	-0,6	-0,2
Brecha del producto ²	-0,6	1,0	2,7	2,3	-3,7	-1,5	0,2	-0,4	-0,2	0,0
Saldo estructural ^{2,4}	-2,5	-2,3	-1,1	-0,9	-1,2	-2,2	-1,0	-0,6	-0,5	-0,1
Deuda neta	45,2	53,0	50,4	50,0	56,6	56,8	56,1	54,1	53,4	52,4
Deuda bruta	61,9	67,9	65,2	66,7	74,4	83,2	81,5	78,9	77,4	71,1
Francia										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-2,9	-2,4	-2,7	-3,3	-7,6	-7,1	-5,3	-4,6	-3,9	-0,5
Brecha del producto ²	0,0	0,1	0,7	-0,7	-4,2	-3,6	-2,6	-2,7	-2,5	0,0
Saldo estructural ^{2,4}	-2,8	-2,3	-3,0	-2,9	-4,8	-4,6	-3,4	-2,5	-1,9	-0,2
Deuda neta	53,9	59,6	59,5	62,3	72,0	76,6	80,4	83,2	84,9	78,8
Deuda bruta	60,4	63,9	64,2	68,3	79,0	82,4	86,3	89,0	90,8	84,6
Italia										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-3,3	-3,3	-1,5	-2,7	-5,4	-4,5	-3,9	-2,4	-1,5	-1,1
Brecha del producto ²	0,6	2,0	2,8	1,0	-4,5	-2,9	-2,3	-3,8	-4,1	-1,1
Saldo estructural ^{2,5}	-4,4	-4,0	-3,2	-3,5	-3,6	-3,3	-2,9	-0,4	0,6	-0,5
Deuda neta	94,8	89,3	86,9	88,8	97,1	99,0	99,6	102,3	102,6	98,8
Deuda bruta	109,9	106,1	103,1	105,8	116,1	118,7	120,1	123,4	123,8	118,9
Japón										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-6,0	-3,7	-2,1	-4,1	-10,4	-9,4	-10,1	-10,0	-8,7	-7,5
Brecha del producto ²	-0,8	-0,4	0,3	-1,6	-7,3	-3,6	-4,6	-3,0	-1,8	0,1
Saldo estructural ²	-5,7	-3,5	-2,2	-3,6	-7,4	-7,9	-8,1	-8,7	-7,9	-7,5
Deuda neta	60,3	81,0	80,5	95,3	106,2	112,8	126,6	135,2	142,7	165,5
Deuda bruta ⁶	144,9	186,0	183,0	191,8	210,2	215,3	229,8	235,8	241,1	256,6
Reino Unido										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-1,5	-2,6	-2,7	-4,9	-10,4	-9,9	-8,7	-8,0	-6,6	-1,0
Brecha del producto ²	0,5	1,1	2,2	1,3	-3,3	-2,7	-3,2	-4,0	-3,7	0,0
Saldo estructural ²	-1,8	-3,5	-4,0	-6,5	-9,0	-7,8	-6,3	-5,1	-3,8	-0,7
Deuda neta	37,3	38,0	38,1	46,0	60,9	71,1	78,3	84,2	87,2	82,6
Deuda bruta	42,4	43,1	43,9	52,5	68,4	75,1	82,5	88,4	91,4	86,8
Canadá										
Préstamo neto/endeudamiento neto	0,5	1,6	1,6	0,1	-4,9	-5,6	-4,5	-3,7	-2,9	-0,5
Brecha del producto ²	0,6	1,7	1,7	0,2	-4,0	-2,4	-1,7	-1,5	-1,3	0,1
Saldo estructural ²	0,2	0,8	0,5	-0,6	-2,5	-4,1	-3,6	-2,8	-2,2	-0,6
Deuda neta	48,9	26,3	22,9	22,6	28,3	30,4	33,3	35,4	36,9	35,6
Deuda bruta	85,1	70,3	66,5	71,1	83,6	85,1	85,0	84,7	82,0	73,6

Nota: La metodología y los supuestos específicos para cada país se analizan en el recuadro A1 del apéndice estadístico. Los datos fiscales compuestos de los grupos de países se calculan como la suma de los valores individuales de los respectivos países en dólares de EE.UU.

¹Los datos de la deuda se refieren al final del año. No siempre es posible comparar los datos de la deuda de los distintos países.

²Porcentaje del PIB potencial.

³A partir de 1995, el gobierno general se hizo cargo de las obligaciones de amortización y servicio de la deuda del Fondo Fiduciario Alemán (y de varios otros organismos). Esta deuda es equivalente al 8% del PIB, y el correspondiente servicio de la deuda representa entre ½% y 1% del PIB.

⁴No incluye ingresos de carácter excepcional provenientes de transacciones de activos sustanciales, incluidas las licencias.

⁵Excluye las medidas excepcionales basadas en los datos de las autoridades y, cuando no se dispone de datos, los ingresos provenientes de la venta de activos.

⁶Incluye las participaciones de capital.

Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial

(Variación porcentual anual)

	Promedios		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones	
	1994–2003	2004–13									2012	2013
Comercio de bienes y servicios												
Comercio mundial¹												
Volumen	6,9	5,4	10,6	7,8	9,3	7,9	2,9	-10,5	12,9	5,8	4,0	5,6
Deflactor de precios												
En dólares de EE.UU.	0,2	4,2	9,4	5,2	5,2	7,5	11,3	-10,6	5,5	10,9	-0,2	-0,2
En DEG	0,2	3,2	3,5	5,5	5,6	3,3	7,7	-8,4	6,7	7,1	2,1	-0,2
Volumen del comercio												
Exportaciones												
Economías avanzadas	6,2	4,4	9,3	6,2	8,9	6,8	1,9	-11,5	12,2	5,3	2,3	4,7
Economías emergentes y en desarrollo	8,7	7,7	13,3	11,9	11,5	10,5	4,7	-7,7	14,7	6,7	6,6	7,2
Importaciones												
Economías avanzadas	6,9	3,7	9,3	6,3	7,8	5,2	0,5	-12,2	11,5	4,3	1,8	4,1
Economías emergentes y en desarrollo	7,0	9,4	15,8	12,1	11,9	14,9	9,0	-8,1	15,3	8,8	8,4	8,1
Términos de intercambio												
Economías avanzadas	0,2	-0,6	-0,4	-1,5	-1,1	0,3	-2,0	2,3	-1,0	-1,7	-0,9	0,1
Economías emergentes y en desarrollo	0,3	1,5	3,3	4,9	2,8	1,1	2,9	-4,3	2,0	3,2	0,6	-1,1
Comercio de bienes												
Comercio mundial¹												
Volumen	7,1	5,3	10,6	7,8	9,2	7,2	2,4	-11,7	14,3	6,3	3,7	5,6
Deflactor de precios												
En dólares de EE.UU.	0,3	4,5	9,2	5,7	5,8	7,6	12,1	-11,8	6,6	12,1	0,1	-0,2
En DEG	0,2	3,5	3,3	6,0	6,2	3,5	8,5	-9,6	7,7	8,3	2,4	-0,2
Precios del comercio mundial en dólares de EE.UU.²												
Manufacturas	0,2	2,6	5,1	2,7	2,5	6,0	6,7	-6,6	2,4	7,2	0,2	0,2
Petróleo	5,6	14,3	30,7	41,3	20,5	10,7	36,4	-36,3	27,9	31,6	10,3	-4,1
Productos primarios no combustibles	-0,3	7,4	15,2	6,1	23,2	14,1	7,5	-15,7	26,3	17,8	-10,3	-2,1
Alimentos	-0,8	6,1	14,0	-0,9	10,5	15,2	23,4	-14,7	11,5	19,7	-7,5	-3,1
Bebidas	1,2	6,6	-0,9	18,1	8,4	13,8	23,3	1,6	14,1	16,6	-22,2	1,6
Materias primas agrícolas	-1,0	3,0	4,1	0,5	8,8	5,0	-0,8	-17,0	33,2	22,7	-13,2	-3,4
Metales	1,4	12,9	34,6	22,4	56,2	17,4	-7,8	-19,2	48,2	13,5	-10,5	-0,7
Precios del comercio mundial en DEG²												
Manufacturas	0,2	1,6	-0,6	3,0	3,0	1,9	3,3	-4,3	3,5	3,6	2,5	0,2
Petróleo	5,5	13,2	23,6	41,6	21,0	6,4	32,1	-34,8	29,3	27,2	12,8	-4,1
Productos primarios no combustibles	-0,4	6,3	9,0	6,3	23,8	9,6	4,1	-13,6	27,7	13,8	-8,2	-2,1
Alimentos	-0,9	5,1	7,8	-0,7	11,0	10,7	19,5	-12,6	12,7	15,7	-5,4	-3,2
Bebidas	1,2	5,6	-6,3	18,3	8,8	9,4	19,4	4,1	15,4	12,7	-20,4	1,6
Materias primas agrícolas	-1,1	2,0	-1,6	0,8	9,3	0,9	-3,9	-14,9	34,7	18,6	-11,2	-3,4
Metales	1,4	11,8	27,3	22,7	56,9	12,8	-10,7	-17,2	49,8	9,7	-8,4	-0,7
Precios del comercio mundial en euros²												
Manufacturas	0,6	1,0	-4,4	2,5	1,7	-2,9	-0,7	-1,4	7,5	2,2	6,0	0,1
Petróleo	6,0	12,6	18,9	41,0	19,5	1,4	27,1	-32,7	34,3	25,5	16,7	-4,2
Productos primarios no combustibles	0,0	5,7	4,8	5,9	22,3	4,5	0,1	-10,9	32,6	12,3	-5,1	-2,2
Alimentos	-0,5	4,5	3,7	-1,1	9,6	5,6	14,9	-9,8	17,0	14,1	-2,1	-3,2
Bebidas	1,6	5,0	-9,9	17,8	7,5	4,2	14,8	7,3	19,8	11,2	-17,7	1,5
Materias primas agrícolas	-0,7	1,5	-5,3	0,3	8,0	-3,8	-7,6	-12,3	39,9	17,0	-8,2	-3,5
Metales	1,8	11,2	22,4	22,2	55,0	7,5	-14,1	-14,6	55,5	8,3	-5,3	-0,7

Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial (conclusión)

	Promedios										Proyecciones	
	1994–2003	2004–13	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Comercio de bienes												
Volumen del comercio												
Exportaciones												
Economías avanzadas	6,4	4,2	9,0	5,8	8,8	5,8	1,5	-13,3	14,0	5,7	2,3	4,8
Economías emergentes y en desarrollo	8,6	7,2	12,4	11,9	10,8	9,5	4,3	-8,4	15,0	6,4	5,9	6,5
Exportadoras de combustibles	4,4	4,4	11,4	9,0	5,3	5,3	3,9	-8,1	7,0	4,4	4,8	2,5
Exportadoras de otros productos	10,1	8,4	12,7	12,9	13,1	11,4	4,6	-8,5	18,2	7,2	6,4	8,3
Importaciones												
Economías avanzadas	7,2	3,7	9,7	6,6	8,1	4,7	-0,1	-13,1	13,3	5,1	1,3	4,2
Economías emergentes y en desarrollo	7,1	9,2	16,1	11,9	11,2	14,3	8,3	-9,3	16,0	9,4	8,1	7,9
Exportadoras de combustibles	3,8	9,7	15,2	15,4	13,1	23,0	14,0	-12,4	8,3	9,0	9,3	5,8
Exportadoras de otros productos	8,0	9,1	16,3	11,2	10,8	12,4	7,0	-8,5	17,9	9,6	7,8	8,3
Deflactor de precios en DEG												
Exportaciones												
Economías avanzadas	-0,1	2,3	1,7	3,5	4,1	3,3	5,2	-6,8	4,9	6,5	1,1	-0,2
Economías emergentes y en desarrollo	2,0	6,3	8,7	13,1	11,1	4,8	13,9	-13,7	12,7	12,3	4,0	-0,8
Exportadoras de combustibles	4,4	10,2	15,0	28,9	17,6	7,0	24,9	-25,4	20,8	20,9	7,9	-3,1
Exportadoras de otros productos	1,2	4,6	6,5	7,1	8,3	3,9	9,2	-8,0	9,5	8,9	2,3	0,2
Importaciones												
Economías avanzadas	-0,2	2,8	2,4	5,2	5,4	2,8	8,0	-10,1	6,1	8,1	2,0	-0,2
Economías emergentes y en desarrollo	1,4	4,6	4,7	6,9	7,9	3,7	10,8	-9,3	10,7	7,6	3,6	0,5
Exportadoras de combustibles	1,5	4,6	4,2	8,3	7,8	4,4	9,2	-4,9	8,1	5,1	3,9	1,1
Exportadoras de otros productos	1,4	4,5	4,7	6,7	7,9	3,6	11,1	-10,4	11,4	8,2	3,5	0,4
Términos de intercambio												
Economías avanzadas	0,1	-0,6	-0,7	-1,6	-1,3	0,4	-2,5	3,6	-1,1	-1,5	-1,0	-0,1
Economías emergentes y en desarrollo	0,6	1,6	3,9	5,7	2,9	1,1	2,8	-4,8	1,8	4,3	0,4	-1,4
Por regiones												
África subsahariana	...	3,9	5,0	10,6	7,7	4,1	10,6	-13,9	11,0	7,9	1,5	-2,4
América Latina y el Caribe	1,1	2,7	5,9	4,8	6,6	1,6	3,0	-7,8	10,5	8,0	-3,0	-1,0
Comunidad de Estados Independientes ³	2,7	5,5	11,8	14,5	8,7	2,3	14,4	-19,0	12,7	11,3	4,9	-1,4
Economías en desarrollo de Asia	-0,8	-0,7	1,1	-0,9	-0,8	0,0	-3,2	5,5	-6,3	-1,1	-1,1	-0,2
Europa central y oriental	0,2	-0,1	0,8	0,6	-4,0	1,4	-2,8	3,1	-1,7	0,7	1,2	0,0
Oriente Medio y Norte de África	2,0	4,0	6,4	17,8	6,8	1,2	11,1	-17,2	7,9	12,6	3,1	-5,3
Por criterios analíticos												
Por fuentes de ingresos de exportación												
Exportadoras de combustibles	2,9	5,4	10,3	19,0	9,1	2,5	14,3	-21,5	11,8	15,1	3,9	-4,1
Exportadoras de otros productos	-0,2	0,1	1,7	0,4	0,3	0,3	-1,8	2,7	-1,7	0,6	-1,2	-0,2
<i>Partida informativa</i>												
Exportaciones mundiales en miles de millones de dólares de EE.UU.												
Bienes y servicios	7.210	17.921	11.316	12.867	14.835	17.248	19.707	15.755	18.758	21.982	22.763	23.980
Bienes	5.817	14.487	9.070	10.366	11.995	13.868	15.902	12.383	15.084	17.958	18.642	19.600
Precio medio del petróleo ⁴	5,6	14,3	30,7	41,3	20,5	10,7	36,4	-36,3	27,9	31,6	10,3	-4,1
En dólares de EE.UU. el barril	21,03	79,31	37,76	53,35	64,27	71,13	97,04	61,78	79,03	104,01	114,71	110,00
Valor unitario de la exportación de manufacturas ⁵	0,2	2,6	5,1	2,7	2,5	6,0	6,7	-6,6	2,4	7,2	0,2	0,2

¹Promedio de la variación porcentual anual de las exportaciones e importaciones mundiales.

²Representados, respectivamente, por el índice de valor unitario de exportación, en el caso de las manufacturas de las economías avanzadas y que representa el 83% de las ponderaciones de las economías avanzadas (exportaciones de bienes); por el precio promedio de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate, y por los precios promedios del mercado mundial de los productos primarios no combustibles ponderados por su participación en la exportación mundial de productos de 2002–04.

³Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

⁴Variación porcentual del promedio de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate.

⁵Variación porcentual de las manufacturas exportadas por las economías avanzadas.

