

Estudios económicos y financieros

PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL
Abril de 2009

Crisis y recuperación



Fondo Monetario Internacional

©2009 International Monetary Fund
Edición en español ©2009 Fondo Monetario Internacional

Edición en inglés

Producción: División de Servicios Multimedia del FMI
Cubierta y diseño: Luisa Menjivar y Jorge Salazar
Composición gráfica: Julio Prego

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, 1980-
v. ; 28 cm. – (Estudios económicos y financieros, 1020-5071)

Semiannual

Has occasional updates. Some issues also have distinctive titles.
Spanish translation of: World economic outlook.

1. International economic relations – Periodicals. 2. Debts, External – Periodicals.
3. Balance of payments – Periodicals. 4. International finance – Periodicals. 5. Foreign
trade regulation – Periodicals. 6. Loans, Foreign – Periodicals. 7. Monetary policy
– Periodicals. 8. Economic development – Periodicals. 9. Forecasting – Periodicals.
I. International Monetary Fund. II. Title. III. Series (World economic and financial
surveys).

HC10.W797918

ISBN 978-1-58906-832-2

Solicítese a:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, EE.UU.
Tel.: (202) 623-7430 Fax: (202) 623-7201
Correo electrónico: publications@imf.org
Internet: www.imfbookstore.org



en papel reciclado

ÍNDICE

Supuestos y convenciones	viii
Prefacio	x
Introducción de <i>Perspectivas de la economía mundial</i> y <i>Global Financial Stability Report</i>	xi
Resumen ejecutivo	xiv
Capítulo 1. Perspectivas mundiales y cuestiones de política económica	1
¿Cómo empeoró la situación tanto y en tan poco tiempo?	2
Las perspectivas a corto plazo son precarias	9
Perspectivas a mediano plazo después de la crisis	30
Políticas para poner fin a la crisis y preparar el camino hacia una recuperación sostenida	37
Apéndice 1.1. Evolución y perspectivas de los mercados de materias primas	49
Apéndice 1.2. Gráfico de abanico del crecimiento mundial	61
Apéndice 1.3. Supuestos utilizados en el escenario pesimista	66
Referencias	67
Capítulo 2. Perspectivas nacionales y regionales	71
Estados Unidos lucha contra el núcleo financiero de la crisis	71
Asia se esfuerza por aprovechar mejor las fuentes internas de crecimiento	80
Europa busca una respuesta de política coherente	85
Tres golpes para las economías de la CEI	94
Las otras economías avanzadas se enfrentan a shocks adversos de los términos de intercambio	97
Aumentan las presiones en América Latina y el Caribe	98
Las economías de Oriente Medio se preparan para hacer frente a los shocks mundiales	102
Peligran los progresos económicos en África, logrados con tanto esfuerzo	104
Referencias	107
Capítulo 3. De la recesión a la recuperación: ¿Cuándo y a qué ritmo?	109
Los ciclos económicos en las economías avanzadas	115
La causa de una desaceleración, ¿afecta la forma del ciclo?	118
¿Puede la política económica desempeñar un rol anticíclico útil?	126
Lecciones de la recesión actual y perspectivas de recuperación	137
Apéndice 3.1. Fuentes de datos y metodología	140
Referencias	144
Capítulo 4. ¿Cómo empeoran la situación las vinculaciones? La transmisión de tensiones financieras de las economías avanzadas a las emergentes	147
Medición de las tensiones financieras	151
Vinculaciones entre las economías avanzadas y las emergentes	156

ÍNDICE

La transmisión de tensiones financieras: Análisis general	164
Enseñanzas de las crisis bancarias anteriores en las economías avanzadas	171
Implicaciones para la crisis actual	174
¿Qué políticas pueden ayudar?	177
Apéndice 4.1. Un índice de tensiones financieras para las economías emergentes	178
Apéndice 4.2. Las tensiones financieras en las economías emergentes: Análisis econométrico	179
Referencias	185
Anexo: Deliberaciones del Directorio Ejecutivo del FMI sobre las perspectivas, abril de 2009	189
Apéndice estadístico	193
Supuestos	193
Novedades	199
Datos y convenciones	199
Clasificación de los países	201
Características generales y composición de los grupos que conforman la clasificación de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	201
Lista de cuadros	207
Producto (cuadros A1–A4)	209
Inflación (cuadros A5–A7)	217
Política financiera (cuadro A8)	223
Comercio exterior (cuadro A9)	224
Transacciones en cuenta corriente (cuadros A10–A12)	226
Balanza de pagos y financiamiento externo (cuadros A13–A15)	232
Flujo de fondos (cuadro A16)	236
Escenario de referencia a mediano plazo (cuadro A17)	240
<i>Perspectivas de la economía mundial: Temas seleccionados</i>	241
Recuadros	
1.1 Los ciclos económicos mundiales	11
1.2 ¿Cuán vulnerables son las empresas no financieras?	22
1.3 Evaluación del riesgo de deflación en las economías del G-3	26
1.4 Los desequilibrios mundiales y la crisis financiera	38
1.5 ¿Volverán a subir los precios de las materias primas cuando se recupere la economía mundial?	52
2.1 El problema de la disminución del patrimonio de los hogares	74
2.2 Factores de vulnerabilidad en las economías emergentes	89
3.1 ¿Se parece la actual crisis a la Gran Depresión?	111
3.2 ¿Es el crédito un factor vital para la recuperación? Datos sectoriales	128
4.1 Impacto de la presencia de bancos extranjeros en las crisis nacionales	175
A1. Supuestos de política en que se basan las proyecciones para algunas economías	194
Cuadros	
1.1 Panorama de las proyecciones de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	10
1.2 Comparación de la volatilidad de los precios de las materias primas	51

1.3 Demanda y producción mundial de petróleo por regiones	59
1.4 Flujos mundiales subyacentes de mercancías	66
1.5 Factores que explican la disminución adicional del crecimiento del producto en 2009–10	66
2.1 PIB real, precios al consumidor y desempleo en las economías avanzadas	73
2.2 PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de Asia	82
2.3 Saldos en cuenta corriente de las economías avanzadas	83
2.4 PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías emergentes de Europa	87
2.5 PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de la Comunidad de Estados Independientes	96
2.6 PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de América	100
2.7 PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de Oriente Medio	103
2.8 PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de África	106
3.1 Ciclos económicos en países industriales: Estadísticas resumidas	118
3.2 Crisis financieras y recesiones vinculadas	119
3.3 Efecto de las políticas económicas sobre la probabilidad de salir de una recesión	136
3.4 Efecto de las políticas sobre el vigor de las recuperaciones	137
3.5 Resultados de la categorización de recesiones	142
3.6 Crisis financieras y liberalización del mercado de hipotecas	143
3.7 Efectos de las políticas en el vigor de las recuperaciones utilizando un indicador alternativo de la política fiscal	144
4.1 Episodios de tensiones financieras generalizadas en las economías avanzadas	153
4.2 El papel de las vinculaciones como factores determinantes del comovimiento	168
4.3 Tensiones en las economías emergentes: Efectos específicos de los países	169
4.4 Tensiones en las economías emergentes: Factores determinantes de la tendencia temporal común	181
4.5 Tensiones en las economías emergentes: Efectos específicos por país e interacciones con las tensiones en las economías avanzadas	184

Gráficos

1.1 Indicadores mundiales	1
1.2 Evolución de los mercados de crédito maduros	2
1.3 Condiciones en los mercados emergentes	3
1.4 Indicadores corrientes y anticipados	4
1.5 Inflación mundial	5
1.6 Evolución externa	6
1.7 Medidas de política monetaria y liquidez en algunas economías avanzadas	7
1.8 Perspectivas mundiales	17
1.9 Crecimiento potencial y brecha del producto	18
1.10 Riesgos para el crecimiento del PIB mundial	19

ÍNDICE

1.11 Evolución del sector de la vivienda	20
1.12 Escenario pesimista	30
1.13 Flujos de capital netos a las economías emergentes y en desarrollo	32
1.14 Saldos fiscales del gobierno general y deuda pública	33
1.15 Ahorro, inversión y cuentas corrientes mundiales	34
1.16 Escenarios alternativos a mediano plazo	36
1.17 Precios de las materias primas y el petróleo	50
1.18 Evolución del mercado mundial de petróleo	58
1.19 Evolución de los mercados de metales y energía	61
1.20 Evolución reciente de los mercados de los principales cultivos alimentarios	62
1.21 Dispersión de los pronósticos del PIB y de ciertos factores de riesgo	65
1.22 Balance de riesgos relacionados con ciertos factores de riesgo	67
2.1 Estados Unidos: El foco de la crisis	72
2.2 Economías avanzadas y emergentes de Asia: El colapso del comercio mundial hace estragos	81
2.3 Europa: Un frente común	85
2.4 Europa: Perspectivas moderadas de crecimiento a mediano plazo	86
2.5 Comunidad de Estados Independientes (CEI): El problema de las salidas de capital	95
2.6 Canadá, Australia y Nueva Zelanda: Hacer frente a los shocks de los términos de intercambio	98
2.7 América Latina: Se agudizan las presiones	99
2.8 Oriente Medio: Afrontar los precios más bajos del petróleo	102
2.9 África: Peligran los avances logrados con tanto esfuerzo	105
3.1 Puntos mínimos y máximos de los ciclos económicos	117
3.2 Los ciclos económicos se han moderado con el tiempo	117
3.3 Evolución temporal de las recesiones según el tipo de shock	120
3.4 Estadísticas promedio para recesiones y recuperaciones	121
3.5 Expansiones en el período previo a las recesiones vinculadas a crisis financieras y otros shocks	122
3.6 Relación precio de la vivienda/alquileres en recesiones vinculadas a crisis financieras y otros shocks	123
3.7 Tasa de ahorro y préstamo neto de los hogares antes y después de los puntos máximos de los ciclos económicos	124
3.8 Recesiones y recuperaciones vinculadas a crisis financieras y otros shocks	125
3.9 Recesiones altamente sincronizadas	126
3.10 ¿Son diferentes las recesiones altamente sincronizadas?	127
3.11 Respuesta de política económica promedio durante una recesión	132
3.12 Efecto de las políticas económicas durante episodios de crisis financieras	133
3.13 Efecto de las variables de política económica sobre el vigor de la recuperación	134
3.14 Relación entre el efecto de la política fiscal sobre el vigor de la recuperación y la relación deuda/PIB	135
3.15 Indicadores económicos en torno a puntos máximos de recesiones actuales y previas	138
4.1 Indicadores de las tensiones financieras en las economías emergentes	148
4.2 Flujos de capital hacia las economías emergentes	149
4.3 Frenadas bruscas y actividad	150
4.4 Tensiones financieras en las economías avanzadas	152

4.5	Índices de tensiones financieras en las economías emergentes	156
4.6	Tensiones financieras en las economías avanzadas y emergentes	157
4.7	La transmisión de tensiones: Esquema de los efectos	158
4.8	Integración financiera de las economías emergentes y en desarrollo	159
4.9	Exposición financiera de las economías emergentes frente a las economías avanzadas	161
4.10	Vinculaciones financieras entre las economías avanzadas y las emergentes	162
4.11	Indicadores de vulnerabilidad por región; 1990–2007	163
4.12	Comovimiento de las tensiones financieras entre las economías avanzadas y las emergentes	166
4.13	Explicación de las tensiones financieras en las economías emergentes	170
4.14	Impacto de la crisis de la deuda de América Latina sobre los pasivos bancarios	172
4.15	Impacto de la crisis bancaria de Japón en el crédito bancario	173
4.16	Exposición a pasivos en forma de préstamos bancarios y déficits gemelos en las economías emergentes; 2002–06	176
4.17	Tensiones en las economías emergentes: Componente temporal común y tensiones en las economías avanzadas	180

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 permanecerá constante en su nivel del período comprendido entre el 25 de febrero y el 25 de marzo de 2009, con excepción de las monedas que participan en el mecanismo de tipos de cambio 2 (MTC 2) de Europa, que se ha supuesto permanecerán 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 los países industriales se indican en el recuadro A1); el precio medio del petróleo será de \$52,00 el barril en 2009 y \$62,50 el barril en 2010, 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 1,5% en 2009 y 1,4% en 2010; la tasa de los depósitos a tres meses en euros será, en promedio, 1,6% en 2009 y 2,0% en 2010, y el promedio de la tasa de los depósitos a seis meses en yenes japoneses será de 1,0% en 2009 y 0,5% en 2010. Naturalmente, estas son hipótesis de trabajo, no pronósticos, y la incertidumbre que conllevan se suma al margen de error que de todas maneras existiría en las proyecciones. Las estimaciones y proyecciones se basan en la información estadística disponible hasta mediados de abril de 2009.

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, 2006–07 o enero–junio) para indicar los años o meses comprendidos, incluidos los años o meses mencionados.
- / Se emplea entre años o meses (por ejemplo, 2006/07) 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.

En los gráficos y cuadros del texto, las áreas sombreadas indican proyecciones del personal técnico del FMI.

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 sus economías.

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

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

INFORMACIÓN ADICIONAL

La versión completa en inglés de *Perspectivas de la economía mundial* se ha publicado 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 solicitan con más frecuencia los lectores, pueden copiarse en una computadora personal utilizando diferentes programas informáticos.

Las consultas sobre el contenido de *Perspectivas de la economía mundial* y la base de datos de este estudio pueden enviarse por carta, correo electrónico 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.

Correo electrónico: weo@imf.org

Fax: (202) 623-6343

PREFACIO

Los 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, 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 Charles Collyns, Subdirector del Departamento de Estudios, y Jörg Decressin, Jefe de División del Departamento de Estudios.