Cuadro A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones		
									2012	2013	2017
	<i>(Miles de millones de dólares de EE.UU.)</i>										
Economías avanzadas	-207,8	-396,6	-433,5	-324,0	-496,4	-86,8	-85,4	-102,8	-157,6	-80,3	-255,8
Estados Unidos	-628,5	-745,8	-800,6	-710,3	-677,1	-376,6	-470,9	-473,4	-509,9	-499,0	-695,6
Zona del euro ^{1,2}	121,6	51,9	53,7	45,6	-100,8	6,2	37,5	41,0	93,6	124,7	160,2
Japón	172,1	165,7	170,4	211,0	157,1	141,8	195,9	120,2	130,0	166,2	129,0
Otras economías avanzadas ³	127,0	131,7	143,0	129,8	124,5	141,8	152,2	209,5	128,7	127,7	150,6
<i>Partida informativa</i>											
Economías asiáticas recientemente industrializadas	87,1	83,2	99,0	128,3	86,5	123,8	137,2	134,8	127,8	132,8	161,5
Economías emergentes y en desarrollo	215,8	412,6	644,1	633,0	676,3	294,7	400,6	476,3	450,3	373,3	271,3
Por regiones											
África subsahariana	-7,9	-0,7	30,6	12,5	1,2	-27,8	-24,6	-21,1	-25,6	-36,3	-81,5
América Latina y el Caribe	22,0	35,8	50,1	13,9	-32,1	-22,4	-55,2	-68,2	-107,2	-119,0	-181,2
Comunidad de Estados Independientes ⁴	63,5	87,6	96,3	71,7	108,0	41,8	72,4	112,5	106,2	52,8	-62,4
Economías en desarrollo de Asia	90,2	137,2	268,6	399,7	405,9	300,6	303,6	201,3	145,9	189,9	483,9
Europa central y oriental	-55,1	-61,1	-89,0	-136,2	-159,9	-49,5	-81,8	-114,1	-108,7	-113,2	-160,1
Oriente Medio y Norte de África	103,1	213,9	287,5	271,4	353,3	52,0	186,2	366,0	439,7	399,0	272,5
<i>Partida informativa</i>											
Unión Europea	68,6	-4,3	-34,4	-66,9	-183,8	-15,9	-24,6	17,1	51,1	90,6	154,6
Por criterios analíticos											
Por fuentes de ingresos de exportación											
Combustibles	185,8	352,5	481,6	435,2	596,6	142,1	322,8	586,6	663,4	552,0	263,4
Otros productos	30,1	60,1	162,5	197,7	79,7	152,7	77,8	-110,3	-213,1	-178,7	7,9
Productos primarios	-0,1	-0,9	10,0	7,8	-15,7	-2,1	-4,2	-18,2	-26,7	-23,9	-15,1
Por fuentes de financiamiento externo											
Economías deudoras netas	-60,6	-90,3	-116,9	-227,3	-374,5	-190,0	-278,0	-343,1	-415,5	-427,7	-554,3
Financiamiento oficial	-5,2	-6,0	-3,5	-5,4	-12,2	-9,4	-11,4	-13,4	-18,5	-16,1	-18,3
Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda											
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2006-10	-3,4	-6,7	-3,7	-13,8	-30,1	-24,7	-31,5	-38,9	-48,8	-48,1	-55,2
Mundo¹	8,0	16,1	210,6	309,0	179,9	207,9	315,3	373,5	292,8	292,9	15,4

Cuadro A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente (conclusión)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones		
									2012	2013	2017
	<i>Porcentaje del PIB</i>										
Economías avanzadas	-0,6	-1,1	-1,2	-0,8	-1,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5
Estados Unidos	-5,3	-5,9	-6,0	-5,1	-4,7	-2,7	-3,2	-3,1	-3,3	-3,1	-3,5
Zona del euro ^{1,2}	1,2	0,5	0,5	0,4	-0,7	0,0	0,3	0,3	0,7	1,0	1,1
Japón	3,7	3,6	3,9	4,8	3,2	2,8	3,6	2,0	2,2	2,7	1,9
Otras economías avanzadas ³	1,9	1,8	1,8	1,4	1,3	1,7	1,6	2,0	1,2	1,1	1,1
<i>Partida informativa</i>											
Economías asiáticas recientemente industrializadas	6,5	5,5	5,9	7,0	5,0	7,7	7,2	6,5	5,9	5,7	5,3
Economías emergentes y en desarrollo	2,4	3,8	5,0	4,0	3,5	1,6	1,9	1,9	1,7	1,3	0,7
Por regiones											
África subsahariana	-1,5	-0,1	4,3	1,5	0,1	-3,1	-2,4	-1,8	-2,0	-2,6	-4,5
América Latina y el Caribe	1,0	1,3	1,6	0,4	-0,7	-0,6	-1,1	-1,2	-1,8	-2,0	-2,4
Comunidad de Estados Independientes ⁴	8,2	8,7	7,4	4,2	5,0	2,5	3,7	4,6	4,0	1,7	-1,5
Economías en desarrollo de Asia	2,6	3,4	5,6	6,6	5,5	3,8	3,2	1,8	1,2	1,4	2,5
Europa central y oriental	-5,6	-5,2	-6,8	-8,3	-8,3	-3,1	-4,7	-6,0	-5,6	-5,5	-5,8
Oriente Medio y Norte de África	9,6	16,0	18,1	14,6	15,2	2,5	7,8	13,2	14,5	12,7	7,1
<i>Partida informativa</i>											
Unión Europea	0,5	0,0	-0,2	-0,4	-1,0	-0,1	-0,2	0,1	0,3	0,5	0,8
Por criterios analíticos											
Por fuentes de ingresos de exportación											
Combustibles	10,3	15,2	16,6	12,2	13,1	3,8	7,4	11,2	11,4	8,8	3,3
Otros productos	0,4	0,7	1,6	1,6	0,5	1,1	0,4	-0,6	-1,0	-0,8	0,0
Productos primarios	0,0	-0,3	2,9	2,0	-3,5	-0,5	-0,8	-2,9	-3,9	-3,2	-1,5
Por fuentes de financiamiento externo											
Economías deudoras netas	-1,2	-1,6	-1,8	-2,8	-4,0	-2,2	-2,7	-3,0	-3,5	-3,4	-3,3
Financiamiento oficial	-2,6	-2,7	-1,4	-1,8	-3,4	-2,5	-2,8	-3,4	-4,3	-3,5	-2,9
Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda											
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2006–10	-0,8	-1,4	-0,6	-2,0	-3,5	-3,0	-3,3	-3,6	-4,3	-4,0	-3,5
Mundo¹	0,0	0,0	0,4	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,0
<i>Partidas informativas</i>											
Porcentaje del total mundial de las transacciones en cuenta corriente	0,0	0,1	0,7	0,9	0,5	0,7	0,8	0,9	0,6	0,6	0,0
Porcentaje del PIB mundial	0,0	0,0	0,4	0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,0

¹Refleja los errores, omisiones y asimetrías de las estadísticas de balanza de pagos en cuenta corriente, así como la exclusión de los datos correspondientes a los organismos internacionales y a un número limitado de países. Véase "Clasificación de los países" en la introducción de este apéndice estadístico.

²Calculado como la suma de los balances en cuenta corriente de los países de la zona del euro.

³En este cuadro, "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón.

⁴Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente

(Porcentaje del PIB)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones		
									2012	2013	2017
Economías avanzadas	-0,6	-1,1	-1,2	-0,8	-1,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5
Estados Unidos	-5,3	-5,9	-6,0	-5,1	-4,7	-2,7	-3,2	-3,1	-3,3	-3,1	-3,5
Zona del euro ¹	1,2	0,5	0,5	0,4	-0,7	0,0	0,3	0,3	0,7	1,0	1,1
Alemania	4,7	5,1	6,3	7,4	6,2	5,9	6,1	5,7	5,2	4,9	3,6
Francia	0,5	-0,5	-0,6	-1,0	-1,7	-1,5	-1,7	-2,2	-1,9	-1,5	-0,4
Italia	-0,3	-0,8	-1,5	-1,2	-2,9	-2,1	-3,5	-3,2	-2,2	-1,5	-1,6
España	-5,2	-7,4	-9,0	-10,0	-9,6	-5,2	-4,6	-3,7	-2,1	-1,7	0,0
Países Bajos	7,6	7,4	9,3	6,7	4,3	4,2	6,6	7,5	8,2	7,8	5,8
Bélgica	3,2	2,0	1,9	1,6	-1,6	-1,7	1,5	-0,1	-0,3	0,4	1,4
Austria	2,2	2,2	2,8	3,5	4,9	2,7	3,0	1,2	1,4	1,4	1,6
Grecia	-5,9	-7,4	-11,2	-14,4	-14,7	-11,0	-10,0	-9,7	-7,4	-6,6	-1,1
Portugal	-8,3	-10,3	-10,7	-10,1	-12,6	-10,9	-10,0	-6,4	-4,2	-3,5	-2,8
Finlandia	6,2	3,4	4,2	4,3	2,6	1,8	1,4	-0,7	-1,0	-0,3	0,3
Irlanda	-0,6	-3,5	-3,5	-5,3	-5,6	-2,9	0,5	0,1	1,0	1,7	4,0
República Eslovaca	-7,8	-8,5	-7,8	-5,3	-6,6	-3,2	-3,5	0,1	-0,4	-0,4	-0,7
Eslovenia	-2,6	-1,7	-2,5	-4,8	-6,9	-1,3	-0,8	-1,1	0,0	-0,3	-1,4
Luxemburgo	11,9	11,5	10,4	10,1	5,1	6,5	7,7	6,9	5,7	5,6	6,0
Estonia	-11,3	-10,0	-15,3	-15,9	-9,7	3,7	3,6	3,2	0,9	-0,3	-3,4
Chipre	-5,0	-5,9	-7,0	-11,8	-15,6	-10,7	-9,9	-8,5	-6,2	-6,3	-6,5
Malta	-5,9	-8,7	-10,0	-5,3	-5,3	-8,3	-6,4	-3,2	-3,0	-2,9	-2,7
Japón	3,7	3,6	3,9	4,8	3,2	2,8	3,6	2,0	2,2	2,7	1,9
Reino Unido	-2,1	-2,6	-3,2	-2,5	-1,4	-1,5	-3,3	-1,9	-1,7	-1,1	-0,5
Canadá	2,3	1,9	1,4	0,8	0,3	-3,0	-3,1	-2,8	-2,7	-2,7	-2,0
Corea	4,5	2,2	1,5	2,1	0,3	3,9	2,9	2,4	1,9	1,5	0,7
Australia	-6,1	-5,7	-5,3	-6,2	-4,3	-4,2	-2,8	-2,2	-4,6	-5,1	-6,1
Taiwan, provincia china de	5,8	4,8	7,0	8,9	6,9	11,4	9,3	8,8	8,0	8,4	8,9
Suecia	6,6	6,8	8,4	9,2	8,7	7,0	6,3	6,7	3,0	2,9	7,1
Hong Kong, RAE de	9,5	11,4	12,1	12,3	13,7	8,6	5,5	4,1	3,2	3,5	6,4
Suiza	13,4	14,1	14,9	8,9	2,2	11,0	15,6	14,0	12,1	11,6	9,8
Singapur	17,1	21,4	24,5	25,8	13,9	16,2	24,4	21,9	21,8	21,3	18,6
República Checa	-5,0	-0,9	-2,1	-4,4	-2,1	-2,5	-3,0	-2,9	-2,1	-1,9	-1,8
Noruega	12,6	16,1	16,4	12,5	15,9	10,8	12,4	14,6	14,8	13,7	9,5
Israel	1,7	3,1	4,8	2,7	0,9	3,6	2,9	0,1	-0,9	0,0	1,0
Dinamarca	3,3	4,1	3,1	1,4	2,6	3,5	5,5	6,2	4,8	4,5	4,7
Nueva Zelanda	-5,7	-7,9	-8,3	-8,2	-8,8	-2,6	-3,4	-4,1	-5,4	-6,3	-7,1
Islandia	-9,8	-16,2	-25,7	-15,7	-28,3	-11,8	-8,4	-6,5	-2,8	-1,5	-2,8
<i>Partidas informativas</i>											
Principales economías avanzadas	-1,3	-1,8	-1,9	-1,2	-1,4	-0,6	-1,0	-1,1	-1,1	-0,9	-1,3
Zona del euro ²	0,8	0,1	-0,1	0,1	-1,6	-0,3	-0,5	-0,3	0,7	1,0	1,1
Economías asiáticas											
recientemente industrializadas	6,5	5,5	5,9	7,0	5,0	7,7	7,2	6,5	5,9	5,7	5,3

¹Calculado sumando los saldos de cada uno de los países que integran la zona del euro.

²Corregido para declarar las discrepancias en las transacciones.

Cuadro A12. Economías emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente*(Porcentaje del PIB)*