Los principales colaboradores fueron Ravi Balakrishnan, Jaromir Benes, Petya Koeva Brooks, Kevin Cheng, Stephan Danninger, Selim Elekdag, Thomas Helbling, Prakash Kannan, Douglas Laxton, Alasdair Scott, Natalia Tamirisa, Marco Terrones e Irina Tytell. Toh Kuan, Gavin Asdorian, Stephanie Denis, Murad Omoev, Jair Rodriguez, Ercument Tulun y Jessie Yang colaboraron en las tareas de investigación. Saurabh Gupta, Mahnaz Hemmati, Laurent Meister y Emory Oakes procesaron los datos y operaron los sistemas de informática. Jemille Colon, Tita Gunio, Shanti Karunaratne, Patricia Medina y Sheila Tomilloso Igcasenza se encargaron de la preparación del texto en inglés. Julio Prego asistió en el diseño gráfico. También colaboraron Kevin Clinton, Dale Gray, Marianne Johnson, Ondrej Kamenik, Ayhan Kose, Prakash Loungani, David Low y Dirk Muir. Los asesores externos fueron Menzi Chinn y Don Harding. Linda Griffin Kean, del Departamento de Relaciones Externas, coordinó la producción de la publicación. 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 tras el debate de este informe el día 13 de abril de 2009. 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 DE *PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL Y GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT*

Perspectivas

Se proyecta que la actividad económica mundial sufrirá una contracción de 1,3% en 2009, a pesar de las enérgicas medidas tomadas para restablecer la salud del sector financiero y el uso continuo de mecanismos de política macroeconómica para apoyar la demanda agregada. Es decir que esta sería, por un amplio margen, la recesión más profunda desde la segunda guerra mundial. Además, la desaceleración es de carácter verdaderamente mundial; según las proyecciones, el producto per cápita se contraerá en los países que representan las tres cuartas partes de la economía mundial. El crecimiento retornará en 2010, pero solo a un nivel de 1,9%, que sería flojo en comparación con otras recuperaciones.

Las proyecciones están basadas en la hipótesis de que la estabilización del mercado financiero tomará mucho más tiempo de lo que se había previsto, aun pese a los vigorosos esfuerzos desplegados por las autoridades. Por lo tanto, se proyecta que las condiciones en los mercados maduros mejorarán lentamente, en la medida en que se disipen las preocupaciones de insolvencia conforme vaya aclarándose la situación de las pérdidas por activos de mala calidad y de las inyecciones de capital público, y en que disminuyan los riesgos de contraparte y la volatilidad. En la edición de abril de 2009 de *Global Financial Stability Report (GFSR)* (informe sobre la estabilidad financiera mundial) se estima, en función de varios supuestos, que las rebajas contables aplicadas desde el inicio de la crisis a todas las tenencias de activos originados en Estados Unidos equivaldrán en total a \$2,7 billones, frente a los \$2,2 billones estimados en la actualización de *GFSR* en enero de 2009. Si se incluyen los activos originados en otros mercados maduros, el total de rebajas contables podría ascender a \$4 billones en los próximos dos años, de los cuales aproximadamente dos tercios podrían ser absorbidos por los bancos. Por lo tanto, según las previsiones, el crédito global al sector privado de las economías avanzadas se reducirá en

2009 y 2010. Debido a las agudas tensiones en los mercados maduros y la concentración de estas en el sistema bancario, los flujos de capital a las economías emergentes permanecerán en niveles muy bajos.

Las proyecciones además suponen un fuerte y continuo apoyo mediante políticas macroeconómicas. Se prevé que las tasas de interés de política monetaria bajarán o permanecerán cercanas al límite de cero en las principales economías avanzadas, mientras los bancos centrales siguen buscando estrategias no convencionales que les permitan aprovechar el tamaño y la composición de sus balances para relajar las condiciones de crédito y proporcionar liquidez. Los déficits fiscales se ampliarán considerablemente en las economías avanzadas y emergentes, ya que se supone que se permitirá la activación de los estabilizadores automáticos y que los gobiernos de los países del G-20 pondrán en marcha planes de estímulo fiscal por montos equivalentes al 2% del PIB en 2009 y el 1½% del PIB en 2010¹.

Las perspectivas actuales son excepcionalmente inciertas, con riesgos aún inclinados a la baja. Una de las mayores preocupaciones es la posibilidad de que las políticas no sean suficientes para romper el círculo vicioso de repercusiones negativas entre el deterioro de las condiciones financieras y el debilitamiento de las economías, en vista del limitado respaldo público a favor de la toma de medidas.

Desafío en materia de políticas

Las difíciles e inciertas perspectivas justifican que se sigan tomando enérgicas medidas de política en los ámbitos financiero y macroeconómico para crear condiciones que permitan un retorno al crecimiento sostenido. Si bien las políticas tienen

¹El Grupo de los Veinte está integrado por 19 países (Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, el Reino Unido, Rusia, Sudáfrica y Turquía) y la Unión Europea.

que centrarse en las necesidades nacionales, se precisa una mayor cooperación internacional para no exacerbar las tensiones transnacionales. Hay que aprovechar el ímpetu generado en la cumbre del G-20 celebrada en Londres en abril para destacar lo importantes que resultan la coordinación y colaboración en torno a las políticas financieras a la hora de impedir que las medidas tomadas en un país tengan efectos secundarios en otros países. Al mismo tiempo, el apoyo internacional —incluidos los recursos adicionales que se están poniendo a disposición del FMI— puede ayudar los países a amortiguar el impacto de la crisis financiera en la actividad real y a limitar las repercusiones en la pobreza, sobre todo en las economías en desarrollo.

Reparar los sectores financieros

La principal prioridad en materia de políticas para garantizar una recuperación económica perdurable es el restablecimiento de la salud del sector financiero. Las tres prioridades consignadas en ediciones anteriores de *GFSR* siguen siendo válidas: 1) garantizar que las instituciones financieras tengan acceso a la liquidez, 2) identificar los activos problemáticos y resolver su situación y 3) recapitalizar las instituciones débiles pero viables y resolver la situación de las instituciones quebradas.

La piedra angular de una solución duradera tiene que ser un reconocimiento creíble de las pérdidas derivadas de los activos deteriorados. A tales efectos, los gobiernos tienen que adoptar metodologías básicas comunes para valorar de forma realista y previsoramente los instrumentos de crédito titulizados. El problema de los activos de mala calidad puede solucionarse por diversos métodos, siempre que estos cuenten con un financiamiento adecuado y se ejecuten de manera transparente.

La recapitalización de los bancos tiene que basarse en un examen minucioso de la viabilidad futura de las instituciones, teniendo en cuenta las rebajas contables del valor de los activos aplicadas hasta la fecha y una evaluación realista de la posibilidad de que se apliquen nuevas rebajas. Los supervisores evaluarán las necesidades de recapitalización de cada uno de los bancos, por lo que tendrán que comprobar la calidad del capital de las instituciones y la solidez de sus fuentes de financiamiento, sus planes de operaciones

y sus procesos de gestión del riesgo, la prudencia de las políticas de remuneración y la solidez de las políticas de administración. En las instituciones financieras viables que no están suficientemente capitalizadas tienen que realizarse intervenciones sin demora, que pueden implicar períodos transitorios de control público hasta que surja una solución del sector privado. En el caso de las instituciones no viables, la intervención tiene que ser inmediata, y puede implicar cierres o fusiones. En general, el apoyo estatal al sector financiero debe ser temporal, y ha de retirarse tan pronto sea posible. La cuantía de los fondos públicos necesarios probablemente será considerable, pero las necesidades tenderán a ser más onerosas cuanto más se postergue la solución.

En las economías emergentes también será necesario desplegar amplios esfuerzos para abordar las tensiones financieras en los sectores bancario y empresarial. Quizás esté justificado el suministro de apoyo público directo para los préstamos a empresas. Algunos países también han extendido las garantías públicas de deuda bancaria al sector de las empresas, y han apoyado el financiamiento del comercio con mecanismos de respaldo. Además, los planes para contingencias deben elaborarse teniendo en cuenta la posibilidad de una reestructuración a gran escala en el caso de que las circunstancias se deterioren aún más.

Apoyar la demanda agregada

En las economías avanzadas el margen de manobra restante de la política monetaria debe usarse decisivamente para apoyar la demanda y contrarrestar los riesgos de deflación. Dado que está prácticamente agotado el margen para seguir bajando las tasas de interés, los bancos centrales tendrán que seguir buscando medidas menos convencionales, basadas en el tamaño y la composición de sus propios balances, para incentivar la intermediación del crédito.

Las economías emergentes también tienen que relajar las condiciones monetarias en respuesta al deterioro de las perspectivas. Sin embargo, en muchas de esas economías la tarea del banco central se ve aún más complicada por la necesidad de preservar la estabilidad externa en un entorno de flujos de financiamiento muy frágiles y descalces de los balances debidos al endeudamiento interno en monedas

extranjeras. Por lo tanto, si bien han bajado las tasas de interés a raíz de la desaceleración mundial, la mayoría de los bancos centrales de estas economías han hecho bien en proceder con cautela para seguir incentivando las entradas de capital y evitar fluctuaciones desordenadas de los tipos de cambio.

En vista de la magnitud de la desaceleración y las limitaciones de las medidas de política monetaria, la política fiscal tiene que brindar un apoyo vital a corto plazo a la economía mundial. Los gobiernos han tomado medidas para proporcionar un estímulo sustancial en 2009; pero ahora se está viendo que el esfuerzo tendrá que prolongarse, si no incrementarse, por lo menos durante 2010, y los países que tengan margen de maniobra fiscal deben estar preparados para adoptar las nuevas medidas de estímulo que sean necesarias para apoyar la recuperación. No obstante, el margen para brindar apoyo fiscal se reducirá si estas medidas minan la credibilidad. En las economías avanzadas, la credibilidad depende de que se aborden los desafíos fiscales a mediano plazo relacionados con el envejecimiento de la población. Pese a ser considerables, los costos de la actual crisis financiera resultan insignificantes frente a los costos inminentes derivados del aumento del gasto público en seguridad social y salud para la tercera edad. También es conveniente elegir medidas de estímulo que fomenten al máximo el potencial de la economía a largo plazo, como el gasto en infraestructura. Para aprovechar completamente las ventajas para la economía mundial, el estímulo fiscal tiene que ser un esfuerzo mancomunado entre los países que cuentan con margen de maniobra fiscal.

De cara a futuro, el desafío clave consistirá en calibrar el ritmo al que se deberán replegar las actuales medidas excepcionales de estímulo monetario y fiscal. Un repliegue muy apresurado podría truncar una recuperación que tenderá a ser frágil, pero una retirada muy lenta podría dar origen a nuevas burbujas de precios de los activos y a un desgaste de la credibilidad. En la actual coyuntura, la principal prioridad consiste en no retirar el estímulo prematuramente, y en formular y poner en marcha estrategias coherentes para esa retirada.

Olivier Blanchard
Consejero Económico

Descomprimir el financiamiento externo

El crecimiento de muchas economías emergentes y en desarrollo se está desacelerando drásticamente, y será esencial un financiamiento externo adecuado proveniente de fuentes oficiales para suavizar el ajuste y evitar una crisis externa. Junto con otros organismos, el FMI ya les está proporcionando financiamiento a varias de esas economías. El acuerdo del G-20 para incrementar los recursos del FMI ampliará ese apoyo. Además, la nueva Línea de Crédito Flexible del FMI seguramente contribuirá a moderar el riesgo de una interrupción repentina de las entradas de capital y, junto con la reforma del marco de condicionalidad, a desplegar esos recursos adicionales con rapidez y eficacia cuando sea necesario. Desde el punto de vista de las economías más pobres, el apoyo suplementario de los donantes es esencial para que no peligren los importantes avances logrados en contra de la pobreza y en pro de la estabilidad financiera.

Desafíos en materia de políticas a mediano plazo

Las causas fundamentales de la falla del mercado que condujo a la actual crisis fueron el optimismo derivado de un largo período de crecimiento vigoroso y los niveles bajos y la volatilidad de las tasas de interés reales, además de una serie de fallas de las políticas. Estas fallas plantean importantes desafíos a mediano plazo para las autoridades. En cuanto a las políticas financieras, la tarea ahora consiste en ampliar y flexibilizar el perímetro de regulación para que abarque a todas las instituciones pertinentes desde el punto de vista sistémico. Además, hay que formular una estrategia macroprudencial tanto para la regulación como para la política monetaria. Es necesario reforzar la coordinación y colaboración internacional en materia de políticas, por ejemplo, mejorando los sistemas de alerta anticipada y estableciendo una comunicación más abierta sobre los riesgos. Se debe evitar el proteccionismo comercial y financiero, y una rápida conclusión de la Ronda de Doha de negociaciones comerciales multilaterales revitalizará las perspectivas de crecimiento mundial.

José Viñals
Consejero Financiero

RESUMEN EJECUTIVO

La economía mundial atraviesa una recesión aguda provocada por una crisis financiera masiva y una grave pérdida de confianza. Si bien la desaceleración debería moderarse a partir del segundo trimestre, se proyecta una contracción del producto de 1,3% en 2009 en general, y una recuperación tan solo gradual en 2010, con un crecimiento de 1,9%. La reactivación dependerá de que se redoblen los esfuerzos para restablecer la salud del sector financiero y de que se siga apoyando la demanda con políticas monetarias y fiscales más expansivas.