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones		
									2012	2013	2017
África subsahariana	-1,5	-0,1	4,3	1,5	0,1	-3,1	-2,4	-1,8	-2,0	-2,6	-4,5
Angola	3,8	18,7	29,6	21,7	12,7	-8,9	10,4	8,1	9,7	6,2	-5,0
Benin	-7,0	-6,3	-5,3	-10,2	-8,1	-8,9	-7,2	-7,9	-7,6	-7,4	-5,1
Botswana	3,5	15,2	17,2	15,0	6,9	-5,8	-5,2	-6,8	-4,1	-1,4	0,7
Burkina Faso	-11,0	-11,6	-9,1	-8,2	-11,2	-4,4	-3,6	-4,4	-8,0	-6,9	-6,1
Burundi	-5,4	-5,4	-22,9	-5,9	-1,8	-11,5	-9,9	-12,9	-12,3	-8,7	-7,8
Cabo Verde	-14,3	-3,5	-5,4	-14,7	-15,7	-15,6	-12,5	-12,5	-12,1	-10,5	-8,4
Camerún	-3,4	-3,4	1,6	1,4	-1,2	-3,7	-2,8	-3,5	-4,8	-3,3	-3,1
Chad	-17,1	1,2	5,9	11,6	9,0	-4,0	-3,5	-17,7	-10,0	3,3	-2,4
Comoras	-4,6	-7,4	-6,0	-5,7	-10,9	-7,7	-6,9	-9,9	-11,1	-9,6	-7,8
Congo República del	-5,7	3,7	3,6	-6,5	2,3	-7,4	5,1	6,2	4,3	3,8	-1,1
Congo, República Democrática del	-3,0	-13,3	-2,7	-1,1	-17,5	-10,5	-6,9	-8,7	-7,8	-6,5	-5,7
Côte d'Ivoire	1,6	0,2	2,8	-0,7	1,9	7,0	1,1	6,7	-2,8	-3,0	-4,8
Eritrea	-0,7	0,3	-3,6	-6,1	-5,5	-7,6	-5,6	0,6	2,8	2,6	-2,5
Etiopía	-1,4	-6,3	-9,1	-4,5	-5,6	-5,0	-4,4	-2,0	-8,4	-7,6	-5,2
Gabón	11,2	22,9	15,6	17,0	24,2	6,3	9,1	10,2	11,7	7,5	3,7
Gambia	-4,5	-10,3	-6,9	-8,3	-12,1	-12,3	-15,7	-14,1	-17,9	-14,9	-12,2
Ghana	-2,2	-4,4	-7,1	-8,0	-10,8	-3,2	-7,3	-10,0	-6,9	-6,0	-8,1
Guinea	-2,5	-1,0	-4,6	-11,7	-10,3	-9,9	-12,4	-6,4	-36,1	-39,7	3,5
Guinea-Bissau	1,4	-2,1	-5,6	-3,5	-4,9	-6,4	-8,3	-6,2	-7,2	-6,9	-4,3
Guinea Ecuatorial	-21,6	-6,2	7,7	5,0	9,1	-17,1	-24,1	-9,7	-9,0	-6,6	-7,5
Kenya	0,1	-1,4	-2,2	-3,7	-7,4	-5,7	-6,5	-11,8	-9,6	-8,4	-5,5
Lesotho	9,8	-1,0	14,6	6,2	10,3	-3,4	-15,1	-16,6	-11,2	-15,4	-0,2
Liberia	-20,2	-37,4	-13,8	-28,7	-57,3	-38,2	-43,4	-43,2	-60,5	-58,7	-10,2
Madagascar	-10,6	-11,6	-9,9	-12,7	-20,6	-21,1	-9,7	-7,4	-6,3	-5,5	-0,6
Malawi	-11,2	-11,9	-11,3	1,0	-9,7	-5,5	-1,2	-3,4	-2,1	-1,8	-1,6
Mali	-7,9	-8,5	-4,1	-6,9	-12,2	-7,3	-12,6	-10,2	-10,3	-9,0	-8,3
Mauricio	-1,8	-5,0	-9,1	-5,4	-10,1	-7,4	-8,2	-10,3	-11,1	-10,1	-5,7
Mozambique	-10,7	-11,6	-10,7	-9,7	-11,9	-12,2	-11,7	-13,0	-12,7	-12,4	-10,8
Namibia	7,0	4,7	13,9	9,1	2,8	1,8	-1,8	-6,2	-4,4	-4,0	-2,2
Níger	-7,3	-8,9	-8,6	-8,2	-13,0	-25,0	-21,1	-28,5	-26,6	-20,7	-11,3
Nigeria	5,6	8,7	25,3	16,8	13,6	7,9	1,3	6,2	7,3	5,3	-0,4
República Centroafricana	-1,8	-6,5	-3,0	-6,2	-9,9	-8,1	-9,9	-6,9	-7,6	-6,8	-4,2
Rwanda	1,8	1,0	-4,3	-2,2	-4,9	-7,3	-6,0	-10,4	-12,5	-8,6	-2,0
Santo Tomé y Príncipe	-16,0	-11,0	-25,8	-29,8	-22,0	-25,5	-34,1	-33,1	-35,2	-33,6	-9,2
Senegal	-6,9	-8,9	-9,2	-11,6	-14,1	-6,7	-6,1	-8,3	-10,0	-10,7	-7,6
Seychelles	-9,1	-22,2	-15,8	-15,3	-20,2	-9,8	-20,1	-21,6	-22,5	-18,3	-1,7
Sierra Leona	-5,8	-7,1	-5,6	-5,5	-11,5	-8,4	-28,8	-56,4	-10,0	-9,4	-9,5
Sudáfrica	-3,0	-3,5	-5,3	-7,0	-7,2	-4,0	-2,8	-3,3	-4,8	-5,5	-6,0
Swazilandia	3,1	-4,1	-7,4	-2,2	-8,2	-13,8	-16,5	-11,1	0,4	-5,7	-6,5
Tanzania	-2,5	-5,1	-8,2	-10,4	-11,9	-10,7	-9,3	-9,7	-12,3	-11,2	-12,0
Togo	-10,0	-9,9	-8,4	-8,7	-6,8	-6,6	-7,1	-7,5	-9,3	-9,3	-7,1
Uganda	0,1	-1,4	-3,4	-3,1	-3,1	-8,7	-9,6	-11,1	-12,5	-10,7	-8,7
Zambia	-10,4	-8,5	-0,4	-6,5	-7,2	4,2	7,1	1,2	1,3	2,6	3,6
Zimbabwe ¹	-8,4	-10,8	-8,5	-7,1	-22,9	-24,2	-23,1	-17,5	-15,7	-14,9	-12,0

Cuadro A12. Economías emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente (continuación)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones		
									2012	2013	2017
América Latina y el Caribe	1,0	1,3	1,6	0,4	-0,7	-0,6	-1,1	-1,2	-1,8	-2,0	-2,4
Antigua y Barbuda	-13,1	-18,8	-27,8	-30,6	-27,3	-19,2	-12,9	-10,8	-13,7	-15,5	-15,6
Argentina ²	1,7	2,6	3,2	2,4	1,6	2,1	0,6	-0,5	-0,7	-1,1	-1,9
Bahamas Las	-2,4	-8,4	-17,7	-16,4	-14,9	-11,4	-11,7	-17,0	-18,4	-19,4	-12,2
Barbados	-8,3	-8,0	-4,8	-2,7	-9,6	-5,6	-8,2	-8,4	-8,3	-7,1	-3,6
Belice	-14,7	-13,6	-2,1	-4,1	-10,6	-5,9	-3,1	-1,6	-3,0	-3,9	-6,6
Bolivia	3,5	5,5	10,6	11,0	12,0	4,0	4,9	2,2	1,6	1,1	0,1
Brasil	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,7	-1,5	-2,2	-2,1	-3,2	-3,2	-3,4
Chile	2,6	1,5	4,6	4,1	-3,2	2,0	1,5	-1,3	-2,4	-2,4	-2,1
Colombia	-0,8	-1,3	-1,9	-2,8	-2,9	-2,1	-3,1	-2,8	-2,7	-2,4	-2,0
Costa Rica	-4,3	-4,9	-4,5	-6,3	-9,3	-2,0	-3,5	-5,2	-5,5	-5,5	-5,1
Dominica	-16,0	-21,0	-12,9	-20,8	-26,9	-21,3	-21,1	-23,9	-25,6	-19,8	-15,0
Ecuador	-1,6	1,0	4,4	3,6	2,5	-0,3	-3,3	-0,3	0,5	0,6	-2,4
El Salvador	-4,1	-3,6	-4,1	-6,1	-7,1	-1,5	-2,3	-5,9	-4,8	-4,1	-3,0
Granada	-1,6	-21,2	-25,2	-26,6	-24,5	-24,1	-25,5	-22,9	-24,0	-26,2	-20,3
Guatemala	-4,9	-4,6	-5,0	-5,2	-4,3	0,0	-1,5	-2,8	-3,2	-3,4	-3,6
Guyana	-6,7	-10,1	-13,1	-11,1	-13,2	-9,1	-9,5	-13,7	-12,3	-20,6	-10,1
Haití	-1,6	0,7	-1,5	-1,5	-4,4	-3,5	-2,6	-3,5	-4,5	-5,5	-3,7
Honduras	-7,7	-3,0	-3,7	-9,0	-15,4	-3,7	-6,2	-8,6	-7,8	-6,3	-5,3
Jamaica	-6,3	-9,3	-10,2	-16,9	-18,1	-10,9	-8,1	-9,9	-12,5	-12,4	-7,7
México	-0,7	-0,7	-0,5	-0,9	-1,4	-0,6	-0,3	-0,8	-0,8	-0,9	-1,3
Nicaragua	-14,5	-14,3	-13,4	-17,8	-23,8	-12,2	-14,4	-17,8	-19,8	-18,7	-13,3
Panamá	-7,5	-4,9	-3,1	-7,9	-10,9	-0,7	-10,8	-12,7	-12,5	-12,4	-7,7
Paraguay	2,1	0,2	1,4	1,5	-1,9	0,5	-3,4	-1,2	-3,5	-1,4	-1,3
Perú	0,0	1,4	3,1	1,4	-4,2	0,2	-1,7	-1,3	-2,0	-1,9	-1,5
República Dominicana	4,8	-1,4	-3,6	-5,3	-9,9	-5,0	-8,6	-7,9	-6,9	-6,7	-5,7
Saint Kitts y Nevis	-16,2	-14,9	-15,8	-18,1	-25,6	-25,7	-20,6	-14,0	-18,7	-17,9	-16,0
San Vicente y las Granadinas	-19,6	-18,0	-19,3	-28,0	-32,9	-29,4	-31,6	-28,8	-25,1	-22,9	-14,0
Santa Lucía	-10,5	-17,0	-28,6	-32,4	-28,4	-12,6	-15,2	-17,1	-16,9	-16,0	-14,5
Suriname	-10,3	-13,0	7,7	10,5	9,6	-1,0	2,0	1,1	-13,0	-15,2	0,8
Trinidad y Tabago	12,4	22,5	39,6	24,8	30,6	8,2	19,9	20,7	20,0	18,2	10,1
Uruguay	0,0	0,2	-2,0	-0,9	-5,7	-0,4	-1,2	-2,2	-3,6	-3,2	-1,7
Venezuela	13,8	17,7	14,8	8,7	11,9	2,6	4,9	8,6	7,4	5,6	2,0
Comunidad de Estados Independientes³	8,2	8,7	7,4	4,2	5,0	2,5	3,7	4,6	4,0	1,7	-1,5
Rusia	10,1	11,1	9,5	5,9	6,2	4,0	4,7	5,5	4,8	1,9	-1,9
Excluido Rusia	2,2	1,3	0,6	-1,3	0,8	-1,9	0,5	1,9	1,5	1,3	-0,3
Armenia	-0,5	-1,0	-1,8	-6,4	-11,8	-15,8	-14,7	-12,3	-11,0	-9,5	-6,9
Azerbaiyán	-29,8	1,3	17,6	27,3	35,5	23,6	29,1	26,3	21,8	16,4	5,0
Belarús	-5,3	1,4	-3,9	-6,7	-8,2	-12,6	-15,0	-10,4	-6,2	-6,5	-5,9
Georgia	-6,9	-11,1	-15,1	-19,7	-22,6	-11,3	-11,5	-12,7	-10,3	-9,3	-6,8
Kazajstán	0,8	-1,8	-2,5	-8,1	4,7	-3,5	2,0	7,6	6,6	5,6	2,9
Moldova	-1,8	-7,6	-11,3	-15,2	-16,2	-8,6	-8,3	-10,6	-9,7	-9,9	-7,8
Mongolia	1,2	1,2	6,5	6,3	-12,9	-9,0	-14,9	-30,4	-24,4	-1,8	8,8
República Kirguisa	4,9	2,8	-3,1	-0,2	-8,1	0,7	-6,9	-3,1	-4,8	-4,2	-2,9
Tayikistán	-3,9	-1,7	-2,8	-8,6	-7,6	-5,9	2,1	-2,3	-3,6	-5,0	-4,4
Turkmenistán	0,6	5,1	15,7	15,5	16,5	-16,0	-11,7	1,8	2,1	1,3	0,2
Ucrania	10,6	2,9	-1,5	-3,7	-7,1	-1,5	-2,2	-5,6	-5,9	-5,2	-5,3
Uzbekistán	7,2	7,7	9,1	7,3	8,7	2,2	6,2	5,8	2,8	3,0	1,2

Cuadro A12. Economías emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente (continuación)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones		
									2012	2013	2017
Economías en desarrollo											
de Asia	2,6	3,4	5,6	6,6	5,5	3,8	3,2	1,8	1,2	1,4	2,5
Afganistán, República Islámica del	-4,7	-2,7	-5,6	1,3	0,9	-2,8	1,7	-0,1	-1,1	-2,6	-4,6
Bangladesh	-0,3	0,0	1,2	0,8	1,4	2,8	1,7	-0,4	-1,0	-0,6	0,0
Bhután	-32,6	-4,8	14,8	-2,4	-10,5	-5,5	-11,6	-18,3	-33,2	-36,5	-17,2
Brunei Darussalam	42,2	47,3	50,1	47,8	48,9	40,2	45,5	54,2	52,6	53,4	65,3
Camboya	-2,2	-3,8	-0,6	-0,9	-4,5	-3,5	-4,0	-9,6	-10,6	-9,7	-5,2
China	3,6	5,9	8,6	10,1	9,1	5,2	5,1	2,8	2,3	2,6	4,3
Fiji, República de	-12,6	-9,3	-18,1	-14,2	-18,1	-7,6	-11,3	-11,9	-9,8	-18,6	-7,6
Filipinas	1,8	1,9	4,4	4,8	2,1	5,6	4,5	2,7	0,9	1,0	1,9
India	0,1	-1,3	-1,0	-0,7	-2,5	-2,1	-3,3	-2,8	-3,2	-2,9	-2,4
Indonesia	-0,2	-1,0	3,0	2,4	0,0	2,5	0,8	0,2	-0,4	-0,9	-1,2
Islas Salomón	16,8	-6,7	-9,1	-15,7	-20,5	-21,4	-30,3	-11,6	-12,7	-15,6	-11,8
Kiribati	-25,2	-34,4	-17,6	-19,3	-16,8	-26,6	-15,4	-22,4	-27,2	-24,0	-27,8
Malasia	12,1	15,0	16,7	15,9	17,7	16,5	11,5	11,5	10,8	10,4	8,6
Maldivas	-11,4	-27,5	-23,2	-28,4	-34,3	-21,0	-17,4	-13,2	-21,6	-17,2	-19,0
Myanmar	2,4	3,7	7,1	0,6	-2,7	-2,8	-0,9	-2,6	-4,3	-3,4	-5,1
Nepal	2,7	2,0	2,1	-0,1	2,7	4,2	-2,4	-0,9	2,5	0,0	-0,1
Pakistán	1,8	-1,4	-3,9	-4,8	-8,5	-5,7	-2,2	0,2	-1,9	-2,1	-3,7
Papua Nueva Guinea	2,3	6,1	7,6	3,1	12,0	-7,3	-8,4	-34,3	-30,5	-21,8	6,2
República Democrática Popular Lao	-17,9	-18,1	-9,9	-15,7	-18,5	-21,0	-18,2	-19,4	-19,6	-22,0	-14,3
Samoa	-8,4	-9,6	-10,2	-16,0	-6,5	-3,1	-8,1	-15,1	-14,2	-13,9	-8,4
Sri Lanka	-3,1	-2,5	-5,3	-4,3	-9,5	-0,5	-2,2	-7,5	-7,3	-7,5	-5,8
Tailandia	1,7	-4,3	1,1	6,3	0,8	8,3	4,1	3,4	1,0	1,4	1,0
Timor-Leste	11,4	32,2	50,0	65,1	66,7	51,7	48,1	55,0	43,5	36,2	20,2
Tonga	0,4	-5,0	-5,5	-5,5	-8,1	-7,8	-3,9	-4,0	-3,8	-2,6	-3,3
Tuvalu	-2,5	14,9	14,3	0,4	-31,4	14,9	-15,5	-9,6	-10,7	-10,0	-11,4
Vanuatu	-4,5	-8,8	-6,0	-8,0	-11,4	-7,1	-6,0	-6,3	-7,2	-7,0	-6,7
Vietnam	-3,5	-1,1	-0,3	-9,8	-11,9	-6,6	-4,1	-0,5	-1,6	-1,4	-1,2
Europa central y oriental	-5,6	-5,2	-6,8	-8,3	-8,3	-3,1	-4,7	-6,0	-5,6	-5,5	-5,8
Albania	-4,0	-6,1	-5,6	-10,4	-15,1	-13,5	-11,6	-13,2	-13,2	-12,5	-8,0
Bosnia y Herzegovina	-16,2	-17,1	-8,0	-10,7	-14,1	-6,3	-6,1	-8,3	-7,8	-7,1	-4,7
Bulgaria	-6,4	-11,7	-17,6	-25,2	-23,2	-8,9	-1,3	1,9	2,1	1,6	-1,3
Croacia	-4,1	-5,3	-6,7	-7,3	-8,9	-5,0	-1,0	0,9	0,4	-0,2	-2,6
Hungría	-8,4	-7,5	-7,4	-7,3	-7,4	-0,2	1,1	1,6	3,3	1,2	-3,3
Kosovo	-8,4	-7,4	-6,7	-8,3	-15,3	-15,4	-17,4	-20,3	-18,3	-18,3	-13,9
Letonia	-12,9	-12,5	-22,6	-22,4	-13,2	8,7	3,0	-1,2	-1,9	-2,5	-3,3
Lituania	-7,6	-7,0	-10,6	-14,5	-13,3	4,7	1,5	-1,7	-2,0	-2,3	-3,3
Macedonia, ex República Yugoslava de	-8,1	-2,5	-0,4	-7,1	-12,8	-6,8	-2,2	-2,8	-5,0	-6,2	-5,0
Montenegro	-7,2	-8,5	-31,3	-39,5	-50,6	-29,6	-24,6	-19,4	-19,7	-20,0	-18,9
Polonia	-5,2	-2,4	-3,8	-6,2	-6,6	-4,0	-4,7	-4,3	-4,5	-4,3	-3,9
Rumania	-8,4	-8,6	-10,4	-13,4	-11,6	-4,2	-4,5	-4,2	-4,2	-4,7	-4,9
Serbia	-12,1	-8,7	-10,2	-16,1	-21,6	-7,1	-7,2	-9,1	-8,6	-7,9	-5,6
Turquía	-3,7	-4,6	-6,1	-5,9	-5,7	-2,2	-6,3	-9,9	-8,8	-8,2	-7,9