Evolución económica y financiera reciente

Las economías de todo el mundo se han visto seriamente afectadas por la crisis financiera y la desaceleración de la actividad. El PIB real de las economías avanzadas se redujo en una cifra sin precedentes de 7½% en el cuarto trimestre de 2008, y se estima que en el primer trimestre de 2009 el producto debe haber seguido disminuyendo a un ritmo casi igual. La economía de Estados Unidos quizá sea la que más ha padecido las consecuencias de las crecientes tensiones financieras y el continuo enfriamiento del sector de la vivienda, pero Europa occidental y las economías avanzadas de Asia se han visto duramente perjudicadas por el colapso del comercio mundial, así como por el agravamiento de sus propios problemas financieros y las correcciones del sector inmobiliario en algunos mercados nacionales. Las economías de mercados emergentes también están experimentando problemas graves y, en cifras agregadas, se contrajeron un 4% en el cuarto trimestre. El daño llegó a través de canales financieros y comerciales, particularmente en los países de Asia oriental que dependen mucho de la exportación de manufacturas y en las economías emergentes de Europa y de la Comunidad de Estados Independientes (CEI), cuyo crecimiento ha dependido de las importantes afluencias de capital.

El veloz enfriamiento de la actividad mundial ha coincidido con una rápida disipación de las presiones inflacionarias. Los precios de las materias primas retrocedieron considerablemente con respecto a los máximos registrados a mediados de año, lo cual causó una pérdida particularmente ingente de ingresos en las economías de Oriente Medio y de la CEI, pero también en muchos otros países exportadores de esos productos en América Latina y África. Al mismo tiempo, la creciente atonía económica ha contenido los aumentos de los sueldos y reducido los márgenes de utilidad. Así, la inflación general de 12 meses en las economías avanzadas descendió a menos de 1% en febrero de 2009, aunque la inflación subyacente permaneció en el rango de 1½%-2%, con la notable excepción de Japón. La inflación también se ha moderado significativamente en las distintas economías emergentes, aunque en algunos casos las depreciaciones de los tipos de cambio han atenuado esa tendencia descendente.

Las diversas y a menudo poco convencionales medidas de política que se han tomado no han sido del todo eficaces a la hora de estabilizar los mercados financieros y frenar la caída de la producción, y no han logrado detener las repercusiones nocivas entre el debilitamiento de la actividad y las fuertes tensiones financieras. Algunas de las iniciativas para contener el colapso comprenden inyecciones de capital público y una batería de servicios de suministro de liquidez, medidas monetarias expansivas y programas de estímulo fiscal. Si bien ha habido señales alentadoras de una reanimación económica desde la reunión del Grupo de los Veinte (G-20) a comienzos de abril, la confianza en los mercados financieros sigue siendo escasa, y eso empaña las perspectivas de pronta recuperación económica.

En la edición de abril de 2009 de *Global Financial Stability Report (GFSR)* (informe sobre la estabilidad financiera mundial), se estima que las rebajas contables que todas las instituciones financieras aplicarán a los activos originados en Estados Unidos en 2007–10 equivaldrán a \$2,7 billones, frente a los \$2,2 billones estimados en enero de 2009, en gran medida como resultado del deterioro de las perspectivas de crecimiento económico. Según estimaciones, las rebajas contables totales derivadas de exposiciones crediticias a escala mundial ascenderán a aproximadamente \$4 billones, de las cuales dos tercios serán absorbidas por los bancos y el resto por compañías de seguro, fondos de pensiones, fondos de inversión libre (*hedge funds*) y otras entidades de intermediación. A escala mundial, los bancos están restringiendo el acceso al crédito (y seguirán haciéndolo) porque la cantidad excesiva de activos de mala calidad y la incertidumbre con respecto a la solvencia futura de las instituciones están ahuyentando los capitales privados. Las dificultades se han extendido más allá de los mercados de financiamiento a corto plazo en las economías avanzadas. Muchas empresas no financieras no pueden obtener capital de trabajo, y algunas están enfrentando dificultades a la hora de obtener préstamos a más largo plazo.

El repliegue generalizado de los inversionistas extranjeros y los bancos de las economías emergentes y la consiguiente acumulación de presiones de financiamiento son especialmente preocupantes. Las nuevas emisiones de valores prácticamente se han paralizado, los flujos bancarios han disminuido, los diferenciales de los bonos se han disparado, las cotizaciones bursátiles han bajado y los mercados cambiarios están soportando fuertes presiones. Aparte del recrudecimiento general de la aversión al riesgo, las causas se encuentran en los perjuicios sufridos por los bancos y los *hedge funds* en las economías avanzadas, la tendencia a colocar fondos bajo la protección que ofrecen las mayores garantías de los mercados maduros y la creciente incertidumbre acerca de las perspecti-

vas económicas y los factores de vulnerabilidad de las economías emergentes.

Un importante efecto derivado de la crisis financiera es la fuga hacia activos seguros y una renovada preferencia por las inversiones nacionales, con consecuencias para las principales monedas del mundo. Desde septiembre de 2008, el dólar de EE.UU., el euro y el yen se han fortalecido en términos efectivos reales. El renminbi chino y las divisas vinculadas al dólar (incluidas las de países de Oriente Medio) también se han apreciado. La mayoría de las monedas de otras economías emergentes se han depreciado notablemente, pese al uso de reservas internacionales como mecanismo de apoyo.

Perspectivas y riesgos

Las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* tienen como supuesto que la estabilización del mercado financiero tomará más tiempo de lo que se había previsto, aun pese a los vigorosos esfuerzos desplegados por las autoridades. Por lo tanto, se proyecta que las tensiones financieras en los mercados maduros seguirán siendo considerables hasta bien entrado 2010, y se aliviarán con lentitud en la medida en que se disipen las preocupaciones de insolvencia, disminuyan los riesgos de contraparte y retornen las condiciones de mayor liquidez al mercado conforme vaya aclarándose la situación de las pérdidas por activos de mala calidad y de las inyecciones de capital público. Según las previsiones, el crédito global al sector privado de las economías avanzadas se reducirá en 2009 y 2010, y los países de economías emergentes y en desarrollo tendrán acceso muy limitado al financiamiento externo en ambos años. Así lo corroboran las conclusiones del capítulo 4, según las cuales las agudas tensiones en los mercados maduros y su concentración en el sistema bancario indican que los flujos de capital a las economías emergentes sufrirán mermas significativas y se recuperarán lentamente.

Las proyecciones también suponen un fuerte apoyo brindado por las políticas macroeconómicas. Se prevé que las tasas de interés de política

monetaria bajarán o permanecerán cercanas al límite de cero en las principales economías avanzadas, mientras los bancos centrales siguen buscando maneras de aprovechar el tamaño y la composición de sus balances para relajar las condiciones de crédito. Los déficits fiscales se ampliarán considerablemente en las economías avanzadas y emergentes, ya que se supone que los gobiernos de los países del G-20 pondrán en marcha planes de estímulo fiscal por montos equivalentes al 2% del PIB en 2009 y 1½% del PIB en 2010. Las proyecciones asimismo se basan en el supuesto de que los precios de las materias primas permanecerán en niveles cercanos a los de 2009 y que subirán moderadamente en 2010, según los precios en los mercados de futuros.

Aun teniendo en cuenta las enérgicas medidas de política, y previendo una moderación del ritmo de contracción a partir de segundo trimestre, se proyecta que la actividad mundial disminuirá un 1,3% en 2009, lo que representa una considerable revisión a la baja de las proyecciones presentadas en enero en la actualización de *Perspectivas de la economía mundial*. Es decir que esta sería, por un amplio margen, la recesión más profunda desde la segunda guerra mundial. Además, la desaceleración es de carácter verdaderamente mundial: se proyecta que el producto per cápita se contraerá en los países que representan las tres cuartas partes de la economía mundial, y el crecimiento en prácticamente todos los países se ha desacelerado drásticamente en relación con las tasas observadas en 2003–07. El crecimiento retornará en 2010, pero solo a un nivel de 1,9%, que sería flojo en comparación con otras recuperaciones, y coincidiría con las conclusiones del capítulo 3 en el sentido de que las recuperaciones después de crisis financieras son mucho más lentas que otras recuperaciones.

Las perspectivas actuales son excepcionalmente inciertas, con los riesgos inclinados a la baja. La principal inquietud es que las políticas sigan siendo insuficientes para romper el círculo vicioso de repercusiones negativas entre el deterioro de las condiciones fiscales y el debi-

litamiento de las economías, particularmente en vista del limitado respaldo público a favor de la adopción de políticas. Algunos de los canales clave de transmisión son el número creciente de incumplimientos de pago de las empresas y los hogares —que causan nuevas bajas de los precios de las acciones y multiplican las pérdidas en los balances financieros— y nuevos eventos sistémicos que complican aún más el restablecimiento de la credibilidad. Además, en un contexto de gran incertidumbre, las políticas fiscales y monetarias pueden no surtir el efecto esperado, ya que las altas tasas de ahorro precautorio podrían reducir los multiplicadores fiscales, y las medidas para relajar las condiciones de financiamiento quizá no logren moderar el ritmo del desapalancamiento. Sin embargo, por el lado positivo, una aplicación firme de las políticas que convenza a los mercados de que las tensiones financieras están siendo confrontadas con decisión podría reactivar la confianza y los compromisos de gasto.

Incluso después de que la crisis haya terminado vendrá un difícil período de transición, con tasas de crecimiento del producto bastante inferiores a las de años recientes. Será necesario reducir el apalancamiento financiero, lo que implica un menor crecimiento del crédito y una mayor escasez de financiamiento que en años recientes, sobre todo en las economías emergentes y en desarrollo. Por otro lado, habrá que reducir los déficits fiscales justo cuando el envejecimiento de la población está acelerándose en varias economías avanzadas. Además, en las principales economías avanzadas los hogares probablemente seguirán reponiendo sus ahorros por algún tiempo. Todos estos factores entorpecerán el crecimiento real y potencial a mediano plazo.

Desafíos en materia de políticas

Estas difíciles e inciertas perspectivas justifican la toma de medidas de política enérgicas en los ámbitos financiero y macroeconómico. Las crisis financieras pasadas han demostrado que las demoras a la hora de atacar el problema de

fondo se traducen en una desaceleración económica aún más prolongada e incluso más costosa, tanto para los contribuyentes como para la actividad económica. Las autoridades tienen que ser conscientes de las ramificaciones internacionales de las políticas que decidan adoptar. Las iniciativas a favor de los socios comerciales y financieros —como los programas de estímulo fiscal y el apoyo oficial a los flujos internacionales de financiamiento— ayudarán a apoyar la demanda mundial, y eso generará beneficios colectivos. En cambio, un deslizamiento hacia el proteccionismo comercial y financiero sería muy perjudicial para todos, como lo demostraron en forma contundente las políticas de “empobrecimiento del vecino” aplicadas en los años treinta.

Impulsar la reestructuración del sector financiero

En estas circunstancias, la principal prioridad en materia de políticas es la reestructuración del sector financiero. Los avances convincentes en este ámbito son una condición indispensable para que la recuperación económica se afiance, además de que reforzarían significativamente la eficacia del estímulo monetario y fiscal. A corto plazo, las tres prioridades consignadas en ediciones anteriores de *GFSR* siguen siendo válidas: 1) garantizar que las instituciones financieras tengan acceso a la liquidez, 2) identificar los activos problemáticos y resolver su situación, y 3) recapitalizar las instituciones débiles pero viables. La primera prioridad está siendo abordada de manera enérgica, pero es necesario dar un impulso más contundente a las iniciativas de política en los otros dos aspectos.

La piedra angular de una solución duradera tiene que ser un reconocimiento creíble de las pérdidas derivadas de los activos deteriorados. A tales efectos, los gobiernos tienen que adoptar metodologías básicas comunes para valorar de forma realista los instrumentos de crédito titulizados. Dichas metodologías han de basarse en las condiciones económicas previstas y en un intento de estimación del valor del flujo de ingresos futuro. Se precisarán asimismo

medidas que reduzcan considerablemente la incertidumbre relacionada con nuevas pérdidas derivadas de estas exposiciones. El problema de los activos de mala calidad puede solucionarse por diversos métodos, siempre que estos cuenten con un financiamiento adecuado y se ejecuten de manera transparente.

Los métodos de recapitalización tienen que basarse en un examen minucioso de la viabilidad a largo plazo de las instituciones, que debe tener en cuenta las pérdidas sufridas hasta la fecha y una evaluación realista de la posibilidad de que se apliquen nuevas rebajas contables del valor de los activos. Según las estimaciones de *GFSR*, que están basadas en varios supuestos, las necesidades de capital podrían estar entre \$275.000 millones y \$500.000 millones en el caso de los bancos de Estados Unidos, \$475.000 millones y \$950.000 millones en el caso de los bancos europeos (excluidos los del Reino Unido), y \$125.000 millones y \$250.000 millones en el caso de los bancos del Reino Unido¹. Los supervisores evaluarán las necesidades de recapitalización de cada uno de los bancos, por lo que tendrán que comprobar la calidad del capital de las instituciones; la solidez de sus fuentes de financiamiento, planes de operaciones y procesos de gestión del riesgo; la prudencia de las políticas de remuneración; y la solidez de la administración. Los supervisores asimismo tendrán que establecer un nivel apropiado de reservas obligatorias de capital para las instituciones, teniendo en cuenta los niveles mínimos reglamentarios y la necesidad de constituir reservas para absorber otras pérdidas imprevistas. Los bancos viables insuficientemente capitalizados deben recapitalizarse sin demora, con inyecciones de capital del gobierno (de ser posible, acompañadas de capital privado) para devolver los coeficientes de capitalización

¹La parte inferior del rango denota el capital necesario para ajustar el apalancamiento, calculado al 4% como capital en acciones ordinarias sobre activos totales (coeficiente TCE). La parte superior denota el capital necesario para elevar el coeficiente al 6%, de conformidad con los niveles observados a mediados de los años noventa (véase la edición de abril de 2009 de *GFSR*).

a un nivel que permita recuperar la confianza del mercado. Las autoridades deben estar preparadas para proporcionar capital mediante acciones ordinarias a fin de mejorar la confianza y las perspectivas de financiamiento, lo que puede implicar un período transitorio de control público hasta que surja una solución del sector privado. En el caso de las instituciones financieras no viables, la intervención tiene que ser inmediata y debe conducir a resoluciones mediante cierres o fusiones. Los montos necesarios de financiamiento público probablemente serán cuantiosos, pero tenderán a aumentar cuanto más demore la solución.