Cuadro A12. Economías emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente (conclusión)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones		
									2012	2013	2017
Oriente Medio y Norte de África	9,6	16,0	18,1	14,6	15,2	2,5	7,8	13,2	14,5	12,7	7,1
Arabia Saudita	20,8	28,5	27,8	24,3	27,8	5,6	14,8	24,4	27,9	22,7	14,0
Argelia	13,0	20,5	24,7	22,8	20,1	0,3	7,5	10,3	10,0	7,9	4,6
Bahrein	4,2	11,0	13,8	15,7	10,2	2,9	3,4	4,2	7,1	9,5	6,7
Djibouti	-1,3	-3,2	-11,5	-21,4	-24,3	-9,1	-5,8	-12,6	-12,1	-11,9	-9,5
Egipto	4,3	3,2	1,6	1,7	0,5	-2,3	-2,0	-2,0	-2,6	-2,1	-1,3
Emiratos Árabes Unidos	6,1	12,4	16,3	6,9	7,9	3,4	3,1	9,2	10,3	10,4	9,1
Irán, República Islámica del	0,5	7,6	8,5	10,6	6,5	2,6	6,0	10,7	6,6	5,1	2,1
Iraq	...	6,2	19,0	12,5	19,2	-13,8	-1,8	7,9	9,1	10,8	11,3
Jordania	0,1	-18,0	-11,5	-17,2	-9,3	-4,9	-5,6	-9,5	-8,3	-6,8	-4,1
Kuwait	26,2	37,2	44,6	36,8	40,9	24,4	29,6	41,8	46,2	41,9	34,5
Líbano	-15,3	-13,4	-5,3	-6,8	-9,2	-9,8	-10,8	-14,4	-14,2	-13,4	-11,0
Libia	21,1	38,3	51,0	43,5	38,0	14,9	20,9	4,4	15,4	23,6	11,5
Marruecos	1,7	1,8	2,2	-0,1	-5,2	-5,4	-4,2	-7,4	-5,9	-6,0	-5,0
Mauritania	-34,6	-47,2	-1,3	-17,2	-14,8	-10,7	-8,8	-6,5	-18,3	-13,7	-3,9
Omán	4,5	16,8	15,4	5,9	8,3	-1,3	8,8	13,2	12,9	8,3	-9,3
Qatar	22,4	29,9	25,1	25,4	28,7	10,2	26,3	28,4	31,5	29,0	8,3
República Árabe Siria ⁴	-3,1	-2,2	1,4	-0,2	-1,3	-3,6	-3,3	...	...	...	...
Sudán ⁵	-2,2	-7,9	-7,0	-4,4	-4,7	-7,9	0,7	2,1	-4,6	-4,0	-1,4
Tunéz	-2,4	-0,9	-1,8	-2,4	-3,8	-2,8	-4,8	-7,4	-7,1	-7,1	-5,8
Yemen, República del	1,6	3,8	1,1	-7,0	-4,6	-10,2	-3,7	-3,5	-1,0	-3,9	-5,2

¹El dólar de Zimbabwe dejó de circular a comienzos de 2009. Los datos se basan en las estimaciones de la evolución de los precios y el tipo de cambio del dólar de EE.UU. preparadas por el personal técnico del FMI. Las estimaciones del personal técnico del FMI del dólar de EE.UU. pueden diferir de las estimaciones preparadas por las autoridades.

²Los cálculos se basan en los datos oficiales del PIB de Argentina. Véase la nota del cuadro A4.

³Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

⁴No se incluyen los datos de la República Árabe Siria correspondientes a 2011 y años posteriores debido a la incertidumbre de la situación política.

⁵Los datos de Sudán correspondientes a 2011 excluyen a Sudán del Sur a partir del 9 de julio. Los datos de 2012 en adelante se refieren al Estado actual de Sudán.

Cuadro A13. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos financieros netos¹

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	Promedio									Proyecciones	
	2001–03	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Economías emergentes y en desarrollo											
Flujos financieros privados netos	110,1	242,4	320,7	299,4	700,1	259,5	285,2	527,0	521,0	394,7	460,0
Inversión privada directa neta	155,6	187,5	293,2	303,6	440,2	479,6	313,9	332,0	418,3	403,8	421,2
Flujos privados netos de cartera	-32,1	16,9	41,1	-39,5	105,9	-72,9	86,0	232,9	101,1	79,3	99,3
Otros flujos financieros privados netos	-13,4	38,1	-13,7	35,3	154,1	-147,1	-114,7	-37,9	1,6	-88,4	-60,5
Flujos financieros oficiales netos ²	-10,1	-68,4	-95,0	-163,9	-92,6	-97,8	135,0	74,7	-109,8	-109,7	-112,9
Variación de las reservas ³	-189,1	-414,6	-590,6	-755,4	-1,210,0	-724,9	-520,3	-873,8	-831,6	-733,3	-724,6
<i>Partida informativa</i>											
Cuenta corriente ⁴	93,6	215,8	412,6	644,1	633,0	676,3	294,7	400,6	476,3	450,3	373,3
África subsahariana											
Flujos financieros privados netos	1,8	10,8	21,0	4,3	18,7	9,1	14,1	-9,7	9,2	21,1	35,2
Inversión privada directa neta	13,6	11,7	18,5	8,7	22,1	35,4	31,0	22,2	32,6	33,8	45,1
Flujos privados netos de cartera	-4,0	2,0	-0,9	5,5	-1,6	-31,5	-5,2	-4,4	-14,5	-1,2	-0,2
Otros flujos financieros privados netos	-7,8	-2,9	3,3	-9,9	-1,8	5,3	-11,7	-27,4	-8,9	-11,6	-9,7
Flujos financieros oficiales netos ²	0,3	-0,3	-7,8	-29,5	-0,9	9,2	16,3	30,7	27,1	25,9	21,9
Variación de las reservas ³	-0,5	-18,7	-23,2	-29,6	-28,4	-19,1	10,5	-3,5	-20,9	-26,8	-25,5
América Latina y el Caribe											
Flujos financieros privados netos	28,0	17,3	45,4	29,9	94,6	74,1	64,8	127,7	198,9	155,3	151,3
Inversión privada directa neta	53,6	50,5	57,3	32,8	90,7	98,3	70,2	77,1	133,4	128,7	130,4
Flujos privados netos de cartera	-14,1	-21,5	2,9	15,9	39,5	-11,8	34,2	72,7	44,2	29,7	28,2
Otros flujos financieros privados netos	-11,4	-11,8	-14,9	-18,8	-35,7	-12,4	-39,6	-22,1	21,3	-3,1	-7,3
Flujos financieros oficiales netos ²	15,1	-10,6	-38,7	-56,0	-4,7	4,2	43,4	46,7	17,1	34,4	31,1
Variación de las reservas ³	-9,7	-24,3	-36,3	-52,5	-133,6	-50,6	-49,7	-104,6	-119,4	-60,9	-43,2
Comunidad de Estados Independientes⁵											
Flujos financieros privados netos	6,9	5,6	29,1	51,6	129,2	-97,9	-63,1	-22,6	-60,7	-55,2	-17,4
Inversión privada directa neta	5,1	13,2	11,7	21,4	28,3	50,6	16,2	10,3	22,0	16,8	23,5
Flujos privados netos de cartera	1,6	4,7	3,9	4,9	19,5	-31,5	-9,5	10,1	-5,2	-1,8	2,2
Otros flujos financieros privados netos	0,1	-12,3	13,5	25,4	81,4	-117,0	-69,7	-43,0	-77,5	-70,3	-43,0
Flujos financieros oficiales netos ²	-1,4	-10,1	-18,3	-25,4	-6,0	-19,0	42,4	0,2	-8,6	-8,3	-12,1
Variación de las reservas ³	-20,7	-54,9	-77,1	-127,9	-168,0	27,0	-7,9	-52,7	-44,0	-36,5	-19,0
Economías en desarrollo de Asia											
Flujos financieros privados netos	54,7	162,4	126,8	97,6	206,5	83,0	188,7	331,8	303,2	264,9	241,1
Inversión privada directa neta	55,0	68,3	131,9	131,6	175,4	169,6	104,1	160,1	168,1	163,2	149,9
Flujos privados netos de cartera	-2,9	39,6	15,5	-46,3	64,0	9,1	56,8	101,3	64,7	69,8	75,3
Otros flujos financieros privados netos	2,6	54,4	-20,7	12,4	-32,9	-95,7	27,8	70,3	70,4	31,9	15,9
Flujos financieros oficiales netos ²	-9,6	-19,9	-3,2	2,7	1,3	-6,6	20,2	21,4	9,7	15,0	13,8
Variación de las reservas ³	-120,5	-245,5	-281,0	-361,5	-612,2	-491,5	-467,3	-584,5	-468,5	-441,0	-461,3
Europa central y oriental											
Flujos financieros privados netos	23,6	49,7	102,1	117,6	182,4	153,5	25,9	79,7	88,9	95,3	112,1
Inversión privada directa neta	14,4	30,6	37,8	64,1	74,7	67,5	30,4	21,7	33,7	35,1	39,0
Flujos privados netos de cartera	2,4	15,7	20,8	0,9	-4,2	-10,4	9,0	27,1	28,8	23,8	28,4
Otros flujos financieros privados netos	6,9	3,4	43,5	52,5	111,8	96,4	-13,5	30,9	26,5	36,4	44,6
Flujos financieros oficiales netos ²	5,4	9,6	3,3	5,0	-6,1	20,5	48,4	35,1	21,8	11,3	3,0
Variación de las reservas ³	-6,9	-12,8	-43,6	-32,3	-36,4	-4,0	-29,0	-36,8	-14,4	-2,0	-6,6
Oriente Medio y Norte de África											
Flujos financieros privados netos	-5,0	-3,3	-3,7	-1,7	68,8	37,7	54,7	20,1	-18,5	-86,7	-62,4
Inversión privada directa neta	13,9	13,1	35,9	45,0	48,9	58,2	62,0	40,5	28,7	26,1	33,3
Flujos privados netos de cartera	-15,1	-23,6	-1,1	-20,3	-11,4	3,2	0,6	26,1	-16,9	-41,0	-34,6
Otros flujos financieros privados netos	-3,8	7,2	-38,5	-26,4	31,2	-23,7	-7,9	-46,6	-30,2	-71,7	-61,0
Flujos financieros oficiales netos ²	-19,9	-37,2	-30,2	-60,8	-76,2	-106,1	-35,7	-59,5	-176,8	-187,9	-170,7
Variación de las reservas ³	-30,7	-58,3	-129,5	-151,6	-231,2	-186,6	23,1	-91,7	-164,4	-166,2	-169,0
<i>Partidas informativas</i>											
Exportadores de combustibles											
Flujos financieros privados netos	-8,6	-8,2	0,9	8,8	125,4	-144,5	-67,7	-78,1	-150,3	-214,9	-155,8
Otros países											
Flujos financieros privados netos	118,6	250,6	319,8	290,6	574,7	404,0	352,9	605,0	671,3	609,6	615,8

¹Los flujos financieros netos comprenden la inversión directa neta, la inversión de cartera neta y otros flujos financieros privados y oficiales netos y variación de las reservas.²Excluidas las donaciones e incluidas las transacciones en activos y pasivos externos realizadas por organismos oficiales.³El signo menos indica un aumento.⁴La suma del saldo en cuenta corriente, los flujos financieros privados netos, los flujos oficiales netos y la variación de las reservas equivale, con signo contrario, a la suma de la cuenta de capital y los errores y omisiones.⁵Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A14. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos financieros privados¹

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	Promedio									Proyecciones	
	2001-03	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Economías emergentes y en desarrollo											
Flujos financieros privados netos	110,1	242,4	320,7	299,4	700,1	259,5	285,2	527,0	521,0	394,7	460,0
Entradas	-97,8	-265,8	-335,8	-620,2	-815,6	-584,4	-297,3	-580,8	-553,6	-614,9	-626,8
Salidas	207,0	508,3	655,0	919,6	1.514,8	841,5	582,6	1.106,0	1.074,0	1.006,5	1.084,2
África subsahariana											
Flujos financieros privados netos	1,8	10,8	21,0	4,3	18,7	9,1	14,1	-9,7	9,2	21,1	35,2
Entradas	-8,7	-11,5	-15,8	-29,9	-34,0	-18,8	-15,6	-29,0	-21,2	-24,3	-31,3
Salidas	10,8	22,7	37,0	34,3	53,1	28,0	29,7	19,0	29,6	44,6	65,7
América Latina y el Caribe											
Flujos financieros privados netos	28,0	17,3	45,4	29,9	94,6	74,1	64,8	127,7	198,9	155,3	151,3
Entradas	-31,9	-45,7	-50,3	-91,9	-114,9	-74,9	-96,6	-160,9	-113,2	-78,1	-79,8
Salidas	59,0	62,8	94,6	121,8	209,6	148,1	161,1	287,5	312,1	232,4	230,3
Comunidad de Estados Independientes²											
Flujos financieros privados netos	6,9	5,6	29,1	51,6	129,2	-97,9	-63,1	-22,6	-60,7	-55,2	-17,4
Entradas	-20,6	-53,0	-80,3	-100,1	-160,6	-264,8	-74,0	-103,5	-128,9	-122,1	-110,5
Salidas	27,5	58,6	109,4	152,0	289,8	167,4	11,1	80,4	68,0	65,2	93,2
Economías en desarrollo de Asia											
Flujos financieros privados netos	54,7	162,4	126,8	97,6	206,5	83,0	188,7	331,8	303,2	264,9	241,1
Entradas	-19,5	-54,1	-115,7	-221,6	-248,2	-171,1	-92,8	-234,2	-210,6	-273,4	-290,0
Salidas	73,9	216,3	242,2	319,2	454,1	253,1	281,1	565,8	513,9	538,3	529,9
Europa central y oriental											
Flujos financieros privados netos	23,6	49,7	102,1	117,6	182,4	153,5	25,9	79,7	88,9	95,3	112,1
Entradas	-6,9	-30,0	-17,8	-56,4	-44,5	-29,3	-10,0	-6,9	10,8	2,0	3,4
Salidas	30,6	79,7	119,8	173,7	226,0	182,0	36,6	86,8	78,4	93,7	108,9
Oriente Medio y Norte de África											
Flujos financieros privados netos	-5,0	-3,3	-3,7	-1,7	68,8	37,7	54,7	20,1	-18,5	-86,7	-62,4
Entradas	-10,1	-71,5	-55,8	-120,3	-213,4	-25,4	-8,3	-46,4	-90,5	-119,1	-118,6
Salidas	5,1	68,3	52,1	118,6	282,2	63,1	63,0	66,5	72,0	32,4	56,2

¹Los flujos financieros netos comprenden la inversión directa, la inversión de cartera y otros flujos de inversión a largo y corto plazo.

²Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial*(Porcentaje del PIB)*

	Promedios								Proyecciones		
	1990–97	1998–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014–17
Mundo											
Ahorro	22,1	21,7	24,0	24,2	24,1	21,9	23,3	24,0	24,4	24,8	25,5
Inversión	23,0	21,9	23,2	23,7	23,8	21,7	22,8	23,5	24,0	24,5	25,5
Economías avanzadas											
Ahorro	21,7	20,5	20,9	20,7	19,8	17,2	18,2	18,5	18,6	19,1	19,8
Inversión	22,3	21,1	21,5	21,6	21,0	17,7	18,6	18,8	19,2	19,4	20,3
Préstamos netos	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-1,2	-0,6	-0,4	-0,3	-0,5	-0,3	-0,5
Transferencias corrientes	-0,4	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
Renta de los factores	-0,5	0,4	1,1	0,5	0,6	0,3	0,7	0,9	0,7	0,7	0,6
Saldo de los recursos	0,5	-0,3	-1,0	-0,6	-0,8	0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2
Estados Unidos											
Ahorro	16,0	16,3	16,4	14,6	13,4	11,5	12,5	12,9	13,1	13,7	15,2
Inversión	18,3	19,8	20,6	19,6	18,1	14,7	15,8	15,9	16,3	16,8	18,4
Préstamos netos	-2,3	-3,5	-4,2	-5,0	-4,7	-3,3	-3,3	-3,0	-3,3	-3,1	-3,3
Transferencias corrientes	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7
Renta de los factores	-0,7	1,0	2,2	0,8	1,0	0,4	1,1	1,6	1,5	1,6	1,5
Saldo de los recursos	-1,1	-3,9	-5,6	-5,0	-4,9	-2,7	-3,4	-3,7	-4,0	-3,9	-4,0
Zona del euro											
Ahorro	...	21,5	22,3	22,9	21,4	19,0	19,8	20,0	20,3	20,5	20,9
Inversión	...	21,0	21,9	22,6	22,2	19,0	19,3	19,6	19,5	19,5	19,7
Préstamos netos	...	0,5	0,4	0,3	-0,8	0,0	0,5	0,4	0,8	1,0	1,1
Transferencias corrientes ¹	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0
Renta de los factores ¹	-0,6	-0,4	0,3	-0,2	-0,6	-0,2	0,3	0,1	-0,2	-0,4	-0,5
Saldo de los recursos ¹	1,1	1,7	1,2	1,6	0,9	1,4	1,4	1,5	2,0	2,4	2,6
Alemania											
Ahorro	21,9	20,9	24,4	26,7	25,6	22,5	23,4	23,7	23,7	23,3	22,6
Inversión	22,8	19,6	18,1	19,3	19,4	16,5	17,3	18,0	18,5	18,5	18,6
Préstamos netos	-0,9	1,2	6,3	7,4	6,2	5,9	6,1	5,7	5,2	4,9	4,1
Transferencias corrientes	-1,6	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Renta de los factores	0,0	-0,2	1,9	1,8	1,3	2,4	2,0	1,9	1,5	1,0	0,7
Saldo de los recursos	0,6	2,7	5,6	7,0	6,2	5,0	5,6	5,1	4,9	5,1	4,6
Francia											
Ahorro	19,9	20,4	20,3	20,9	20,1	17,5	18,6	18,8	19,4	19,7	20,7
Inversión	19,1	19,1	20,8	21,9	21,8	19,0	19,2	20,1	21,3	21,2	21,4
Préstamos netos	0,8	1,3	-0,6	-1,0	-1,7	-1,5	-0,6	-1,4	-1,9	-1,5	-0,7
Transferencias corrientes	-0,7	-1,0	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3
Renta de los factores	-0,1	1,1	1,6	1,7	1,7	1,7	3,0	2,8	1,6	1,6	1,6
Saldo de los recursos	1,6	1,3	-1,0	-1,4	-2,2	-1,7	-2,3	-2,8	-2,2	-1,8	-1,0
Italia											
Ahorro	20,8	20,8	20,3	20,9	18,7	16,8	16,7	16,4	16,6	17,2	17,7
Inversión	20,6	20,7	21,8	22,1	21,6	18,9	20,2	19,6	18,8	18,7	19,2
Préstamos netos	0,2	0,1	-1,5	-1,2	-2,9	-2,1	-3,5	-3,2	-2,2	-1,5	-1,6
Transferencias corrientes	-0,5	-0,5	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-1,1	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8
Renta de los factores	-1,8	-0,6	0,2	-0,1	-1,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8
Saldo de los recursos	2,5	1,2	-0,8	-0,3	-0,7	-0,5	-1,9	-1,5	-0,5	0,1	0,0
Japón											
Ahorro	31,7	26,7	26,6	27,7	26,1	22,4	23,3	21,9	23,0	23,7	23,4
Inversión	29,7	23,8	22,7	22,9	23,0	19,7	19,8	19,9	20,7	20,9	21,1
Préstamos netos	2,0	3,0	3,9	4,8	3,2	2,7	3,5	2,0	2,2	2,7	2,3
Transferencias corrientes	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
Renta de los factores	0,8	1,6	2,7	3,1	3,1	2,5	2,4	3,0	2,7	2,7	2,8
Saldo de los recursos	1,4	1,5	1,4	1,9	0,4	0,5	1,4	-0,7	-0,4	0,2	-0,4
Reino Unido											
Ahorro	15,6	15,5	14,2	15,8	15,6	12,7	12,1	12,9	13,1	14,2	16,6
Inversión	17,2	17,4	17,5	18,2	17,0	14,2	15,4	14,8	14,8	15,3	17,1
Préstamos netos	-1,6	-1,9	-3,2	-2,5	-1,4	-1,5	-3,3	-1,9	-1,7	-1,1	-0,6
Transferencias corrientes	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,4	-1,4	-1,1	-1,1	-1,1
Renta de los factores	-0,3	1,1	0,7	1,5	2,3	1,5	0,6	1,4	0,7	0,7	0,7
Saldo de los recursos	-0,6	-2,2	-3,1	-3,0	-2,7	-1,8	-2,5	-1,8	-1,4	-0,8	-0,2

Cuadro A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial (continuación)

	Promedios								Proyecciones		
	1990-97	1998-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014-17
Canadá											
Ahorro	16,4	21,8	24,4	24,1	23,6	17,9	19,1	20,0	20,6	21,0	21,7
Inversión	19,0	20,3	23,0	23,2	23,2	20,9	22,2	22,8	23,2	23,6	24,0
Préstamos netos	-2,5	1,6	1,4	0,8	0,3	-3,0	-3,1	-2,8	-2,7	-2,7	-2,3
Transferencias corrientes	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Renta de los factores	-3,6	-2,6	-0,9	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0	-1,2	-1,3	-1,2	-1,6
Saldo de los recursos	1,1	4,1	2,4	1,9	1,5	-1,8	-2,0	-1,3	-1,1	-1,2	-0,4
Economías asiáticas recientemente industrializadas											
Ahorro	34,6	32,2	32,5	33,4	32,6	31,2	33,7	32,4	31,7	31,5	31,0
Inversión	32,7	26,5	26,4	26,2	27,6	23,5	26,4	26,0	25,9	25,8	25,7
Préstamos netos	1,9	5,7	6,1	7,2	4,9	7,7	7,3	6,5	5,9	5,7	5,3
Transferencias corrientes	-0,1	-0,5	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7
Renta de los factores	0,8	0,4	0,6	0,7	0,9	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,7
Saldo de los recursos	1,2	5,9	6,2	7,2	4,7	7,7	7,2	6,5	6,0	5,8	5,3
Economías emergentes y en desarrollo											
Ahorro	23,7	26,3	32,8	33,1	33,6	32,1	32,9	33,6	33,7	33,9	33,8
Inversión	26,2	25,1	27,8	29,2	30,1	30,5	31,0	31,8	32,1	32,7	33,0
Préstamos netos	-1,9	1,2	5,0	4,0	3,4	1,7	1,9	1,8	1,6	1,2	0,7
Transferencias corrientes	0,7	1,3	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,1	1,0	1,0	1,1
Renta de los factores	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,5	-1,5	-1,8	-1,7	-1,4	-1,1
Saldo de los recursos	-0,9	1,8	5,1	4,0	3,6	1,7	2,1	2,6	2,2	1,7	0,8
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,9	4,7	10,6	12,6	6,9	4,9	6,8	5,7	4,9	4,4	3,7
Variación de las reservas	1,1	2,5	5,9	7,7	3,8	2,9	4,0	3,3	2,7	2,5	2,3
Por regiones											
África subsahariana											
Ahorro	15,6	16,7	25,2	23,7	22,4	19,6	19,8	19,7	19,5	19,4	19,5
Inversión	16,7	18,8	20,6	21,9	21,9	22,3	21,8	21,2	21,1	21,8	22,7
Préstamos netos	-1,2	-2,1	4,6	1,8	0,4	-2,8	-2,0	-1,5	-1,7	-2,4	-3,2
Transferencias corrientes	2,0	2,3	4,6	4,6	4,5	4,7	4,2	3,8	3,4	3,3	3,1
Renta de los factores	-3,0	-4,8	-3,9	-5,3	-6,0	-4,3	-4,8	-5,2	-5,4	-5,4	-4,3
Saldo de los recursos	0,0	0,3	3,8	2,5	1,7	-3,4	-1,6	-0,2	0,1	-0,4	-2,1
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,2	2,4	8,4	7,9	3,8	2,4	2,4	2,5	3,7	4,2	3,0
Variación de las reservas	0,9	1,2	4,1	3,4	2,0	-1,2	0,3	1,7	2,0	1,8	1,3
América Latina y el Caribe											
Ahorro	19,0	19,1	23,3	23,0	22,8	20,0	20,5	21,2	20,9	21,1	21,3
Inversión	21,0	20,5	21,7	22,6	23,8	20,6	21,8	22,7	23,0	23,3	23,7
Préstamos netos	-2,1	-1,4	1,6	0,4	-0,9	-0,6	-1,3	-1,5	-2,1	-2,1	-2,4
Transferencias corrientes	0,9	1,5	2,1	1,8	1,6	1,4	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1
Renta de los factores	-2,4	-3,0	-3,0	-2,7	-2,7	-2,5	-2,5	-2,8	-2,7	-2,5	-2,4
Saldo de los recursos	-0,5	0,1	2,6	1,3	0,2	0,5	0,0	0,2	-0,5	-0,7	-1,0
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,2	2,3	2,9	5,8	2,4	4,4	5,2	4,8	2,4	1,9	1,2
Variación de las reservas	0,9	0,5	1,7	3,6	1,2	1,2	2,1	2,1	1,1	0,7	0,5
Comunidad de Estados Independientes²											
Ahorro	...	27,1	30,2	30,7	30,1	21,9	26,2	29,1	28,8	28,7	26,6
Inversión	...	20,2	23,0	26,7	25,2	19,1	22,4	24,4	24,9	27,0	27,3
Préstamos netos	...	6,9	7,3	4,0	4,8	2,8	3,8	4,7	3,9	1,6	-0,7
Transferencias corrientes	...	0,6	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Renta de los factores	...	-3,0	-3,3	-2,9	-3,4	-3,6	-3,7	-3,8	-3,4	-3,0	-2,3
Saldo de los recursos	...	9,2	10,3	6,8	8,0	5,8	7,1	8,2	7,1	4,4	1,4
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	...	9,3	14,9	17,5	10,0	1,5	6,1	5,4	4,5	2,9	1,7
Variación de las reservas	...	4,0	9,8	9,8	-1,2	0,5	2,7	1,8	1,4	0,6	0,3

Cuadro A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial (continuación)

	Promedios		2006	2007	2008	2009	2010	2011	Proyecciones		
	1990-97	1998-2005							2012	2013	2014-17
Economías en desarrollo											
de Asia											
Ahorro	31,7	34,3	42,6	43,5	43,8	45,3	44,4	43,5	43,3	43,5	43,6
Inversión	33,6	31,9	37,0	36,9	38,3	41,4	41,2	41,7	42,1	42,1	41,6
Préstamos netos	-1,9	2,3	5,5	6,6	5,4	3,8	3,2	1,8	1,1	1,4	2,0
Transferencias corrientes	1,0	1,8	2,2	2,2	2,1	1,9	1,7	1,4	1,4	1,4	1,7
Renta de los factores	-1,7	-1,5	-0,9	-0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,7	-0,6	-0,3	-0,2
Saldo de los recursos	-1,3	2,1	4,3	5,0	3,7	2,4	1,8	1,0	0,3	0,3	0,6
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	3,2	5,4	11,2	13,4	7,6	6,8	8,4	5,5	4,8	4,5	4,5
Variación de las reservas	1,9	3,8	7,5	10,1	6,6	5,9	6,1	4,1	3,6	3,4	3,5
Europa central y oriental											
Ahorro	20,1	17,3	16,6	16,3	16,7	16,0	16,2	16,8	16,7	16,9	17,3
Inversión	22,0	21,0	23,4	24,7	25,0	19,1	20,8	22,7	22,2	22,4	22,9
Préstamos netos	-1,8	-3,8	-6,8	-8,4	-8,3	-3,0	-4,6	-6,0	-5,6	-5,5	-5,6
Transferencias corrientes	1,8	2,0	1,8	1,6	1,5	1,7	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3
Renta de los factores	-1,3	-1,4	-2,3	-2,9	-2,4	-2,3	-2,2	-2,5	-2,3	-2,3	-2,1
Saldo de los recursos	-2,3	-4,5	-6,3	-7,1	-7,5	-2,6	-4,0	-5,2	-4,9	-4,7	-4,8
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	0,9	2,7	6,1	4,8	1,7	1,7	2,7	-0,1	0,4	0,5	0,2
Variación de las reservas	0,4	1,4	2,5	2,2	0,2	1,8	2,1	0,8	0,1	0,3	0,1
Oriente Medio y Norte de África											
Ahorro	22,4	30,0	41,1	40,6	42,5	31,5	35,6	39,6	40,9	39,4	36,2
Inversión	24,4	23,4	22,9	26,3	27,1	29,0	27,8	26,6	26,3	26,8	27,6
Préstamos netos	-2,0	6,6	18,3	14,6	15,0	3,0	8,1	13,4	14,7	12,8	8,4
Transferencias corrientes	-2,2	-1,0	-0,4	-0,8	-0,8	-1,4	-1,2	-1,5	-1,5	-1,8	-1,9
Renta de los factores	1,5	0,6	0,9	1,1	0,6	0,2	-0,3	-0,8	-0,5	-0,2	0,9
Saldo de los recursos	-1,3	7,0	18,0	14,5	15,5	3,8	9,4	15,5	16,5	14,7	9,6
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,7	8,4	24,8	28,0	15,7	4,5	9,2	14,1	13,9	12,9	9,2
Variación de las reservas	0,8	3,4	9,5	12,4	8,0	-1,1	3,8	5,9	5,5	5,4	3,8
Por criterios analíticos											
Por fuentes de ingresos											
de exportación											
Exportadoras de combustibles											
Ahorro	22,7	30,3	39,3	38,2	38,4	28,5	32,3	36,0	36,4	34,9	31,4
Inversión	26,0	22,7	22,7	26,3	25,3	24,6	24,8	25,0	24,9	26,2	26,7
Préstamos netos	-1,3	7,6	16,6	12,0	12,8	4,1	7,6	11,1	11,4	8,6	4,5
Transferencias corrientes	-3,2	-1,6	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1
Renta de los factores	0,1	-1,6	-1,6	-1,6	-2,3	-2,2	-2,6	-3,0	-2,8	-2,4	-1,4
Saldo de los recursos	1,9	10,8	18,7	14,5	16,0	6,9	10,9	15,1	15,1	12,2	7,2
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,7	9,3	21,3	23,3	14,0	3,5	7,8	11,0	10,6	8,8	5,6
Variación de las reservas	0,2	3,5	10,0	10,8	3,6	-1,5	3,0	4,5	4,2	3,4	2,0
Exportadoras de otros productos											
Ahorro	23,9	25,4	31,0	31,7	32,1	33,0	33,0	32,9	33,0	33,6	34,4
Inversión	26,0	25,7	29,3	30,0	31,5	31,9	32,6	33,5	34,1	34,4	34,6
Préstamos netos	-2,0	-0,3	1,7	1,7	0,6	1,1	0,5	-0,6	-1,0	-0,8	-0,2
Transferencias corrientes	1,4	1,9	2,4	2,3	2,2	2,0	1,8	1,6	1,6	1,5	1,7
Renta de los factores	-1,9	-2,0	-1,8	-1,6	-1,4	-1,3	-1,3	-1,5	-1,4	-1,2	-1,0
Saldo de los recursos	-1,5	-0,2	1,1	1,0	-0,2	0,4	-0,1	-0,7	-1,3	-1,2	-0,9
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,9	3,7	7,4	9,4	4,7	5,2	6,6	4,4	3,4	3,2	3,2
Variación de las reservas	1,3	2,2	4,7	6,8	3,8	4,0	4,3	3,0	2,3	2,2	2,3