En las economías emergentes también será necesario desplegar amplios esfuerzos para abordar las tensiones financieras. En el sector empresarial el riesgo es considerable. El respaldo estatal directo al crédito para las empresas puede estar justificado. Algunos países también han ampliado sus garantías para que incluyan las deudas de mala calidad de las empresas, sobre todo las vinculadas a los mercados de exportación, o han apoyado el financiamiento del comercio mediante varios servicios de crédito, ayudando a preservar los flujos comerciales y a limitar los daños en la economía real. Además, los planes para contingencias deben elaborarse teniendo en cuenta la posibilidad de una reestructuración a gran escala en el caso de que las circunstancias se deterioren aún más.

Se precisa una mayor cooperación internacional para no exacerbar las tensiones transnacionales. La coordinación y la colaboración en torno a las políticas financieras es particularmente importante para impedir que las medidas tomadas en un país tengan repercusiones en otros países. Al mismo tiempo, el apoyo internacional, incluido el del FMI, puede ayudar a los países a amortiguar el impacto de la crisis financiera en la actividad real y a limitar su efecto en la pobreza, sobre todo en los países en desarrollo. Las recientes reformas encaminadas a flexibilizar los instrumentos de préstamo para las economías sólidas pero afectadas por la turbulencia, junto con los planes propuestos

en la cumbre del G-20 para incrementar los recursos a disposición del FMI, están mejorando la capacidad de la comunidad financiera internacional para abordar los riesgos relacionados con las frenadas bruscas de los flujos de capital privado.

Aplicar una política monetaria más expansiva

Las economías avanzadas deben contrarrestar los riesgos de deflación aprovechando el margen del que dispongan para distender aún más la política monetaria. Aunque en muchos países las tasas de interés de política monetaria ya se acercan a cero, el margen de maniobra que aún esté disponible debe ser utilizado de inmediato. También es importante contar con una estrategia de comunicación clara: los gerentes de los bancos centrales deben destacar su firme intención de evitar la deflación manteniendo condiciones monetarias expansivas por el tiempo que sea necesario. En un creciente número de casos habrá que valerse más de medidas menos convencionales para apoyar la reducción de las tasas de interés, utilizando el tamaño y la composición del balance del banco central para facilitar la intermediación del crédito. En lo posible, estas medidas deben estructurarse para brindar máximo alivio a los mercados que han sufrido trastornos, pero dejando las decisiones de asignación de crédito en manos del sector privado y protegiendo el balance del banco central contra el riesgo de crédito.

Las economías emergentes también tienen que relajar las condiciones monetarias en respuesta al deterioro de las perspectivas. Sin embargo, en muchas de esas economías la tarea de los bancos centrales se ve aún más complicada por la necesidad de preservar la estabilidad externa en una situación en que los flujos de financiamiento son muy frágiles. El financiamiento en los mercados emergentes está expuesto, en mucho mayor grado que en las economías avanzadas, a perturbaciones drásticas —frenadas bruscas— en parte porque han aumentado mucho las inquietudes acerca de la solvencia crediticia de las entidades soberanas. Las economías emergentes también

han tendido a endeudarse más en moneda extranjera, y de ahí que las depreciaciones fuertes del tipo de cambio puedan ser muy perjudiciales para los balances. Por lo tanto, si bien han bajado las tasas de interés en vista de la desaceleración mundial, la mayoría de los bancos centrales de estas economías han hecho bien en proceder con cautela para seguir incentivando las entradas de capital y evitar fluctuaciones desordenadas de los tipos de cambio.

De cara al futuro, el desafío clave consistirá en calibrar el ritmo al que se deberá retraer el actual estímulo monetario excepcional. Un repliegue muy apresurado podría truncar una recuperación que tenderá a ser frágil, pero una retirada muy lenta podría conducir a un recalentamiento de la economía y al surgimiento de nuevas burbujas de precios de los activos.

Conjugar el estímulo fiscal y la sostenibilidad

Dada la magnitud de la desaceleración y los factores que limitan la eficacia de la política monetaria, la política fiscal tienen que desempeñar un papel crucial en la generación de un estímulo fiscal a corto plazo para la economía mundial. Por experiencia se sabe que la política fiscal es especialmente útil para acortar la duración de las recesiones provocadas por crisis financieras (capítulo 3). No obstante, el margen para brindar apoyo fiscal se reducirá si las medidas que se toman minan la credibilidad. Los gobiernos, por lo tanto, tienen que encontrar un difícil punto de equilibrio, que consiste en adoptar políticas expansivas a corto plazo pero infundiéndoles tranquilidad con respecto a las perspectivas a mediano plazo. Una vez afianzada la recuperación será necesario consolidar las finanzas públicas, y esa tarea será más fácil si existen sólidos marcos fiscales a mediano plazo. Pero la consolidación no debe ser prematura. Los gobiernos han tomado medidas para proporcionar un estímulo sustancial en 2009; pero ahora se está viendo que el esfuerzo tendrá que prolongarse, si no incrementarse, hasta 2010, y los países que tengan margen de maniobra

fiscal deben estar preparados para adoptar las nuevas medidas que sean necesarias para apoyar la recuperación. En la medida de lo posible, este deberá ser un esfuerzo mancomunado, ya que en parte las medidas que tome cada país tendrán efectos transfronterizos, pero beneficiarán a la economía mundial.

Una de las claves para compaginar el estímulo y la sostenibilidad está en la selección de las medidas de estímulo. En lo posible, estas deben ser temporales y deben elevar al máximo el rendimiento de cada dólar (y consisten, por ejemplo, en acelerar el gasto en proyectos ya planificados o en marcha y en ofrecer desgravaciones temporales a los hogares con acceso restringido al crédito). También es conveniente elegir medidas que fomenten el potencial productivo de la economía a largo plazo, como el gasto en infraestructura. En segundo lugar, es necesario que los gobiernos complementen las iniciativas de estímulo a corto plazo con reformas que consoliden los marcos fiscales a mediano plazo, para dar más seguridad de que se corregirán los déficits a corto plazo y se contendrá la deuda pública. En tercer lugar, un factor fundamental para garantizar la sostenibilidad fiscal en muchos países sería el logro de avances concretos hacia la solución de los desafíos fiscales que plantea el envejecimiento de la población. Pese a ser considerables, los costos de la actual crisis financiera resultan insignificantes frente a los costos inminentes derivados del aumento de los gastos en seguridad social y salud para la tercera edad. La reforma creíble de las políticas relacionadas con estos programas quizá no tengan un notable efecto inmediato en las cuentas fiscales, pero podrían dar lugar a un cambio enorme en las perspectivas fiscales, y eso podría ayudar a preservar el margen necesario para brindar apoyo fiscal a corto plazo.

Desafíos en materia de políticas a mediano plazo

Las causas fundamentales de la falla del mercado que desembocó en la actual crisis fueron

el optimismo derivado de un largo período de crecimiento vigoroso y los niveles bajos y la volatilidad de las tasas de interés reales, además de las fallas de las políticas. La regulación financiera careció de los mecanismos necesarios para rectificar las concentraciones del riesgo y los incentivos imperfectos que provocaron un auge de innovaciones financieras. Las políticas macroeconómicas no tuvieron en cuenta la acumulación de riesgos sistémicos en el sistema financiero y en los mercados de la vivienda.

Esta situación plantea importantes desafíos a mediano plazo para las autoridades. En cuanto a las políticas financieras, la tarea ahora consiste en ampliar y flexibilizar el perímetro de regulación para que abarque a todas las instituciones pertinentes desde el punto de vista sistémico. Además, hay que formular una estrategia macroprudencial para la regulación, que comprenda estructuras de remuneración que atenúen los efectos procíclicos, mecanismos adecuados para devolver la fluidez a los mercados, reglas contables que tengan en cuenta los títulos-valores ilíquidos, transparencia con respecto a la naturaleza y la localización de los riesgos a fin de promover disciplina en el mercado y una mejor gestión de la liquidez sistémica. En lo que se refiere a

las políticas macroeconómicas, los bancos centrales también deben adoptar una perspectiva macroprudencial más amplia, prestando debida atención a la estabilidad financiera y la estabilidad de los precios, para lo cual habrá que tener en cuenta los movimientos de los precios de los activos, los auges crediticios, el apalancamiento y la acumulación del riesgo sistémico. Las autoridades fiscales tienen que reducir los déficits y establecer una trayectoria sostenible para la deuda.

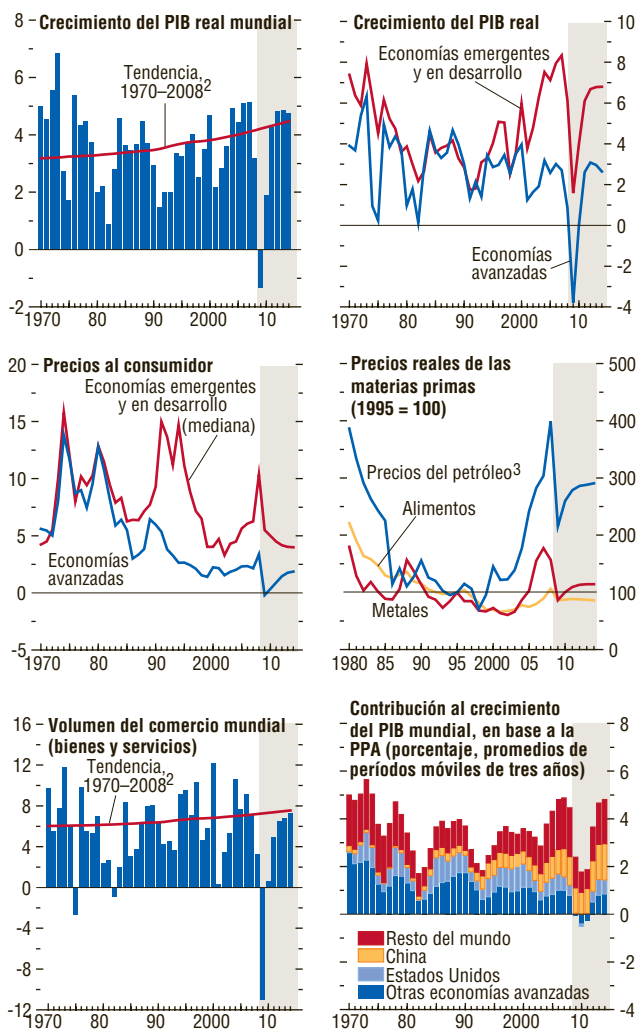
Es necesario reforzar la coordinación y colaboración internacional en materia de políticas, basándose en mejores sistemas de alerta anticipada y en una comunicación más abierta sobre los riesgos. La cooperación es particularmente urgente en el caso de las políticas financieras, dadas las importantes repercusiones internacionales que pueden tener las medidas a nivel interno. Al mismo tiempo, una rápida conclusión de la Ronda de Doha de negociaciones comerciales multilaterales podría revitalizar las perspectivas de crecimiento mundial, en tanto que el apoyo firme de fuentes bilaterales y multilaterales, como el FMI, podría ayudar a contener las negativas secuelas económicas y sociales de la crisis financiera en muchas economías emergentes y en desarrollo.

La economía mundial atraviesa una aguda recesión provocada por una crisis financiera masiva y una grave pérdida de confianza. Las diversas y a menudo poco ortodoxas medidas de política que se han tomado han ayudado en algo a estabilizar los mercados financieros, pero todavía no han restablecido la confianza ni han detenido las repercusiones nocivas entre el debilitamiento de la actividad y las fuertes tensiones financieras. Si bien se prevé que el ritmo de la contracción se moderará a partir del segundo trimestre, las proyecciones indican que la actividad mundial disminuirá un 1,3% en todo 2009, para después recuperarse levemente en el curso de 2010 (gráfico 1.1). Esta reactivación depende de que las autoridades financieras actúen con decisión para restaurar la estabilidad financiera y de que las políticas fiscales y monetarias en las principales economías del mundo brinden un apoyo sostenido y vigoroso a la demanda agregada.

En este capítulo se analiza en primer lugar cómo la espectacular escalada de la crisis financiera en septiembre de 2008 ha provocado una contracción sin precedentes de la actividad y el comercio, a pesar de las medidas de política tomadas. Posteriormente se examinan las proyecciones correspondientes a 2009 y 2010, subrayando el papel fundamental que han de desempeñar las políticas para propiciar una recuperación duradera y los riesgos de que la situación empeore si las repercusiones entre los sectores real y financiero siguieran intensificándose. En la tercera sección se da una mirada al período posterior a la crisis, considerando los factores que determinarán el panorama económico mundial a mediano plazo a medida que las empresas y los hogares vayan reparando los daños. En la parte final del capítulo se analizan los difíciles desafíos en materia de políticas que plantea la actual coyuntura, y se recalca que, si bien lo más urgente es tomar todas las medidas necesarias para restablecer la estabilidad financiera y reactivar la economía mundial, las autoridades también tienen que ser conscientes de los desafíos

Gráfico 1.1. Indicadores mundiales¹
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

La economía mundial está atravesando la recesión más aguda del período de la posguerra. El PIB mundial disminuirá en 2009, con contracciones profundas en las economías avanzadas y una desaceleración brusca en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Los volúmenes de comercio están cayendo acusadamente mientras que la inflación está moderándose con rapidez.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

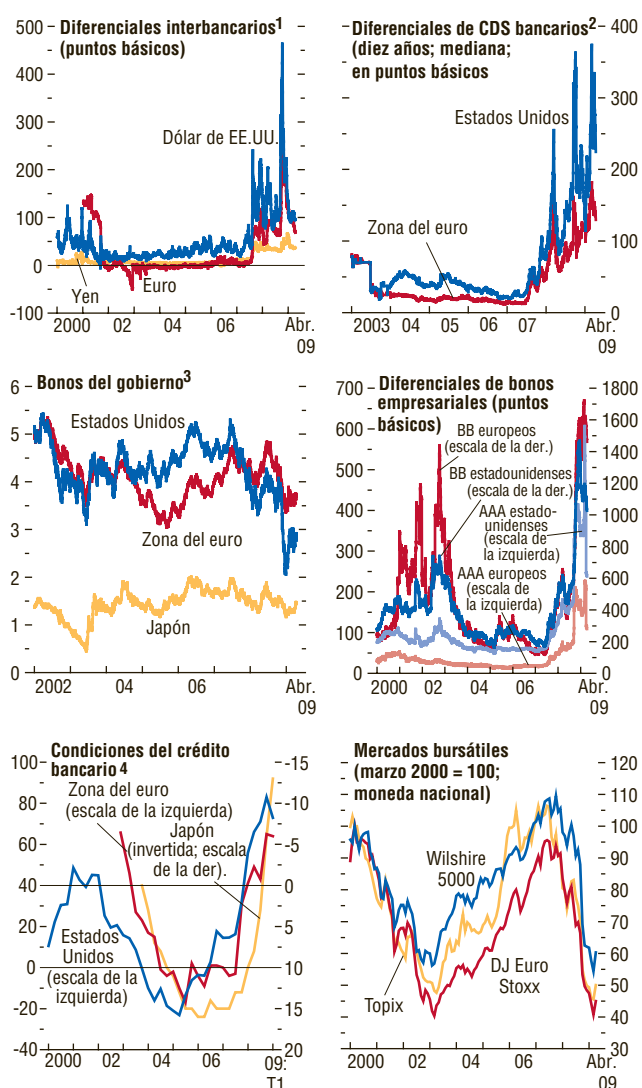
¹Las franjas sombreadas indican proyecciones del personal técnico del FMI. Los agregados se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo (PPA), salvo indicación en contrario.

²Tasas de crecimiento medio en cada país, agregadas usando ponderaciones de la PPA; los agregados varían con el tiempo a favor de los países de crecimiento más rápido, debido a lo cual la línea adquiere una tendencia ascendente.

³Promedio simple de los precios de entrega inmediata de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai Fateh y West Texas Intermediate.

Gráfico 1.2. Evolución de los mercados de crédito maduros

Las condiciones en los mercados de crédito maduros se deterioraron con rapidez a partir de de septiembre de 2008, y persisten tensiones agudas pese a las políticas desplegadas y a ciertas mejoras en la actitud de los mercados después de la reunión del G-20 celebrada a comienzos de abril. Aunque los diferenciales interbancarios se han reducido, los diferenciales de CDS bancarios y de los bonos empresariales siguen siendo amplios, y los precios de las acciones se acercan a mínimos no registrados en muchos años, dado que se han intensificado las vinculaciones negativas entre el sector financiero y la economía real.



Fuentes: Banco de Japón; Bloomberg Financial Markets; Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal; Banco Central Europeo; Merrill Lynch, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Tasa interbancaria de oferta de Londres a tres meses menos tasa de letras del Tesoro a tres meses.

²Swaps de cobertura por incumplimiento crediticio (CDS por sus siglas en inglés).

³Bonos del gobierno a 10 años.

⁴Porcentaje 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", indicador Tankan de actitud de préstamo en la encuesta de instituciones financieras de Japón.

a largo plazo y la necesidad de apoyo mutuo entre las medidas que tomen los distintos países.

¿Cómo empeoró la situación tanto y en tan poco tiempo?

En el año que siguió al desencadenamiento de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos en agosto de 2007, la economía mundial soportó tensiones pero no se derrumbó. La actividad se desaceleró a raíz del endurecimiento de la condiciones de crédito, y las economías avanzadas entraron en una leve recesión alrededor del segundo y tercer trimestres de 2008, pero las economías emergentes y en desarrollo siguieron creciendo a un ritmo bastante saludable en relación con la tendencia histórica. Sin embargo, los problemas financieros siguieron agudizándose a pesar de los esfuerzos de las autoridades para mantener la liquidez y la capitalización, ya que las preocupaciones con respecto a las pérdidas derivadas de los activos de mala calidad fueron sembrando cada vez más dudas acerca de la solvencia y el financiamiento de las principales instituciones financieras.

La situación se deterioró con rapidez después del estallido de la crisis financiera en septiembre de 2008 a raíz de la suspensión de pagos de un importante banco de inversiones de Estados Unidos (Lehman Brothers), el rescate de la mayor empresa de seguros de ese país (American International Group, AIG) y las intervenciones en otras diversas instituciones sistémicas en Estados Unidos y Europa. Estos hechos provocaron un aumento enorme del riesgo percibido de incumplimiento de la contraparte debido a las fuertes rebajas contables que tuvieron que asumir los bancos sobre sus activos, las dudas con respecto a la solvencia de muchas de las instituciones financieras más sólidas, los nuevos máximos a los que se disparó la demanda de liquidez y el recrudecimiento de la volatilidad del mercado. El resultado fue una fuga hacia los activos de calidad que deprimió los rendimientos de la mayoría de los valores públicos líquidos y una evaporación del financiamiento al por mayor que dio lugar a un desapalancamiento desordenado, que a su vez se propagó al resto del sistema financiero mundial (gráfico 1.2). Los acti-

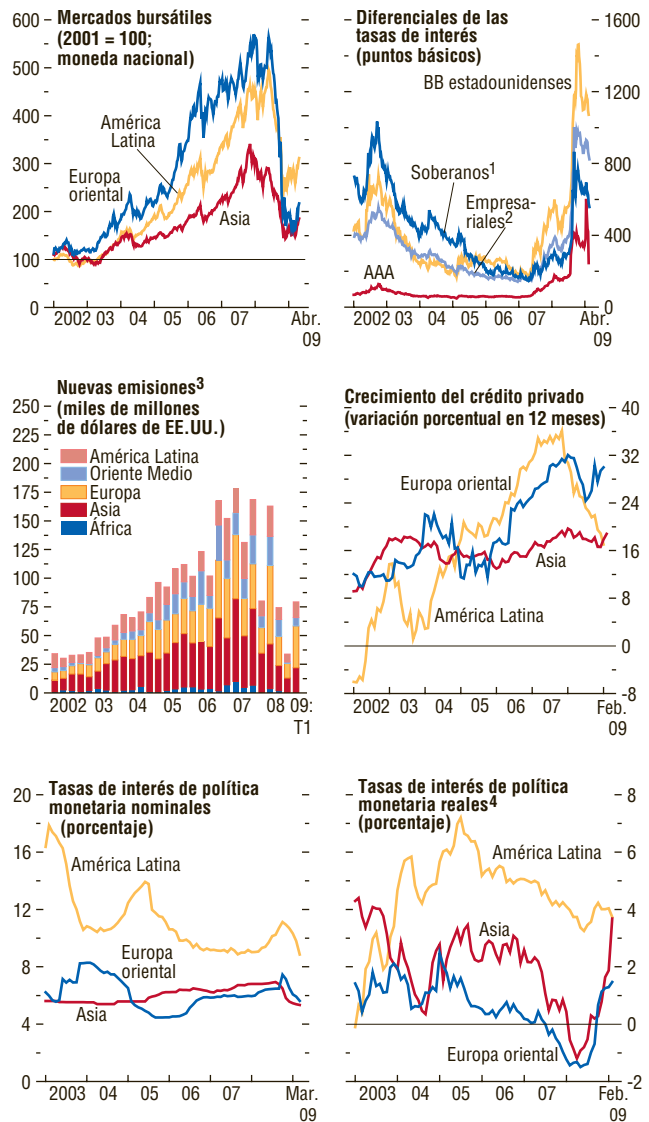
vos líquidos se vendieron a precios irrisorios, y las líneas de crédito para los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y otros intermediarios financieros apalancados en el denominado sistema bancario paralelo fueron recortadas drásticamente. Los diferenciales de los bonos empresariales de primer orden y de alto rendimiento aumentaron marcadamente, los flujos de financiamiento del comercio y de capital de trabajo experimentaron graves perturbaciones, los bancos endurecieron aún más las normas de concesión de crédito y las cotizaciones de las acciones descendieron abruptamente.

Estos acontecimientos han supuesto un duro golpe para los mercados emergentes, que hasta entonces habían estado relativamente protegidos de las tensiones financieras gracias a que sus exposiciones en el mercado de hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos eran limitadas. Las nuevas emisiones de valores prácticamente se paralizaron, los flujos bancarios se restringieron, los diferenciales de los bonos se dispararon, las cotizaciones de las acciones bajaron y los mercados cambiarios se vieron sometidos a fuertes presiones (gráfico 1.3). Además del aumento general de la aversión al riesgo, los flujos de capital han disminuido por diversos factores, como los daños sufridos por los bancos (sobre todo en Europa occidental) y los *hedge funds*, que antes habían sido importantes canales de intermediación; la tendencia a colocar fondos bajo la protección ofrecida por las mayores garantías de los mercados maduros, y las crecientes inquietudes con respecto a las perspectivas económicas de los países, en particular en las economías que antes dependían mucho del financiamiento externo. Además de estas tensiones, la turbulencia dejó al descubierto factores de vulnerabilidad interna en muchas economías emergentes, lo que hizo que se prestara atención a los descalces de monedas en los balances de los prestatarios, la gestión deficiente del riesgo (por ejemplo, pérdidas ingentes de las empresas en los mercados de derivados sobre divisas en algunos países) y el crecimiento excesivamente rápido del crédito bancario.

Los vigorosos esfuerzos contra la crisis evitaron el colapso mundial, pero la fuerte agudización

Gráfico 1.3. Condiciones en los mercados emergentes

La escala de la crisis financiera ha asestado un golpe duro a los mercados emergentes. Los precios de las acciones se desplomaron, los diferenciales aumentaron marcadamente y se redujeron las nuevas emisiones. Las tasas de interés de política monetaria fueron recortadas en respuesta al empeoramiento de las perspectivas económicas, aunque de manera menos profunda que en los mercados maduros en vista de inquietudes por la presión que están soportando las cuentas externas debido al cambio de sentido de los flujos de capital.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Capital Data; FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Diferenciales del índice EMBI Global de JPMorgan.

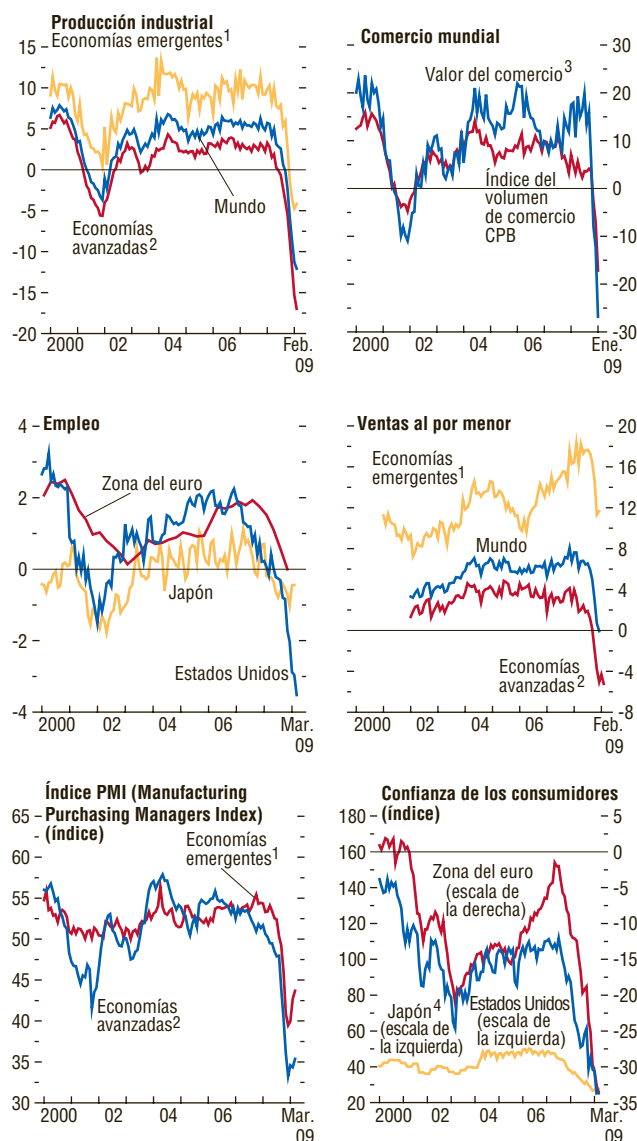
²Diferenciales del índice CEMBI Broad de JPMorgan.

³Total de emisiones de acciones, préstamos sindicados y bonos internacionales.

⁴En relación con el nivel general de inflación.

Gráfico 1.4. Indicadores corrientes y anticipados
(Variación porcentual con respecto a un año antes, salvo indicación en contrario)

La producción industrial, el comercio y el empleo han caído drásticamente desde que se desataró la crisis financiera en septiembre de 2008. Los datos recientes sobre la confianza de las empresas y las ventas al por menor dan ciertos indicios de que el ritmo de contracción de la economía mundial puede estar moderándose.



Fuentes: Índice del volumen de comercio CPB: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; demás indicadores: NTC Economics y Haver Analytics.

¹Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Estonia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, la República Eslovaca, la República Bolivariana de Venezuela, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Ucrania.

²Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, la República Checa, el Reino Unido, Singapur, Suecia, Suiza y zona del euro.

³Variación porcentual respecto de un año antes, en DEG.

⁴Los datos sobre la confianza de los consumidores en Japón están basados en un índice de difusión, en que los valores superiores a 50 indican un aumento de la confianza.

de la tensión financiera vaporeó a la economía mundial a través de varios canales. La escasez de crédito provocada por las presiones de desapalancamiento y las fallas de la tecnología de titulización ha infligido daños hasta en los prestatarios privados más sólidos. Las bruscas caídas en los mercados bursátiles y la continua deflación de las burbujas inmobiliarias han devastado el patrimonio de los hogares. En parte, esta evolución denota las correcciones inevitables de los excesos del pasado y las fallas tecnológicas semejantes a las que desencadenaron la ruptura de la burbuja de las empresas de Internet. No obstante, como los excesos y las fallas afectaron al corazón del sistema bancario, las ramificaciones se transmitieron rápidamente a todos los sectores y países de la economía mundial. Además, la fuerza de los golpes se intensificó con el desmoronamiento de la confianza de las empresas y los consumidores ante las dudas crecientes frente a las perspectivas económicas y la continua incertidumbre ante las medidas de política. El rápido deterioro de las perspectivas económicas exacerbó aún más las tensiones financieras, creando un círculo vicioso de repercusiones mundiales que ha socavado los esfuerzos de las autoridades para remediar la situación.

Por lo tanto, el impacto en la actividad tuvo repercusiones rápidas y amplias. La producción industrial y el comercio de mercancías se desplomaron en el cuarto trimestre de 2008 y siguieron descendiendo de forma acelerada a comienzos de 2009 en las economías emergentes y avanzadas, dado que las compras de bienes de inversión y bienes de consumo duraderos, como automóviles y artículos electrónicos, se vieron afectadas por perturbaciones del crédito y un creciente nerviosismo, y las existencias empezaron a aumentar con rapidez (gráfico 1.4). Algunos datos recientes dejan vislumbrar la posibilidad de que el ritmo de contracción esté empezando a moderarse. La confianza de las empresas ha repuntado modestamente, y hay indicios de que las compras de los consumidores se están estabilizando, gracias al alivio brindado por la baja de los precios de las materias primas y las expectativas de apoyo a través de políticas macroeconómicas. Sin embargo,

las tasas de empleo siguen disminuyendo con rapidez, sobre todo en Estados Unidos.

En cifras globales, se estima que el PIB mundial se contrajo un alarmante 6¼% (anualizado) en el cuarto trimestre de 2008 (en contraste con el crecimiento de 4% de hace un año), y que descendió casi al mismo ritmo en el primer trimestre de 2009. Todas las economías del mundo se han visto muy afectadas, aunque la dirección de los golpes ha variado, como se analiza más a fondo en el capítulo 2. Las economías avanzadas registraron una reducción sin precedentes del 7½% en el cuarto trimestre de 2008, y la mayoría de ellas ahora están atravesando recesiones profundas. La economía de Estados Unidos quizá sea la que más ha padecido las consecuencias de las crecientes tensiones financieras y el continuo enfriamiento del sector de la vivienda, pero Europa occidental y las economías avanzadas de Asia han recibido un duro golpe por el colapso del comercio, así como por el agravamiento de sus propios problemas financieros y las correcciones del sector inmobiliario en algunos mercados nacionales.

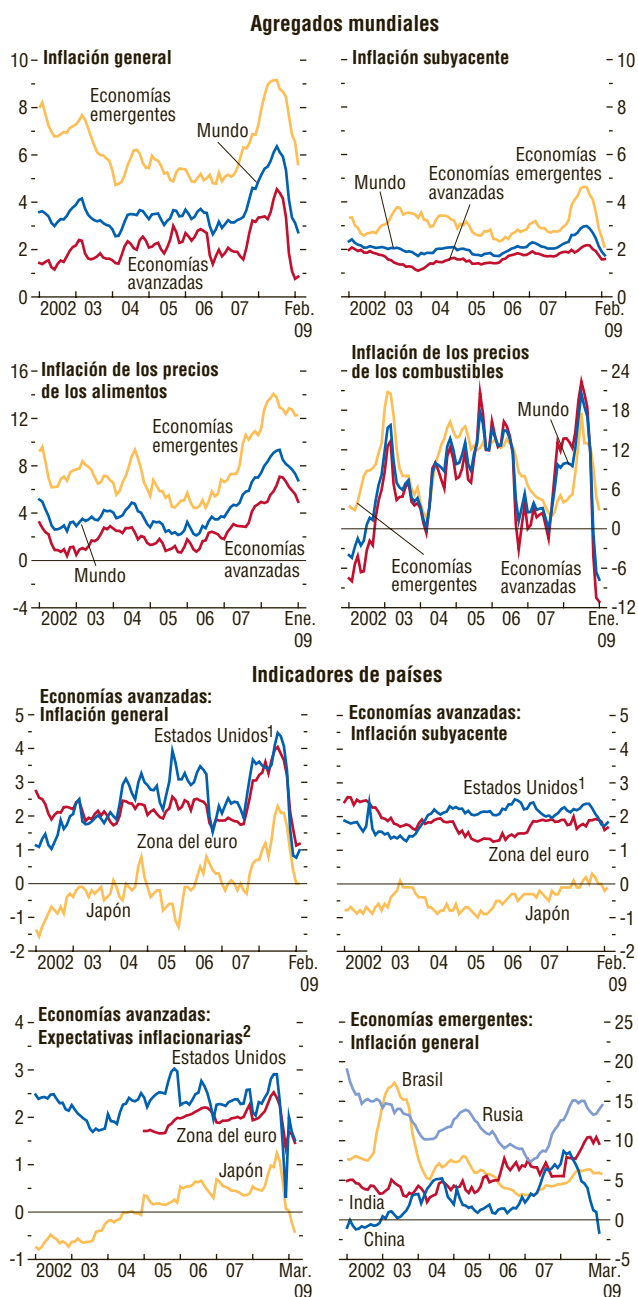
Las economías de mercados emergentes también han experimentado problemas graves y, en cifras agregadas, se contrajeron un 4% en el cuarto trimestre. El daño fue infligido a través de canales financieros y comerciales. La actividad en las economías de Asia oriental que dependen mucho de la exportación de manufacturas ha descendido marcadamente, aunque las desaceleraciones en China e India han sido menos abruptas gracias a los menores aportes de los sectores exportadores a la producción interna y a que la demanda interna es más resistente. Las economías emergentes de Europa y la Comunidad de Estados Independientes (CEI) han sufrido estragos porque dependen mucho del financiamiento externo, la exportación de manufacturas y, en el caso de la CEI, de las exportaciones de materias primas. Los países de África, América Latina y Oriente Medio han sufrido las consecuencias del desplome de los precios de las materias primas, las tensiones financieras y la escasa demanda de exportaciones.

El veloz enfriamiento de la actividad mundial ha coincidido con una rápida moderación de la presiones inflacionarias (gráfico 1.5). Los precios

Gráfico 1.5. Inflación mundial

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

La presiones inflacionarias se han moderado rápidamente con el aumento de las brechas del producto y el descenso de los precios de los alimentos y los combustibles. Las expectativas de inflación a un año y la inflación subyacente han disminuido y se han situado por debajo de los niveles fijados como meta por los bancos centrales en las principales economías avanzadas.

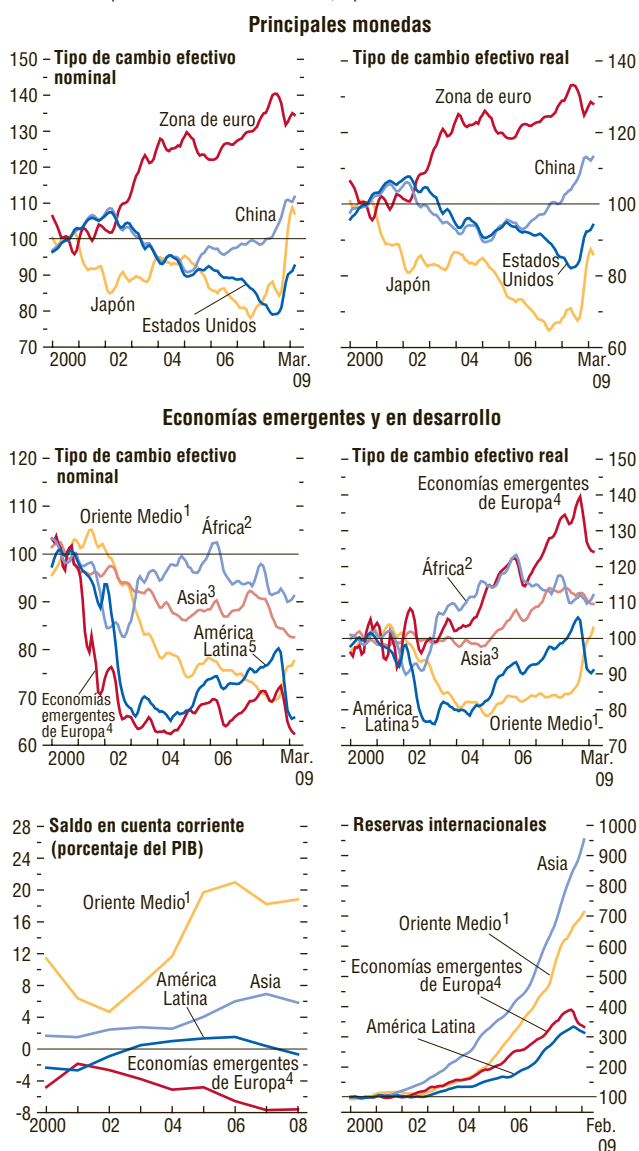


Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.
¹Deflactor del gasto de consumo personal.
²Pronósticos consensuados a un año.

Gráfico 1.6. Evolución externa

(Índice, 2000 = 100, promedio móvil de tres meses, salvo indicación en contrario)

La fuga hacia las inversiones seguras desde septiembre de 2008 ha generado apreciaciones significativas del tipo de cambio efectivo real de las principales monedas mundiales. El renminbi y otras monedas estrechamente vinculadas al dólar de EE.UU. también se han apreciado en términos efectivos reales, pero las monedas de otras economías emergentes y en desarrollo se han debilitado considerablemente debido a que los flujos privados de las cuentas de capital han cambiado de sentido, a pesar de intervenciones oficiales.



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

¹Arabia Saudita, Bahrein, Egipto, los Emiratos Árabes Unidos, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Omán, Qatar, la República Árabe Siria, la República del Yemen y la República Islámica del Irán.

²Botswana, Burkina Faso, Camerún, Chad, Côte d'Ivoire, Djibouti, Etiopía, Gabón, Ghana, Guinea, Guinea Ecuatorial, Kenya, Madagascar, Malí, Mauricio, Mozambique, Namibia, Niger, Nigeria, la República del Congo, Rwanda, Senegal, Sudáfrica, Sudán, Tanzania, Uganda y Zambia.

³Asia, excluida China.

⁴Bulgaria, Croacia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumania y Turquía.

⁵Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y la República Bolivariana de Venezuela.

de las materias primas retrocedieron considerablemente con respecto a los máximos de mediados de año a causa del deterioro de las perspectivas de las economías emergentes, que han generado el grueso del crecimiento de la demanda en años recientes (apéndice 1.1). Al mismo tiempo, la creciente atonía económica ha contenido los aumentos de los sueldos y ha reducido los márgenes de utilidad. Así, la inflación general de 12 meses en las economías avanzadas se redujo a menos del 1% en febrero de 2009, aunque la inflación subyacente permaneció en el rango de 1½%-2%, con la notable excepción de Japón. La inflación también se moderó significativamente en las distintas economías emergentes, aunque en algunos casos las depreciaciones de los tipos de cambio han atenuado esa tendencia descendente.

Una consecuencia de la crisis financiera ha sido la fuga hacia los activos seguros y una renovada preferencia por las inversiones nacionales. Los flujos mundiales de capital en cifras brutas se contrajeron drásticamente en el cuarto trimestre de 2008. En cifras netas, los flujos han favorecido a los países con los mercados de valores públicos más líquidos y seguros, mientras que los flujos netos privados a las economías emergentes y en desarrollo se han paralizado. Estos cambios han incidido en las principales monedas del mundo. Desde septiembre de 2008, el euro, el dólar de EE.UU. y el yen se han fortalecido considerablemente (gráfico 1.6). El renminbi chino y las monedas vinculadas al dólar (incluidas las de países de Oriente Medio) también se han apreciado en términos efectivos reales. La mayoría de las monedas de otras economías emergentes se han depreciado notablemente, pese al uso de las reservas internacionales como mecanismo de apoyo.