Cuadro A15. Resumen del origen y destino del ahorro mundial (conclusión)

	Promedios								Proyecciones		
	1990-97	1998-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014-17
Por fuentes de financiamiento externo											
Economías deudoras netas											
Ahorro	19,3	19,4	22,5	22,7	21,7	21,0	21,5	21,5	21,2	21,6	22,4
Inversión	21,5	21,4	24,1	25,5	25,8	23,1	24,2	24,5	24,8	25,1	25,7
Préstamos netos	-2,3	-2,0	-1,7	-2,7	-4,0	-2,1	-2,7	-3,0	-3,5	-3,4	-3,3
Transferencias corrientes	1,8	2,6	3,0	2,9	2,9	2,9	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4
Renta de los factores	-1,9	-2,3	-2,5	-2,5	-2,5	-2,2	-2,3	-2,5	-2,5	-2,5	-2,3
Saldo de los recursos	-2,1	-2,3	-2,3	-3,2	-4,4	-2,9	-3,1	-3,1	-3,6	-3,5	-3,4
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,1	2,3	4,1	5,9	1,6	2,7	3,7	2,8	1,4	1,4	1,1
Variación de las reservas	0,9	1,1	2,5	3,9	0,7	1,5	2,0	1,5	0,6	0,7	0,7
Financiamiento oficial											
Ahorro	17,4	19,0	22,8	23,4	21,6	21,7	22,4	23,3	22,5	22,9	23,1
Inversión	19,7	21,3	23,4	23,5	23,9	23,3	24,2	25,8	26,2	26,0	25,8
Préstamos netos	-2,3	-2,4	-0,6	-0,1	-2,3	-1,6	-1,8	-2,5	-3,7	-3,1	-2,8
Transferencias corrientes	4,8	7,6	10,7	11,4	11,0	10,8	10,8	11,4	11,0	10,6	10,0
Renta de los factores	-2,6	-3,1	-2,5	-1,2	-1,6	-1,6	-1,5	-2,0	-2,3	-2,4	-2,8
Saldo de los recursos	-4,6	-7,0	-8,8	-10,3	-11,7	-10,8	-11,0	-12,0	-12,4	-11,3	-10,0
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,5	1,7	0,2	3,3	0,9	2,8	2,4	1,8	1,5	1,7	1,6
Variación de las reservas	1,5	1,2	1,2	2,3	1,3	1,3	2,0	1,1	1,3	1,6	1,8
Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda											
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2006-10											
Ahorro	14,9	17,0	22,8	22,2	20,8	18,9	19,7	20,2	20,0	20,4	20,7
Inversión	18,8	19,0	23,2	24,1	24,8	21,7	23,8	24,8	25,2	25,3	24,9
Préstamos netos	-3,9	-2,0	-0,3	-1,9	-4,0	-2,8	-4,0	-4,6	-5,3	-4,8	-4,2
Transferencias corrientes	1,7	3,9	5,6	5,0	4,5	4,5	4,2	3,6	3,5	3,3	3,2
Renta de los factores	-3,6	-4,0	-2,9	-2,8	-3,7	-3,1	-3,8	-3,9	-3,8	-3,6	-3,2
Saldo de los recursos	-2,1	-1,9	-3,1	-4,0	-4,9	-4,4	-4,7	-4,4	-5,1	-4,6	-4,2
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	2,9	2,6	3,3	5,7	1,3	1,2	2,3	2,9	1,1	1,1	0,8
Variación de las reservas	0,8	0,6	2,0	3,8	0,6	1,7	1,4	0,2	0,6	0,7	0,6

Nota: Las estimaciones de este cuadro se basan en las cuentas nacionales y las estadísticas de balanza de pagos de cada país. Los datos compuestos sobre los grupos de países se calculan sumando las cifras en dólares de EE.UU. correspondientes a los respectivos países que integran el grupo. Esta práctica difiere de la utilizada en la edición de abril de 2005 y ediciones anteriores de Perspectivas de la economía mundial, donde los datos compuestos sobre los países se ponderaban por el PIB valorado en términos de la paridad del poder adquisitivo (PPA), como proporción del PIB total mundial. En el caso de muchos países, las estimaciones del ahorro nacional se obtienen a partir de los datos de las cuentas nacionales sobre inversión interna bruta y de los datos de la balanza de pagos sobre inversión extranjera neta. Esta última, que es equivalente a la balanza en cuenta corriente, comprende tres componentes: transferencias corrientes, renta neta de los factores y saldo de los recursos. Como los datos se han obtenido de fuentes distintas, según la disponibilidad, los cálculos de las estimaciones del ahorro nacional contienen discrepancias estadísticas. Además, los errores, omisiones y asimetrías de las estadísticas de balanza de pagos afectan las estimaciones de los préstamos netos. A escala mundial, los préstamos netos, que teóricamente deberían ser iguales a cero, son equivalentes a la discrepancia en la cuenta corriente mundial. A pesar de estas deficiencias estadísticas, las estimaciones de los flujos de fondos como las que se presentan en este cuadro proporcionan un marco útil para analizar la evolución del ahorro y la inversión a lo largo del tiempo, así como por regiones y países.

¹Cálculo proveniente de los datos de cada uno de los países que integran la zona del euro.

²Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A16. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo

	Promedios		2010	2011	Proyecciones			
	1994–2001	2002–09			2012	2013	2010–13	2014–17
	<i>Variación porcentual anual</i>							
PIB real mundial	3,5	3,6	5,3	3,9	3,5	4,1	4,2	4,5
Economías avanzadas	3,1	1,4	3,2	1,6	1,4	2,0	2,1	2,6
Economías emergentes y en desarrollo	4,2	6,4	7,5	6,2	5,7	6,0	6,4	6,3
<i>Partida informativa</i>								
Producto potencial								
Principales economías avanzadas	2,5	1,9	0,9	1,2	1,3	1,4	1,2	1,6
Comercio mundial, Volumen¹	7,4	4,4	12,9	5,8	4,0	5,6	7,0	6,3
Importaciones								
Economías avanzadas	7,8	2,8	11,5	4,3	1,8	4,1	5,4	5,4
Economías emergentes y en desarrollo	6,7	8,8	15,3	8,8	8,4	8,1	10,1	7,8
Exportaciones								
Economías avanzadas	7,0	3,3	12,2	5,3	2,3	4,7	6,0	5,4
Economías emergentes y en desarrollo	8,6	7,5	14,7	6,7	6,6	7,2	8,7	7,7
Términos de intercambio								
Economías avanzadas	0,0	-0,1	-1,0	-1,7	-0,9	0,1	-0,9	-0,2
Economías emergentes y en desarrollo	0,2	1,5	2,0	3,2	0,6	-1,1	1,2	-1,0
Precios mundiales en dólares de EE.UU.								
Manufacturas	-0,8	3,1	2,4	7,2	0,2	0,2	2,5	0,2
Petróleo	4,7	12,4	27,9	31,6	10,3	-4,1	15,5	-4,6
Productos primarios no combustibles	-1,4	6,7	26,3	17,8	-10,3	-2,1	6,9	-2,4
Precios al consumidor								
Economías avanzadas	2,1	2,0	1,5	2,7	1,9	1,7	2,0	1,8
Economías emergentes y en desarrollo	23,3	6,4	6,1	7,1	6,2	5,6	6,2	4,7
	<i>Porcentaje</i>							
Tasas de interés (porcentaje)								
LIBOR real a seis meses ²	3,7	0,5	-0,6	-1,6	-0,1	0,1	-0,6	0,6
Tasas de interés real mundial a largo plazo ³	3,4	1,9	1,6	0,2	0,7	1,3	1,0	2,4
	<i>Porcentaje del PIB</i>							
Balanza en cuenta corriente								
Economías avanzadas	-0,2	-0,8	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3
Economías emergentes y en desarrollo	-0,6	2,9	1,9	1,9	1,7	1,3	1,7	0,8
Deuda externa total								
Economías emergentes y en desarrollo	36,9	29,8	25,2	23,8	23,7	23,6	24,0	22,7
Servicio de la deuda								
Economías emergentes y en desarrollo	8,8	9,9	8,2	8,4	8,9	9,1	8,7	9,2

¹Los datos corresponden al comercio de bienes y servicios.

²Tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) para los depósitos en dólares de EE.UU. menos la variación porcentual del deflactor del PIB de Estados Unidos.

³Promedio ponderado por el PIB de las tasas de los bonos públicos a 10 años (o al vencimiento más próximo a 10 años) para Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido.

PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

TEMAS SELECCIONADOS

Archivos de *Perspectivas de la economía mundial*

<i>Perspectivas de la economía mundial: Recesiones y recuperaciones</i>	Abril de 2002
<i>Perspectivas de la economía mundial: Comercio y finanzas</i>	Septiembre de 2002
<i>Perspectivas de la economía mundial: El crecimiento y las instituciones</i>	Abril de 2003
<i>Perspectivas de la economía mundial: La deuda pública en los mercados emergentes</i>	Septiembre de 2003
<i>Perspectivas de la economía mundial: Hacia las reformas estructurales</i>	Abril de 2004
<i>Perspectivas de la economía mundial: La estructura demográfica mundial en transición</i>	Septiembre de 2004
<i>Perspectivas de la economía mundial: Globalización y desequilibrios externos</i>	Abril de 2005
<i>Perspectivas de la economía mundial: El desarrollo de las instituciones</i>	Septiembre de 2005
<i>Perspectivas de la economía mundial: Globalización e inflación</i>	Abril de 2006
<i>Perspectivas de la economía mundial: Sistemas financieros y ciclos económicos</i>	Septiembre de 2006
<i>Perspectivas de la economía mundial: Desbordamientos y ciclos de la economía mundial</i>	Abril de 2007
<i>Perspectivas de la economía mundial: Globalización y desigualdad</i>	Octubre de 2007
<i>Perspectivas de la economía mundial: La vivienda y el ciclo económico</i>	Abril de 2008
<i>Perspectivas de la economía mundial: Tensiones financieras, desaceleraciones y recuperaciones</i>	Octubre de 2008
<i>Perspectivas de la economía mundial: Crisis y recuperación</i>	Abril de 2009
<i>Perspectivas de la economía mundial: Sustentar la recuperación</i>	Octubre de 2009
<i>Perspectivas de la economía mundial: Reequilibrar el crecimiento</i>	Abril de 2010
<i>Perspectivas de la economía mundial: Recuperación, riesgo y reequilibrio</i>	Octubre de 2010
<i>Perspectivas de la economía mundial: Las tensiones de una recuperación a dos velocidades: Desempleo, materias primas y flujos de capital</i>	Abril de 2011
<i>Perspectivas de la economía mundial: Desaceleración del crecimiento, agudización de los riesgos</i>	Septiembre de 2011
<i>Perspectivas de la economía mundial: Reanudación del crecimiento, peligros persistentes</i>	Abril de 2012

I. Metodología: Cifras agregadas, modelos y pronósticos

El modelo de la economía mundial	Abril de 2003, recuadro 4.3
¿Cómo deberíamos medir el crecimiento de la economía mundial?	Septiembre de 2003, recuadro 1.2
Medición de las reservas en divisas	Septiembre de 2003, recuadro 2.2
Efectos de la reducción de impuestos en un modelo fiscal mundial	Abril de 2004, recuadro 2.2
¿Cuán exactas son las previsiones de <i>Perspectivas de la economía mundial</i> ?	Abril de 2006, recuadro 1.3
La diferencia entre el ahorro de los hogares y el de las empresas	Abril de 2006, recuadro 4.1
Medición de la desigualdad: Cuestiones conceptuales, metodológicas y de medición	Octubre de 2007, recuadro 4.1
Nuevos índices del ciclo económico para América Latina: Una reconstrucción histórica	Octubre de 2007, recuadro 5.3
Implicaciones de las nuevas estimaciones de la PPA para el cálculo del crecimiento mundial	Abril de 2008, apéndice 1.1
Medición de las brechas del producto	Octubre de 2008, recuadro 1.3
Evaluación y divulgación de los riesgos para las perspectivas mundiales	Octubre de 2008, apéndice 1.1
Gráfico de abanico del crecimiento mundial	Abril de 2009, apéndice 1.2

Indicadores para seguir la trayectoria del crecimiento	Octubre de 2010, apéndice 1.2
El producto potencial inferido a partir de datos con ruido estadístico: La perspectiva del modelo de proyección mundial	Octubre de 2010, recuadro 1.3
Reequilibramiento desigual	Octubre de 2010, recuadro 1.4
Escenarios a la baja de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	Abril de 2011, recuadro 1.2

II. Estudios históricos

Una perspectiva histórica sobre los auges, las caídas y las recesiones	Abril de 2003, recuadro 2.1
Influencia de la historia y la geografía en el desarrollo institucional	Abril de 2003, recuadro 3.1
Desequilibrios externos: Ayer y hoy	Abril de 2005, recuadro 3.1
Las tasas de interés a largo plazo desde una perspectiva histórica	Abril de 2006, recuadro 1.1
El reciclaje de petrodólares durante los años setenta	Abril de 2006, recuadro 2.2
Perspectiva histórica sobre el crecimiento y la cuenta corriente	Octubre de 2008, recuadro 6.3
Perspectiva histórica de las crisis financieras internacionales	Octubre de 2009, recuadro 4.1

III. Crecimiento económico: Fuentes y perfil

El crecimiento y las instituciones	Abril de 2003, capítulo 3
¿Ha muerto la Nueva Economía?	Abril de 2003, recuadro 1.2
¿Se ha acelerado en la práctica la reforma institucional gracias a un ancla externa?	Abril de 2003, recuadro 3.2
El papel del FMI en el desarrollo institucional	Abril de 2003, recuadro 3.4
¿Cómo afectará la guerra en Iraq a la economía mundial?	Abril de 2003, apéndice 1.2
¿Cómo puede acelerarse el crecimiento económico en Oriente Medio y Norte de África?	Septiembre de 2003, capítulo 2
Cambios recientes de las condiciones monetarias y financieras en las principales zonas monetarias	Septiembre de 2003, recuadro 1.1
Análisis del crecimiento económico en la región de Oriente Medio y Norte de África	Septiembre de 2003, recuadro 2.1
La gestión de los crecientes flujos de asistencia a los países en desarrollo	Septiembre de 2003, recuadro 1.3
Promoción de las reformas estructurales en los países industriales	Abril de 2004, capítulo 3
¿Cómo afectará el cambio demográfico a la economía mundial?	Septiembre de 2004, capítulo 3
VIH/SIDA: Consecuencias demográficas, económicas y fiscales	Septiembre de 2004, recuadro 3.3
Las repercusiones del cambio demográfico en los sistemas de atención de la salud	Septiembre de 2004, recuadro 3.4
Remesas de trabajadores y desarrollo económico	Abril de 2005, capítulo 2
La volatilidad del producto en los países de mercados emergentes y en desarrollo	Abril de 2005, capítulo 2
La inestabilidad macroeconómica y la paralización del crecimiento en África subsahariana	Abril de 2005, recuadro 1.5
¿Cómo deberían usar los países de Oriente Medio y Asia central los ingresos producidos por las exportaciones de petróleo?	Abril de 2005, recuadro 1.6
¿Por qué es perjudicial la volatilidad?	Abril de 2005, recuadro 2.3
El desarrollo de las instituciones	Septiembre de 2005, capítulo 3
Rendimiento de la inversión en los países industriales y en desarrollo	Septiembre de 2005, recuadro 2.2
Instrumentos específicos para luchar contra la corrupción	Septiembre de 2005, recuadro 3.2
Efecto de las transferencias sin contrapartida en las instituciones	Septiembre de 2005, recuadro 3.3
Impacto de los recientes ajustes del mercado inmobiliario en los países industriales	Abril de 2006, recuadro 1.2