Las políticas no logran surtir efecto

Las medidas de política frente a estos acontecimientos han sido rápidas, variadas y a menudo poco ortodoxas, pero con demasiada frecuencia también han sido fragmentarias y no han logrado detener la espiral descendente. Vistas las graves secuelas del colapso de Lehman Brothers, las autoridades en los principales merca-

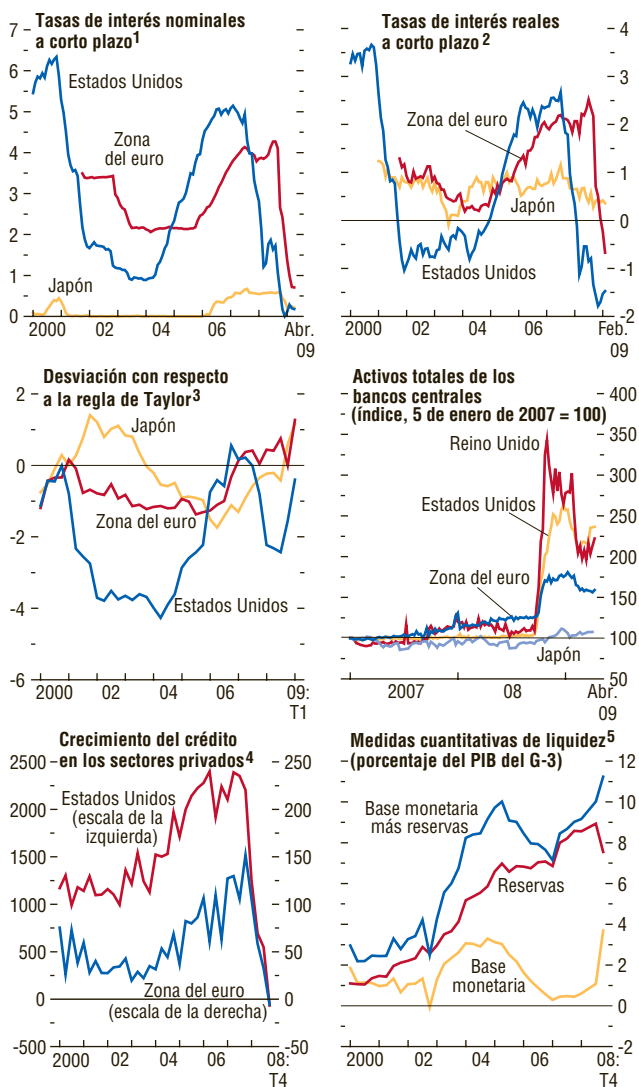
dos maduros señalaron claramente que no se permitiría la quiebra de ninguna otra institución de importancia potencialmente sistémica. Varios bancos importantes de Estados Unidos y Europa recibieron apoyo estatal mediante capital nuevo y garantías frente a las pérdidas por tenencias de activos problemáticos. En términos más generales, las autoridades han aplicado estrategias polifacéticas que implican el suministro continuo de liquidez y garantías ampliadas de los pasivos de los bancos para aliviar las presiones de financiamiento, la movilización de fondos públicos para la recapitalización de bancos y el anuncio de programas para solucionar el problema de los activos de mala calidad. Sin embargo, los anuncios sobre las políticas en general han sido parcos en detalles y no han logrado convencer a los mercados; ha faltado coordinación entre los países, lo que ha generado efectos secundarios perjudiciales, y la disipación de la incertidumbre sobre los activos problemáticos ha sido limitada.

Al mismo tiempo, dadas las menores preocupaciones sobre la inflación y la agudización de los riesgos de las perspectivas, los bancos centrales han utilizado una gama de herramientas de política convencionales y no convencionales para apuntalar la economía y relajar las condiciones en los mercados de crédito. Las tasas de interés de política monetaria han sido reducidas drásticamente, y llegaron a niveles de $\frac{1}{2}\%$ o menos en algunos países (Canadá, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido) y a mínimos sin precedentes en otros casos (como la zona del euro y Suecia) (gráfico 1.7). Sin embargo, las perturbaciones en los mercados de crédito han limitado el efecto de los recortes de las tasas, y el límite de cero ha restringido la capacidad de las autoridades de los bancos centrales para proporcionar nuevos estímulos. Es por esto que algunos bancos centrales (particularmente en Estados Unidos, Japón y el Reino Unido) han ampliado la adquisición de valores públicos a largo plazo y han brindado apoyo directo a los mercados de crédito ilíquidos mediante financiamiento y garantías para intermediarios específicos, con cierto éxito en algunos segmentos concretos del mercado, como el

Gráfico 1.7. Medidas de política monetaria y liquidez en algunas economías avanzadas

(Tasas de interés en porcentaje, salvo indicación en contrario)

Las principales economías avanzadas han recortado las tasas de interés de política monetaria conforme han ido cediendo las presiones inflacionarias y deteriorándose las perspectivas económicas. Con las tasas de política monetaria aproximándose al tope mínimo de cero, los bancos centrales han ido tomando cada vez más medidas para apoyar de forma más directa la creación de crédito, con la consiguiente expansión rápida de sus balances. Pese a estos esfuerzos, el crecimiento del crédito al sector privado se ha desacelerado drásticamente.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Eurostat; Haver Analytics; Merrill Lynch; OECD *Economic Outlook*; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Letras del Tesoro a tres meses

² En relación con la inflación subyacente.

³ La tasa de Taylor depende de 1) una tasa de interés real neutra, que a su vez es función del potencial de crecimiento del producto, 2) la desviación de la inflación prevista de precios al consumidor con respecto a la meta de inflación y 3) la brecha del producto. La inflación prevista se deriva de las tasas correspondientes al umbral de rentabilidad de los bonos indexados al nivel de inflación.

⁴ Variaciones de un trimestre a otro; en miles de millones de unidades de moneda nacional.

⁵ Variación en tres años de Estados Unidos, Japón y la zona del euro (G-3), denominada en dólares de EE.UU.

de papel comercial y valores respaldados con hipotecas residenciales de Estados Unidos, en donde los diferenciales se han reducido. Como resultado, los balances de los bancos centrales se expandieron con rapidez después de que dichos bancos se convirtieran en intermediarios importantes del proceso de crédito. Pero aun así, el crecimiento general del crédito al sector privado ha disminuido sustancialmente, debido al efecto combinado de la aplicación de normas de crédito más estrictas por parte de los bancos, perturbaciones en los mercados de valores y una menor demanda de crédito por el deterioro de las perspectivas económicas.

Al aumentar las preocupaciones con respecto al alcance de la desaceleración y los límites de la política monetaria, los gobiernos también han recurrido a la política fiscal para apoyar la demanda. Aparte de dejar que actúen los estabilizadores automáticos, la mayoría de las economías avanzadas —en particular Alemania, Corea, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido— han puesto en marcha importantes programas de estímulo. Pese a que el impacto de la desaceleración y el estímulo se sentirá sobre todo en 2009 y 2010, los déficits fiscales en las principales economías avanzadas aumentaron en más de 2 puntos porcentuales en 2008, después de varios años de consolidación (cuadro A8). El apoyo estatal al sistema bancario también ha hecho que se eleven los niveles de deuda pública, y algunos países han visto reducirse su margen de maniobra fiscal a raíz de la presión al alza sobre los rendimientos de los bonos del gobierno, derivadas de una mayor preocupación acerca de la sostenibilidad fiscal a largo plazo.

Las medidas de política con que las economías emergentes y en desarrollo han respondido a la desaceleración de la actividad y a las crecientes presiones externas han variado considerablemente y de acuerdo con las circunstancias. Muchos países, especialmente en Asia y América Latina, han podido aprovechar los factores de amortiguación de las políticas para aliviar las presiones, dejando que los tipos de cambio se ajusten a la baja, pero también valiéndose de las reservas para contrarrestar las condiciones desordenadas del mercado

y fomentar el crédito privado, en particular para sustentar el financiamiento del comercio. Los servicios de canje de dólares que la Reserva Federal ha ofrecido a varios países de importancia sistémica, así como la introducción de un instrumento de crédito más flexible del FMI, han permitido a los mercados confiar en cierta medida en que los países que gestionan bien sus finanzas tendrán acceso a los fondos externos que necesiten y no se enfrentarán a una crisis de la cuenta de capital. Por otro lado, al disminuir las preocupaciones previas relativas a la inflación, muchos bancos centrales optaron por cambiar de rumbo y bajaron las tasas de interés de política monetaria para distender las condiciones internas (gráfico 1.3). Los gobiernos también han brindado apoyo fiscal a través de estabilizadores automáticos y medidas discrecionales, aunque en general en un grado mucho menor que en las economías avanzadas, con las excepciones notables de Arabia Saudita y China, que disponen de margen de maniobra gracias a la acumulación de reservas, regímenes de metas de inflación más creíbles y balances públicos más sólidos.

No obstante, en otras regiones, en particular en las economías emergentes de Europa y la CEI, los mayores factores de vulnerabilidad interna, y en ciertos casos los regímenes cambiarios menos flexibles, han complicado la respuesta en materia de políticas. Varios países que tienen graves déficits de financiamiento externo, sistemas bancarios frágiles, descalces de monedas en los balances de los prestatarios y dudas crecientes sobre las finanzas públicas han adoptado políticas macroeconómicas más restrictivas y han recibido asistencia financiera externa del FMI y otras fuentes oficiales. Pero la estabilización ha sido difícil de concretar debido al continuo deterioro de las condiciones externas.

El agujero financiero se ha hecho más profundo

Las medidas de política tomadas en las economías avanzadas y emergentes han ayudado a atenuar las muy intensas perturbaciones de los mercados financieros observadas en octubre y noviembre de 2008, y se han notado señales

alentadoras de reanimación económica desde la reunión del G-20 celebrada a comienzos de abril, pero las condiciones en los mercados financieros en general han permanecido muy tensas. Así, los riesgos financieros han seguido aumentando en una mayoría de aspectos, como se analiza en detalle en la edición de abril de 2009 de *Global Financial Stability Report (GFSR)*, informe sobre la estabilidad financiera mundial). La mayoría de los indicadores de riesgo y volatilidad del mercado aún están muy por encima de los niveles observados antes de septiembre de 2008, y más aún de los niveles previos a agosto de 2007 (gráficos 1.2 y 1.3). Mientras que el acceso de los prestatarios de primer orden en los mercados de valores ha aumentado, el crecimiento del crédito bancario está disminuyendo rápidamente en todos los frentes, el financiamiento al por mayor de los bancos en los mercados maduros sigue dependiendo mucho de las garantías del Estado y los mercados de titulización siguen muy debilitados. La continua incertidumbre acerca de las perspectivas económicas y la valoración de los activos de mala calidad complica aún más la situación, sobre todo porque es poco lo que se ha hecho para restablecer mercados líquidos para estos activos o para reducir las exposiciones de los bancos a las fluctuaciones de su valor.

La persistencia de las presiones obedece en buena medida al perjudicial círculo vicioso con la economía real, conforme se han ensombrecido las perspectivas económicas, las estimaciones de las pérdidas financieras han seguido aumentando y los mercados han seguido cuestionando la solvencia de los bancos a pesar de las fuertes inyecciones de recursos públicos. En *GFSR* se estima que las rebajas contables que todas las instituciones financieras aplicarán a los activos originados en Estados Unidos en 2007–10 ascenderán a \$2,7 billones (frente a los \$2,2 billones estimados en enero de 2009). Se estima que las rebajas contables totales derivadas de exposiciones crediticias a escala mundial ascenderán a \$4 billones, de los cuales dos tercios serán absorbidos por los bancos y el resto se distribuirá entre las compañías de seguros, los fondos de pensiones, los *hedge funds* y otros

intermediarios, aunque esta cifra tiene un importante margen de error. Hasta ahora, los bancos han reconocido menos de un tercio de las pérdidas estimadas, y se necesitan montos cuantiosos de capital nuevo. Según las estimaciones de *GFSR*, que están basadas en varios supuestos, las necesidades de capital adicional (medido como capital en acciones ordinarias) serían de entre \$275.000 millones y \$500.000 millones en el caso de Estados Unidos, entre \$475.000 millones y \$950.000 millones en el caso de los bancos europeos (excluidos los del Reino Unido) y entre \$125.000 millones y \$250.000 millones en el caso de los bancos del Reino Unido¹. Además, los balances de las compañías de seguros y los fondos de pensiones han sufrido graves pérdidas porque sus activos se han desvalorizado y los rendimientos más reducidos de los bonos públicos que se utilizan para descontar los pasivos han ampliado simultáneamente el descalce entre activos y pasivos.

Las perspectivas a corto plazo son precarias

Las perspectivas económicas han seguido revisándose a la baja conforme se ha intensificado el círculo vicioso entre los sectores real y financiero. Aun previendo un firme apoyo con políticas macroeconómicas y una moderación del ritmo de contracción a partir del segundo trimestre de 2009, se proyecta que la actividad mundial disminuirá un 1,3% en 2009, lo que representa una revisión a la baja de 1¼ puntos porcentuales con respecto a las proyecciones presentadas en la actualización de enero de *Perspectivas de la economía mundial* (cuadro 1.1). Desde cualquier punto de vista, esta baja representa por un amplio margen la recesión mundial más profunda desde la Gran Depresión (recuadro 1.1). Además, los efectos se están sintiendo en todos los rincones del

¹El extremo inferior del rango denota el capital necesario para ajustar el apalancamiento, calculado al 4% como capital en acciones ordinarias (TCE) sobre activos totales (TA). El extremo superior denota el capital necesario, para reducir el apalancamiento a los niveles observados a mediados de los años noventa (coeficiente TCE/TA de 6%) (véase la edición de abril de 2009 de *GFSR*).