Abundancia de efectivo: ¿Por qué ahorran tanto las empresas?	Abril de 2006, capítulo 4
Las repercusiones mundiales de una pandemia de gripe aviar	Abril de 2006, apéndice 1.2
El despertar de Asia: Estructuras de desarrollo y crecimiento económico	Septiembre de 2006, capítulo 3
El crecimiento del producto potencial y la productividad en Japón	Septiembre de 2006, recuadro 3.1
La evolución y el impacto de la calidad de la gestión empresarial en Asia	Septiembre de 2006, recuadro 3.2
¿Es posible desacoplar el tren? Desbordamientos y ciclos en la economía mundial	Abril de 2007, capítulo 4
Desbordamientos y sincronización de los ciclos económicos internacionales: Una perspectiva más amplia	Abril de 2007, recuadro 4.3
¿Qué riesgos plantean los mercados de la vivienda para el crecimiento mundial?	Octubre de 2007, recuadro 2.1
El cambio climático: Impacto económico y medidas de política	Octubre de 2007, apéndice 1.2
El debate sobre el descuento	Octubre de 2007, recuadro 1.7
Los impuestos o la cantidad en un marco de incertidumbre (Weitzman, 1974)	Octubre de 2007, recuadro 1.8
Resultados obtenidos mediante el comercio de emisiones de la Unión Europea	Octubre de 2007, recuadro 1.9
La dinámica cambiante del ciclo económico mundial	Octubre de 2007, capítulo 5
Las principales economías y las fluctuaciones en el crecimiento mundial	Octubre de 2007, recuadro 5.1
La mejora de los resultados macroeconómicos: ¿Buena suerte o buenas políticas?	Octubre de 2007, recuadro 5.2
Precios de la vivienda: Correcciones y consecuencias	Octubre de 2008, recuadro 1.2.
Los ciclos económicos mundiales	Abril de 2009, recuadro 1.1
¿Se parece la actual crisis a la Gran Depresión?	Abril de 2009, recuadro 3.1
¿Es el crédito un factor vital para la recuperación? Datos sectoriales	Abril de 2009, recuadro 3.2
De la recesión a la recuperación: ¿Cuándo y a qué ritmo?	Abril de 2009, capítulo 3
¿Cuáles han sido los daños? Dinámica del producto a mediano plazo después de una crisis financiera	Octubre de 2009, capítulo 4
¿Será una recuperación con desempleo?	Octubre de 2009, recuadro 1.3
La dinámica del desempleo durante recesiones y recuperaciones: La ley de Okun como punto de partida	Abril de 2010, capítulo 3
Un crecimiento lento en las economías avanzadas ¿implica necesariamente un crecimiento lento en las economías emergentes?	Octubre de 2010, recuadro 1.1
La recuperación mundial: ¿en qué punto estamos?	Abril de 2012, recuadro 1.2

IV. Inflación y deflación; mercados de materias primas

¿Podría la deflación convertirse en un problema mundial?	Abril de 2003, recuadro 1.1
Mercados inmobiliarios de los países industriales	Abril de 2004, recuadro 1.2
¿Vuelve la inflación mundial?	Septiembre de 2004, recuadro 1.1
¿A qué se debe la reciente escalada de los precios de la vivienda?	Septiembre de 2004, recuadro 2.1
¿Se mantendrá la tensión en el mercado del petróleo?	Abril de 2005, capítulo 4
¿Deberían preocuparse los países por las fluctuaciones de los precios del petróleo?	Abril de 2005, recuadro 4.1
Calidad de los datos del mercado del petróleo	Abril de 2005, recuadro 4.2
Expectativas de inflación a largo plazo y credibilidad	Septiembre de 2005, recuadro 4.2
¿Podrá continuar el auge de precios de los productos básicos no combustibles?	Septiembre de 2006, capítulo 5
Shocks de precios de los productos básicos, crecimiento y financiamiento en África subsahariana	Septiembre de 2006, recuadro 2.2
Las empresas petroleras internacionales y nacionales y los cambios en el sector petrolero	Septiembre de 2006, recuadro 1.4
¿Ha contribuido la especulación al aumento de los precios de los productos básicos?	Septiembre de 2006, recuadro 5.1

La liberalización del comercio agrícola y los precios de los productos básicos	Septiembre de 2006, recuadro 5.2
Evolución reciente de los mercados de productos básicos	Septiembre de 2006, apéndice 2.1
¿A quién perjudica la subida de los precios de los alimentos?	Octubre de 2007, recuadro 1.1
Estrangulamientos de la producción en las refinерías	Octubre de 2007, recuadro 1.5
El mejor uso posible de los biocombustibles	Octubre de 2007, recuadro 1.6
Evolución y perspectivas de los mercados de productos básicos	Abril de 2008, apéndice 1.2
La depreciación del dólar y los precios de los productos básicos	Abril de 2008, recuadro 1.4
¿Por qué la oferta de petróleo no ha respondido al alza de los precios?	Abril de 2008, recuadro 1.5
Precios de referencia del petróleo	Abril de 2008, recuadro 1.6
La globalización, los precios de los productos básicos y los países en desarrollo	Abril de 2008, capítulo 5
El auge actual de los precios de los productos básicos en perspectiva	Abril de 2008, recuadro 5.2
¿Ha vuelto la inflación? Precios de las materias primas e inflación	Octubre de 2008, capítulo 3
¿Influye la inversión financiera en el comportamiento de los precios de las materias primas?	Octubre de 2008, recuadro 3.1
Medidas fiscales adoptadas ante los recientes aumentos de precios de las materias primas: Una evaluación	Octubre de 2008, recuadro 3.2
Los regímenes de política monetaria y los precios de las materias primas	Octubre de 2008, recuadro 3.3
Evaluación del riesgo de deflación en las economías del G-3	Abril de 2009, recuadro 1.3
¿Volverán a subir los precios de las materias primas cuando se recupere la economía mundial?	Abril de 2009, recuadro 1.5
Evolución y perspectivas de los mercados de materias primas	Abril de 2009, apéndice 1.1
Situación y perspectivas de los mercados de materias primas	Octubre de 2009, apéndice 1.1
¿Qué nos dicen los mercados de opciones sobre las perspectivas de precios de las materias primas?	Octubre de 2009, recuadro 1.6
¿A qué se debe el aumento de la volatilidad de los precios de los alimentos?	Octubre de 2009, recuadro 1.7
¿Cuán inusual es la actual recuperación de los precios de las materias primas?	Abril de 2010, recuadro 1.2
Curvas de precios de los futuros de materias primas y ajuste cíclico del mercado	Abril de 2010, recuadro 1.3
Evolución y perspectivas del mercado de materias primas	Octubre de 2010, apéndice 1.1
Sombrias perspectivas para el sector inmobiliario	Octubre de 2010, recuadro 1.2
¿Cómo influiría una mayor escasez de metales en los precios?	Octubre de 2010, recuadro 1.5
Evolución y perspectivas del mercado de materias primas	Abril de 2011, apéndice 1.2
Escasez de petróleo, crecimiento y desequilibrios mundiales	Abril de 2011, capítulo 3
Las limitaciones del ciclo de vida a la producción mundial de petróleo	Abril de 2011, recuadro 3.1
Gas natural no convencional: ¿Un recurso revolucionario?	Abril de 2011, recuadro 3.2
Efectos a corto plazo de los shocks petroleros en la actividad económica	Abril de 2011, recuadro 3.3
Filtrado de baja frecuencia para la extracción de tendencias de ciclos económicos	Abril de 2011, apéndice 3.1
Los modelos empíricos de la energía y del petróleo	Abril de 2011, apéndice 3.2
Evolución y perspectivas del mercado de materias primas	Septiembre de 2011, apéndice 1.1
Inversión financiera, especulación y precios de las materias primas	Septiembre de 2011, recuadro 1.4
Una meta pragmática: Las fluctuaciones de precios de las materias primas y la política monetaria	Septiembre de 2011, capítulo 3
Análisis de los mercados de materias primas	Abril de 2012, sección especial
Las fluctuaciones de precios de las materias primas y los países exportadores de materias primas	Abril de 2012, capítulo 4
Efectos macroeconómicos de los shocks de precios de las materias primas en los países de bajo ingreso	Abril de 2012, recuadro 4.1

La volatilidad de precios de las materias primas y el reto para el desarrollo de los países de bajo ingreso

Abril de 2012, recuadro 4.2

V. Política fiscal

Datos sobre la deuda pública de las economías de mercados emergentes

Septiembre de 2003, recuadro 3.1

Riesgo fiscal: Pasivos contingentes y demografía

Septiembre de 2003, recuadro 3.2

Evaluación de la viabilidad de las finanzas públicas frente a la incertidumbre

Septiembre de 2003, recuadro 3.3

Las ventajas de los bonos indexados según el crecimiento

Septiembre de 2003, recuadro 3.4

¿Es demasiado grande la deuda pública de los mercados emergentes?

Septiembre de 2003, capítulo 3

¿Cómo ha cambiado el comportamiento fiscal en el marco de la UEM?

Septiembre de 2004, capítulo 2

Integración de las microempresas a la economía formal

Septiembre de 2004, recuadro 1.5

VIH/SIDA: Consecuencias demográficas, económicas y fiscales

Septiembre de 2004, recuadro 3.3

Las repercusiones del cambio demográfico en los sistemas de atención de la salud

Septiembre de 2004, recuadro 3.4

El impacto del envejecimiento en los planes públicos de jubilación

Septiembre de 2004, recuadro 3.5

¿Cómo deberían usar los países de Oriente Medio y Asia central los ingresos producidos por las exportaciones de petróleo?

Abril de 2005, recuadro 1.6

Globalización financiera y conducción de la política macroeconómica

Abril de 2005, recuadro 3.3

¿Siguen siendo demasiado alto el nivel de deuda pública en los países de mercados emergentes?

Septiembre de 2005, recuadro 1.1

El mejoramiento del desempeño fiscal de los mercados emergentes, ¿es cíclico o estructural?

Septiembre de 2006, recuadro 2.1

¿En qué casos funciona el estímulo fiscal?

Abril de 2008, recuadro 2.1

La política fiscal como herramienta anticíclica

Octubre de 2008, capítulo 5

Diferencias en la magnitud de los estabilizadores automáticos y relación con la política fiscal discrecional

Octubre de 2008, recuadro 5.1

¿Por qué es tan difícil determinar los efectos del estímulo fiscal?

Octubre de 2008, recuadro 5.2

La puntualidad, provisionalidad y focalización de los recortes de impuestos en Estados Unidos

Octubre de 2008, recuadro 5.3

¿Serán dolorosos los efectos macroeconómicos de la consolidación fiscal?

Octubre de 2010, capítulo 3

¿Gemelos separados al nacer? El balance presupuestario y la balanza comercial

Septiembre de 2011, capítulo 4

VI. Política monetaria; mercados financieros; flujo de fondos

Cuando estallan las burbujas

Abril de 2003, capítulo 2

¿Cómo afectan las vulnerabilidades de los balances a la inversión?

Abril de 2003, recuadro 2.3

Reconocimiento de los auges y caídas de los precios de los activos

Abril de 2003, apéndice 2.1

¿Es demasiado alto el nivel de reservas en divisas de Asia?

Septiembre de 2003, capítulo 2

Las reservas y la deuda a corto plazo

Septiembre de 2003, recuadro 2.3

¿Deberían ser motivo de preocupación los auges del crédito en los mercados emergentes?

Abril de 2004, capítulo 4

¿Cómo afectan a la situación financiera de los mercados emergentes las tasas de interés y los tipos de cambio en Estados Unidos?

Abril de 2004, recuadro 2.1

¿Contribuye el desarrollo del sector financiero al crecimiento y bienestar económicos?

Abril de 2004, recuadro 4.1

Hipotecas con tasa de interés variable o fija: ¿Qué factores influyen en las decisiones de los países?

Septiembre de 2004, recuadro 2.2

¿Cuáles son los riesgos que plantean las bajas tasas de interés a largo plazo en Estados Unidos?

Abril de 2005, recuadro 1.2

El control de las remesas

Abril de 2005, recuadro 2.2

Globalización financiera y conducción de la política macroeconómica	Abril de 2005, recuadro 3.3
La política monetaria en un mundo globalizado	Abril de 2005, recuadro 3.4
Régimen de metas de inflación: ¿Es viable en los países de mercados emergentes?	Septiembre de 2005, capítulo 4
Estrategias alternativas al régimen de metas de inflación: Metas monetarias y cambiarias	Septiembre de 2005, recuadro 4.1
¿De qué forma la globalización ha afectado la inflación?	Abril de 2006, capítulo 3
El impacto de los petrodólares en el rendimiento de los bonos estadounidenses y de mercados emergentes	Abril de 2006, recuadro 2.3
Globalización e inflación en los mercados emergentes	Abril de 2006, recuadro 3.1
La globalización y la baja inflación desde una óptica histórica	Abril de 2006, recuadro 3.2
Traslado del tipo de cambio a los precios de importación	Abril de 2006, recuadro 3.3
Evolución de las utilidades y el ahorro del sector financiero	Abril de 2006, recuadro 4.2
¿Cómo influyen los sistemas financieros en los ciclos económicos?	Septiembre de 2006, capítulo 4
Endeudamiento financiero y deuda-deflación	Septiembre de 2006, recuadro 4.1
Vínculos financieros y desbordamientos	Abril de 2007, recuadro 4.1
Condiciones macroeconómicas en los países industriales y flujos financieros hacia los mercados emergentes	Abril de 2007, recuadro 4.2
¿Qué es la liquidez mundial?	Octubre de 2007, recuadro 1.4
Implicaciones macroeconómicas de la reciente turbulencia en los mercados financieros: Evolución con respecto a episodios anteriores	Octubre de 2007, recuadro 1.2
Evolución del ciclo de la vivienda e implicaciones para la política monetaria	Abril de 2008, capítulo 3
Evaluación de los focos de vulnerabilidad ante las correcciones del mercado de la vivienda	Abril de 2008, recuadro 3.1
¿Hay una contracción crediticia?	Abril de 2008, recuadro 1.1
Tensiones financieras y desaceleraciones económicas	Octubre de 2008, capítulo 4
Políticas adecuadas para resolver las tensiones en el sistema financiero y restablecer una intermediación financiera eficaz	Octubre de 2008, recuadro 4.1
El último brote de tensiones financieras: ¿Cómo cambia las perspectivas de la economía mundial?	Octubre de 2008, recuadro 1.1
Precios de la vivienda: Correcciones y consecuencias	Octubre de 2008, recuadro 1.2
¿Cuán vulnerables son las empresas no financieras?	Abril de 2009, recuadro 1.2
El problema de la disminución del patrimonio de los hogares	Abril de 2009, recuadro 2.1
Impacto de la presencia de bancos extranjeros en las crisis nacionales	Abril de 2009, recuadro 4.1
Un índice de tensiones financieras para las economías emergentes	Abril de 2009, apéndice 4.1
Las tensiones financieras en las economías emergentes: Análisis econométrico	Abril de 2009, apéndice 4.2
¿Cómo empeoran la situación las vinculaciones?	Abril de 2009, capítulo 4
Fluctuaciones de precios de los activos: Lecciones para la política monetaria	Octubre de 2009, capítulo 3
Los mercados financieros de las economías emergentes, ¿resistieron mejor que en crisis anteriores?	Octubre de 2009, recuadro 1.2
Los riesgos provenientes del mercado inmobiliario	Octubre de 2009, recuadro 1.4
Índices de condiciones financieras	Abril de 2011, apéndice 1.1
El colapso de los precios de la vivienda en las economías avanzadas: Repercusiones para los mercados financieros mundiales	Abril de 2011, recuadro 1.1
Repercusiones internacionales y formulación de la política macroeconómica	Abril de 2011, recuadro 1.3
Ciclos de auge y colapso crediticio: Sus causas y sus implicaciones para la política económica	Septiembre de 2011, recuadro 1.2
Las caídas de precios de las acciones, ¿vaticinan una recesión?	Septiembre de 2011, recuadro 1.3
Efectos transfronterizos del desapalancamiento de los bancos de la zona del euro	Abril de 2012, sección especial

VII. Mercado laboral, pobreza y desigualdad

Desempleo e instituciones del mercado de trabajo: Por qué las reformas son beneficiosas	Abril de 2003, capítulo 4
Disparidades regionales en materia de desempleo	Abril de 2003, recuadro 4.1
Reformas del mercado de trabajo en la Unión Europea	Abril de 2003, recuadro 4.2
La globalización de la mano de obra	Abril de 2007, capítulo 5
Emigración y comercio exterior: ¿Qué efecto tienen en los países en desarrollo?	Abril de 2007, recuadro 5.1
Reformas del mercado del trabajo en la zona del euro y la relación de sustitución entre salarios y desempleo	Octubre de 2007, recuadro 2.2
Globalización y desigualdad	Octubre de 2007, capítulo 4
La dualidad entre los contratos temporales y permanentes: Indicadores, efectos y cuestiones de política	Abril de 2010, recuadro 3.1
Programas de reducción del tiempo de trabajo	Abril de 2010, recuadro 3.2
¿Una recuperación lenta y sin destino? Panorama sectorial de los mercados laborales de las economías avanzadas	Septiembre de 2011, recuadro 1.1
Participación de la fuerza laboral en Europa y en Estados Unidos durante y después de la Gran Recesión	Abril de 2012, recuadro 1.1

VIII. Regímenes cambiarios

Expectativas de los mercados acerca de las fluctuaciones cambiarias	Septiembre de 2002, recuadro 1.2
¿Es demasiado alto el nivel de reservas en divisas de Asia?	Septiembre de 2003, capítulo 2
¿En qué medida deberían preocuparse los países en desarrollo por la volatilidad cambiaria de las tres grandes monedas del mundo?	Septiembre de 2003, capítulo 2
Las reservas y la deuda a corto plazo	Septiembre de 2003, recuadro 2.3
Efectos de un descenso del dólar	Abril de 2004, recuadro 1.1
Aprendiendo a flotar: La experiencia de los países de mercados emergentes desde principios de los años noventa	Septiembre de 2004, capítulo 2
¿Cómo aprendieron a flotar Chile, India y Brasil?	Septiembre de 2004, recuadro 2.3
Desarrollo del mercado cambiario e intervención en el mismo	Septiembre de 2004, recuadro 2.4
Los posibles efectos de los shocks externos en los países de mercados emergentes	Septiembre de 2006, recuadro 1.3
Los tipos de cambio y el ajuste de los desequilibrios externos	Abril de 2007, capítulo 3
La transmisión del tipo de cambio a los precios del comercio y el ajuste externo	Abril de 2007, recuadro 3.3
Causas y consecuencias de la depreciación del dólar de EE.UU.	Abril de 2008, recuadro 1.2
Enseñanzas de la crisis: La selección del régimen cambiario	Abril de 2010, recuadro 1.1

IX. Pagos externos, comercio exterior, movimientos de capital y deuda externa

Riesgos para el sistema multilateral de comercio	Abril de 2004, recuadro 1.3
¿Se ha reencauzado la Ronda de Doha?	Septiembre de 2004, recuadro 1.3
Tratados regionales de comercio e integración: La experiencia con el TLCAN	Septiembre de 2004, recuadro 1.4
Integración comercial y financiera en Europa: Cinco años después del euro	Septiembre de 2004, recuadro 2.5
Globalización y desequilibrios externos	Abril de 2005, capítulo 3

El final de los contingentes en el comercio mundial de productos textiles	Abril de 2005, recuadro 1.3
¿Cuánto se ha avanzado con las políticas de reducción de los desequilibrios mundiales?	Abril de 2005, recuadro 1.4
Medición de la posición externa neta de un país	Abril de 2005, recuadro 3.2
Desequilibrios mundiales: Perspectiva del ahorro y la inversión	Septiembre de 2005, capítulo 2
El impacto de los cambios demográficos en el ahorro, la inversión y los saldos en cuenta corriente	Septiembre de 2005, recuadro 2.3
¿Cómo se ajustarán los desequilibrios mundiales?	Septiembre de 2005, apéndice 1.2
Los precios del petróleo y los desequilibrios mundiales	Abril de 2006, capítulo 2
¿En qué medida se han logrado superar los desequilibrios mundiales?	Abril de 2006, recuadro 1.4
La Ronda de Doha después de las reuniones en la RAE de Hong Kong	Abril de 2006, recuadro 1.5
Perspectivas a largo plazo de las corrientes de capital hacia los países de mercados emergentes	Septiembre de 2006, recuadro 1.1
¿Cómo se ajustarán los desequilibrios mundiales?	Septiembre de 2006, recuadro 2.1
Sostenibilidad externa e integración financiera	Abril de 2007, recuadro 3.1
Grandes y persistentes desequilibrios en cuenta corriente	Abril de 2007, recuadro 3.2
Consulta Multilateral sobre los desequilibrios mundiales	Octubre de 2007, recuadro 1.3
Consecuencias macroeconómicas de la gestión de las afluencias de ayuda cuantiosas y volátiles	Octubre de 2007, recuadro 2.3
Gestión de las grandes entradas de capital	Octubre de 2007, capítulo 3
¿Pueden dar resultado los controles de capital?	Octubre de 2007, recuadro 3.1
Consulta Multilateral sobre los Desequilibrios Mundiales: Informe de avance	Abril de 2008, recuadro 1.3
¿Cómo afecta la globalización del comercio y las finanzas al crecimiento? Teoría y datos empíricos	Abril de 2008, recuadro 5.1
Divergencias de los saldos en cuenta corriente en las economías emergentes	Octubre de 2008, capítulo 6
Factores determinantes de la cuenta corriente de los países exportadores de petróleo	Octubre de 2008, recuadro 6.1
Fondos soberanos de inversión: Implicaciones para los mercados financieros mundiales	Octubre de 2008, recuadro 6.2
Los desequilibrios mundiales y la crisis financiera	Abril de 2009, recuadro 1.4
El comercio mundial y su financiamiento: Nuevos datos de encuestas bancarias	Octubre de 2009, recuadro 1.1
De déficit a superávit: Cambios recientes en las cuentas corrientes mundiales	Octubre de 2009, recuadro 1.5
Alcanzar el equilibrio adecuado: Reversión de superávits en cuenta corriente sostenidos	Abril de 2010, capítulo 4
Economías emergentes de Asia: Respuesta a las entradas de capital	Octubre de 2010, recuadro 2.1
América Latina-5: Nueva oleada de entradas de capital	Octubre de 2010, recuadro 2.2
¿Tienen efectos duraderos en el comercio las crisis financieras?	Octubre de 2010, capítulo 4
Corrección de los desequilibrios externos en la periferia de la Unión Europea	Abril de 2011, recuadro 2.1
Flujos internacionales de capital: ¿Confiables o inconstantes?	Abril de 2011, capítulo 4
Los pasivos externos y los puntos de arranque de las crisis	Septiembre de 2011, recuadro 1.5

X. Temas regionales

Fomento de instituciones más sólidas y el crecimiento: La Nueva Asociación para el Desarrollo de África	Abril de 2003, recuadro 3.3
¿Cómo puede acelerarse el crecimiento económico en Oriente Medio y Norte de África?	Septiembre de 2003, capítulo 2
El Consejo para la Cooperación en el Golfo: Desafíos en el camino hacia la unión monetaria	Septiembre de 2003, recuadro 1.5

Análisis del crecimiento económico en la región de Oriente Medio y Norte de África	Septiembre de 2003, recuadro 2.1
¿Se están convirtiendo las economías emergentes de Asia en el motor del crecimiento económico mundial?	Abril de 2004, recuadro 1.4
Una estrategia para África	Abril de 2004, recuadro 1.5
Integración económica y reformas estructurales: El caso de Europa	Abril de 2004, recuadro 3.4
¿Cuáles son los riesgos de una desaceleración en el crecimiento de China?	Septiembre de 2004, recuadro 1.2
Desafíos y avances en materia de gobernabilidad en África subsahariana	Septiembre de 2004, recuadro 1.6
El tsunami del océano Índico: Impacto en las economías de Asia meridional	Abril de 2005, recuadro 1.1
Las remesas de los trabajadores y la emigración en la región del Caribe	Abril de 2005, recuadro 2.1
¿Qué explica las diferencias en el desempeño del sector externo en la zona del euro?	Septiembre de 2005, recuadro 1.3
Más presión para los productores africanos de algodón	Septiembre de 2005, recuadro 1.5
¿Es insuficiente la inversión en los países de mercados emergentes de Asia?	Septiembre de 2005, recuadro 2.4
Un fortalecimiento institucional que armonice con las circunstancias de cada país: Comparación de la transformación de la propiedad en China y en Europa central y oriental	Septiembre de 2005, recuadro 3.1
¿A qué ritmo se están gastando los ingresos adicionales en los países exportadores de petróleo?	Abril de 2006, recuadro 2.1
La Unión Económica y Monetaria: 10 años después	Octubre de 2008, recuadro 2.1
Factores de vulnerabilidad en las economías emergentes	Abril de 2009, recuadro 2.2
Vinculaciones Este-Oeste y efectos de contagio en Europa	Abril de 2012, recuadro 2.1

XI. Análisis de situaciones específicas

¿En qué medida la atonía de la banca explica el estancamiento de Alemania?	Abril de 2003, recuadro 1.3
Las condiciones financieras de las empresas y la intensidad de las recesiones en Estados Unidos	Abril de 2003, recuadro 2.2
Reconstrucción de Iraq en la etapa de posguerra	Septiembre de 2003, recuadro 1.4
¿Cómo afectará al resto del mundo el déficit presupuestario de Estados Unidos?	Abril de 2004, capítulo 2
La presencia cada vez mayor de China y sus efectos en la economía mundial	Abril de 2004, capítulo 2
¿Puede mantener China el rápido crecimiento del producto?	Abril de 2004, recuadro 2.3
Cuantificación del impacto a nivel internacional de la adhesión de China a la OMC	Abril de 2004, recuadro 2.4
Reformas estructurales y crecimiento económico: El caso de Nueva Zelanda	Abril de 2004, recuadro 3.1
Reformas estructurales en el Reino Unido durante los años ochenta	Abril de 2004, recuadro 3.2
Países Bajos: ¿Cómo contribuyó la interacción entre las reformas del mercado de trabajo y la reducción de los impuestos al fuerte aumento del empleo?	Abril de 2004, recuadro 3.3
¿Por qué sigue siendo positivo el saldo de ingresos del exterior de Estados Unidos? y ¿podrá mantenerse?	Septiembre de 2005, recuadro 1.2
¿Será India el motor del crecimiento mundial?	Septiembre de 2005, recuadro 1.4
Ahorro e inversión en China	Septiembre de 2005, recuadro 2.1
Revisión del PIB de China: ¿Qué significa para el país y para la economía mundial?	Abril de 2006, recuadro 1.6
¿Qué nos indican los estudios de países sobre el impacto de la globalización en la desigualdad? Ejemplos de México, China e India	Octubre de 2007, recuadro 4.2
Japón después del Acuerdo del Plaza	Abril de 2010, recuadro 4.1
La provincia china de Taiwan a finales de los años ochenta	Abril de 2010, recuadro 4.2
¿Causó el Acuerdo del Plaza las décadas perdidas de Japón?	Abril de 2011, recuadro 1.4

¿Hacia dónde va el superávit externo de China?	Abril de 2012, recuadro 1.3
La Corporación de Préstamos a Propietarios de Viviendas de Estados Unidos (HOLC)	Abril de 2012, recuadro 3.1
Reestructuración de la deuda de los hogares en Islandia	Abril de 2012, recuadro 3.2

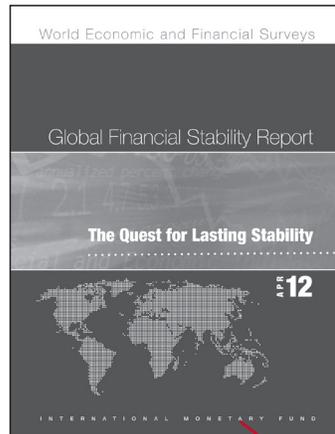
XII. Temas destacados

El cambio climático y la economía mundial	Abril de 2008, capítulo 4
Aumento de la propiedad de automóviles en las economías emergentes: Consecuencias para el cambio climático	Abril de 2008, recuadro 4.1
Asia Meridional: Impacto ilustrativo de un shock climático abrupto	Abril de 2008, recuadro 4.2
Políticas macroeconómicas para un ajuste más suave a shocks climáticos abruptos	Abril de 2008, recuadro 4.3
Seguros y bonos de catástrofe: Nuevos instrumentos de cobertura para el riesgo de fenómenos meteorológicos extremos	Abril de 2008, recuadro 4.4
Iniciativas de política recientes para reducir las emisiones	Abril de 2008, recuadro 4.5
Complejidades del diseño de las políticas internas de mitigación	Abril de 2008, recuadro 4.6

Expand your global expertise. Visit the IMF Bookstore.

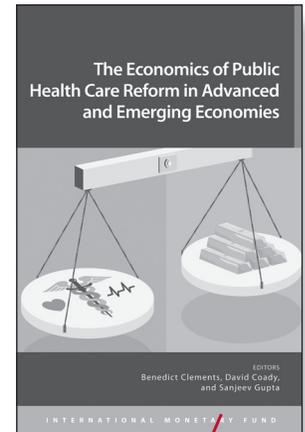
Global Financial Stability Report

The *Global Financial Stability Report* provides expert and up-to-date analysis of global capital flows that play a critical role in world economic growth and financial stability.



The Economics of Public Health Care Reform in Advanced and Emerging Economies

Health care reform will present fiscal policy challenges in both advanced and emerging economies in coming years. This book provides insights into these challenges, potential policy responses, cross-country analysis, and case studies.

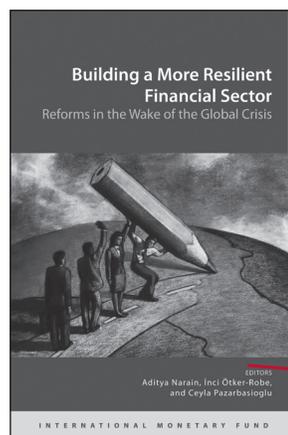


Fiscal Monitor

The *Fiscal Monitor*, published twice a year, surveys and analyzes developments in public finance, updates medium-term fiscal projections, and assesses policies to put public finances on a sustainable footing. The *Monitor's* projections are based on the same database used for the *World Economic Outlook*.

Building a More Resilient Financial Sector: Reform in the Wake of the Global Financial Crisis

This book reviews facets of the discussion on reform of the global financial system, including greater transparency to strengthen market discipline and limit risk taking. It also looks at how the financial system is likely to be shaped by the efforts of policymakers and the private sector response.



The screenshot shows the IMF Bookstore website with the following sections:

- Our Featured Titles:**
 - World Economic Outlook, September 2011: Slowing Growth, Rising Risks (\$68.00)
 - Global Financial Stability Report, September 2011* Grappling with Crisis Legacies (\$68.00)
 - The Economics of Public Health Care Reform in Advanced and Emerging Economies (\$45.00)
- New Releases:**
 - Tearing Down Walls: The International Monetary Fund 1990-1999 (\$90.00)
 - Indonesia: Sustaining Growth During Global Volatility (\$25.00)
 - Building a More Resilient Financial Sector: Reform in the Wake of the Global Financial Crisis (\$40.00)
 - Finance & Development Subscription (\$25.00)
 - YOUTH ECONOMIC CHANGE
- Just released:**
 - Fiscal Monitor (\$12)
- Navigation and Search:** Home, About Us, New Releases, Statistical Data, IMF Research, Catalog, How to Order, Contact Us. Search bar and filters for Topic, Region, Country, Title, Author, Category, Language.
- Additional Features:** News, Subscribe to free e-newsletters, Best Sellers.

Order Now: Visit the IMF Bookstore today and browse the latest reports, publications, and data.