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

	Interanual						T4 a T4		
	2007	2008	Proyecciones actuales		Diferencia con las proyecciones de enero de 2009		Estimaciones 2008	Proyecciones	
			2009	2010	2009	2010		2009	2010
Producto mundial¹	5,2	3,2	-1,3	1,9	-1,8	-1,1	0,2	-0,6	2,6
Economías avanzadas	2,7	0,9	-3,8	0,0	-1,8	-1,1	-1,7	-2,6	1,0
Estados Unidos	2,0	1,1	-2,8	0,0	-1,2	-1,6	-0,8	-2,2	1,5
Zona del euro	2,7	0,9	-4,2	-0,4	-2,2	-0,6	-1,4	-3,5	0,6
Alemania	2,5	1,3	-5,6	-1,0	-3,1	-1,1	-1,7	-4,4	0,0
España	3,7	1,2	-3,0	-0,7	-1,3	-0,6	-0,7	-2,9	0,2
Francia	1,6	-1,0	-4,4	-0,4	-2,3	-0,3	-2,9	-2,9	0,2
Italia	2,1	0,7	-3,0	0,4	-1,1	-0,3	-1,0	-2,2	1,4
Japón	2,4	-0,6	-6,2	0,5	-3,6	-0,1	-4,3	-2,7	-0,6
Reino Unido	3,0	0,7	-4,1	-0,4	-1,3	-0,6	-2,0	-3,2	0,6
Canadá	2,7	0,5	-2,5	1,2	-1,3	-0,4	-0,7	-1,9	1,7
Otras economías avanzadas	4,7	1,6	-4,1	0,6	-1,7	-1,6	-2,7	-1,9	1,7
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,7	1,5	-5,6	0,8	-1,7	-2,3	-4,8	-1,5	2,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo ²	8,3	6,1	1,6	4,0	-1,7	-1,0	3,3	2,3	5,0
África	6,2	5,2	2,0	3,9	-1,4	-1,0	...	...	...
África subsahariana	6,9	5,5	1,7	3,8	-1,8	-1,2	...	...	...
América	5,7	4,2	-1,5	1,6	-2,6	-1,4	...	...	...
Brasil	5,7	5,1	-1,3	2,2	-3,1	-1,3	1,2	1,1	2,4
México	3,3	1,3	-3,7	1,0	-3,4	-1,1	-1,7	-2,1	2,5
Comunidad de Estados Independientes	8,6	5,5	-5,1	1,2	-4,7	-1,0	...	...	...
Rusia	8,1	5,6	-6,0	0,5	-5,3	-0,8	1,2	-4,7	1,0
Excluido Rusia	9,9	5,3	-2,9	3,1	-3,2	-1,3	...	...	...
Europa central y oriental	5,4	2,9	-3,7	0,8	-3,3	-1,7	...	...	...
Oriente Medio	6,3	5,9	2,5	3,5	-1,4	-1,2	...	...	...
Países en desarrollo de Asia	10,6	7,7	4,8	6,1	-0,7	-0,8	...	...	...
China	13,0	9,0	6,5	7,5	-0,2	-0,5	6,8	6,9	7,9
India	9,3	7,3	4,5	5,6	-0,6	-0,9	4,5	4,8	5,9
ASEAN-5	6,3	4,9	0,0	2,3	-2,7	-1,8	2,1	1,2	3,3
<i>Partidas informativas</i>									
Unión Europea	3,1	1,1	-4,0	-0,3	-2,2	-0,8	...	...	...
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	3,8	2,1	-2,5	1,0	-1,9	-1,1	...	...	...
Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)	7,2	3,3	-11,0	0,6	-8,2	-2,6	...	...	...
Importaciones									
Economías avanzadas	4,7	0,4	-12,1	0,4	-9,0	-1,5	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	14,0	10,9	-8,8	0,6	-6,6	-5,2	...	...	...
Exportaciones									
Economías avanzadas	6,1	1,8	-13,5	0,5	-9,8	-1,6	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	9,5	6,0	-6,4	1,2	-5,6	-4,2	...	...	...
Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)									
Petróleo ³	10,7	36,4	-46,4	20,2	2,1	0,2	...	...	...
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	14,1	7,5	-27,9	4,4	1,2	-2,9	...	...	...
Precios al consumidor									
Economías avanzadas	2,2	3,4	-0,2	0,3	-0,5	-0,5	2,1	-0,1	0,4
Economías de mercados emergentes y en desarrollo ²	6,4	9,3	5,7	4,7	-0,1	-0,3	7,7	4,4	4,0
Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)⁴									
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU.	5,3	3,0	1,5	1,4	0,2	-1,5	...	...	...
Sobre los depósitos en euros	4,3	4,6	1,6	2,0	-0,6	-0,7	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses	0,9	1,0	1,0	0,5	0,0	0,1	...	...	...

Nota: Se parte del supuesto de que los tipos de cambio reales efectivos se mantienen constantes a los niveles vigentes entre el 25 de febrero y el 25 de marzo de 2009. Los grupos y las metodologías se detallan en el apéndice estadístico.

¹Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan 90% de las ponderaciones mundiales ajustadas según la PPA.

²Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan aproximadamente 77% de las economías emergentes y en desarrollo.

³Promedio simple de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate. En 2008 el precio promedio del petróleo fue \$97,03 el barril; el precio supuesto en base a los mercados de futuros es \$52,00 en 2009 y \$62,50 en 2010.

⁴Tasa a seis meses para Estados Unidos y Japón, y a tres meses para la zona del euro.

Recuadro 1.1. Los ciclos económicos mundiales

La economía internacional está viviendo la desaceleración más profunda de los 50 últimos años, que según muchos observadores guarda todas las características de una recesión mundial. Sin embargo, uno de los problemas de este debate es la escasez de análisis empíricos de los ciclos económicos mundiales. Este recuadro busca llenar esa laguna, con una definición de un ciclo económico mundial y una breve descripción de las dimensiones que lo caracterizan, y así poner en perspectiva la desaceleración actual.

Para saber qué constituía un ciclo económico mundial en la década de 1960 bastaba con observar las fluctuaciones cíclicas de las economías avanzadas, especialmente las de Estados Unidos. A ese grupo le correspondía el grueso del producto mundial: casi 70%, medido según la paridad del poder adquisitivo (PPA). Además, la actividad cíclica de gran parte del resto del mundo dependía sustancialmente de la situación de las economías avanzadas¹. En la actualidad, la proporción del producto mundial que originan las economías avanzadas ronda 55%, medido según la PPA, y ya no se puede dar por sentado que los ciclos económicos de este grupo coinciden con los ciclos económicos mundiales. De hecho, en 2007, cuando comenzó a enfriarse la actividad de Estados Unidos y otras economías avanzadas, la expectativa era que las economías emergentes y en desarrollo hasta cierto punto no se verían afectadas, gracias al volumen y al vigor de la demanda interna y a la mayor importancia del comercio intrarregional asiático.

Pero por acción de las corrientes comerciales y financieras la integración internacional es más estrecha hoy que en los años sesenta, y eso crea más posibilidades de desbordamiento y contagio.

Los autores de este recuadro son M. Ayhan Kose, Prakash Loungani y Marco E. Terrones. David Low y Jair Rodríguez se encargaron de la investigación.

¹Medida según los tipos de cambio de mercado, la proporción del producto mundial correspondiente a las economías avanzadas ronda 75%. En el capítulo 4 de la edición de abril de 2007 de este informe se analiza cómo evolucionó la distribución del producto mundial y cómo fue cambiando con el tiempo el impacto del crecimiento de las economías avanzadas en el desempeño económico de las economías en desarrollo.

Por eso es más marcada la influencia recíproca de los ciclos económicos de las economías avanzadas y de las economías emergentes y en desarrollo, y por eso es más probable que ocurran movimientos sincrónicos y que se forme un ciclo económico mundial.

Cronología de los ciclos económicos mundiales

Los dos métodos comúnmente utilizados para determinar la cronología de los puntos máximos y mínimos de los ciclos económicos de los países —a saber, los procedimientos estadísticos y los métodos subjetivos que emplean, entre otras organizaciones, el National Bureau of Economic Research (NBER) para Estados Unidos y el Center for Economic Policy Research (CEPR) para la zona de euro— se aplican a escala mundial. Ambos métodos coinciden en los mismos puntos de inflexión de la actividad mundial.

El método estadístico sirve para detectar los puntos máximos y mínimos de un indicador clave de la actividad económica mundial: el PIB real mundial per cápita (ponderado según la PPA)². Se emplean datos anuales de 1960 a 2010; las estimaciones de 2009–10 están basadas en las últimas previsiones de crecimiento de este informe³. Se emplea un indicador per cápita para dar razón de la heterogeneidad de las tasas de crecimiento demográfico de los distintos países; concretamente, en las economías emergentes y en desarrollo el crecimiento del PIB suele ser más rápido que en las economías industrializadas, pero el crecimiento demográfico también es mayor.

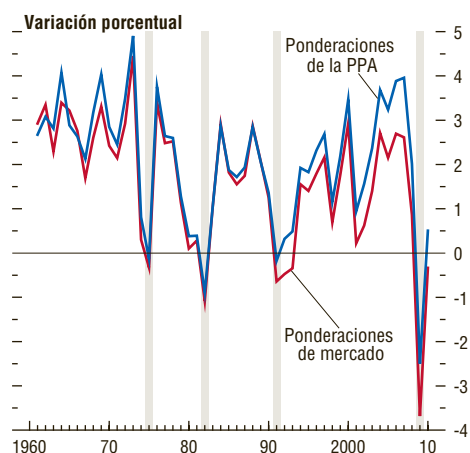
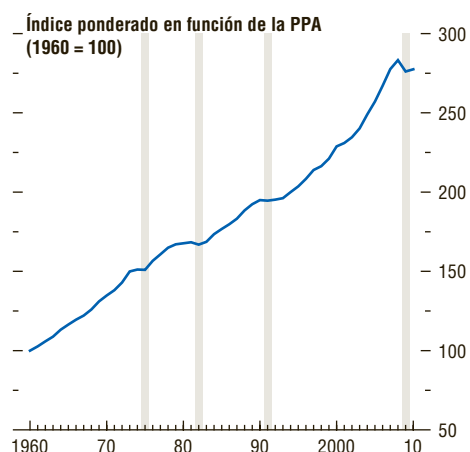
²Este método identifica los puntos máximos y mínimos del nivel de actividad económica buscando cambios a lo largo de un período determinado. En el caso de los datos anuales, básicamente requiere un ciclo con una duración mínima de dos años y fases cíclicas con una duración mínima de un año. Un ciclo completo va de punto máximo a punto máximo en dos fases, la de recesión (de punto máximo a punto mínimo) y la de expansión (de punto mínimo a punto máximo); véase Claessens, Kose y Terrones (2008).

³La muestra utilizada para calcular este indicador abarca casi todos los países incluidos en la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

Recuadro 1.1 (continuación)

PIB real mundial per cápita¹

(Las contracciones del PIB mundial per cápita ponderado en función de la paridad del poder adquisitivo (PPA) aparecen sombreadas)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Los datos correspondientes a 2009–10 se basan en pronósticos de *Perspectivas de la economía mundial*.

El algoritmo toma cuatro puntos mínimos de la actividad económica mundial registrados en los 50 últimos años —1975, 1982, 1991 y 2009—, que corresponden a disminuciones del PIB real mundial per cápita (panel superior del primer gráfico). Corresponde señalar que ni 1998 ni 2001 aparecen como punto mínimos porque el PIB real mundial per cápita no disminuyó. En 1997–98, muchas economías emergentes, asiáticas sobre todo, expe-

rimentaron una caída marcada de la actividad, pero el crecimiento mantuvo el ritmo en las economías avanzadas. En 2001, por el contrario, muchas economías avanzadas sufrieron una recesión leve, pero el crecimiento de grandes mercados emergentes como China e India conservó el vigor⁴.

El uso de ponderaciones de mercado —en lugar de la PPA— inclina las ponderaciones en dirección a las economías avanzadas, pero no altera la identificación de los puntos mínimos, excepto el de 1991. En ese caso concreto el punto mínimo ocurre en 1993 debido a la desaceleración que sufrieron muchos países europeos durante la crisis del mecanismo de tipos de cambio (MTC) de 1992–93. Sin embargo, con cualquiera de las dos ponderaciones las proyecciones actuales hacen pensar que la recesión mundial de 2009 sería por lejos la más profunda de las cinco últimas décadas (panel inferior del primer gráfico)⁵.

Una evaluación más amplia de los puntos de inflexión

El NBER y el CEPR no utilizan el método estadístico, sino que para detectar los puntos máximos y mínimos de los ciclos económicos analizan una amplia variedad de indicadores macroeconómicos y luego determinan subjetivamente si los datos apuntan preponderantemente a una recesión. La tarea es mucho más compleja para el CEPR porque, además de evaluar múltiples indicadores, debe determinar si la zona del euro en su conjunto está atravesando una recesión.

⁴El análisis del recuadro 1.1 de la edición de abril de 2002 de este informe, titulado “¿Fue una recesión mundial?”, concluyó también que el episodio de 2001 “no llegó a ser una recesión mundial, ciertamente en comparación con episodios anteriores que, en nuestra opinión, se encuadraron en esa categoría. Aun así, estuvo cerca”. Para más detalles, consúltese el capítulo 1 de esa edición.

⁵Tal como está construido el algoritmo, los episodios de recesión mundial que capta corresponden exactamente a los períodos de disminución del PIB real mundial per cápita. Con una u otra ponderación, los niveles máximos del ciclo económico mundial ocurren en 1974, 1981, 1990 y 2008. Si se utiliza el PIB real total (en lugar del indicador per cápita), la de 2009 sería la única contracción de la economía mundial desde 1960.

Este enfoque se aplica a escala internacional observando varios indicadores de la actividad mundial, como por ejemplo PIB real per cápita, producción industrial, comercio exterior, flujos de capital, consumo de petróleo y desempleo⁶. El segundo gráfico muestra el comportamiento promedio de estos indicadores alrededor de las recesiones mundiales de 1975, 1982 y 1991, detectadas por medio del método estadístico. La producción industrial y el consumo de petróleo a nivel mundial comienzan a disminuir dos años antes del punto mínimo, y el comercio y los flujos de capital internacionales, un año antes. La tasa de desempleo experimenta el aumento máximo el año de la recesión. El desempleo se mantiene elevado el año después del punto mínimo, en tanto que la mayoría de los otros indicadores se recuperan hasta acercarse a su tasa normal de crecimiento⁷. La recesión actual está siguiendo un patrón parecido al observado en otros episodios, aunque esta vez la contracción de la mayor parte de los indicadores es mucho más fuerte.

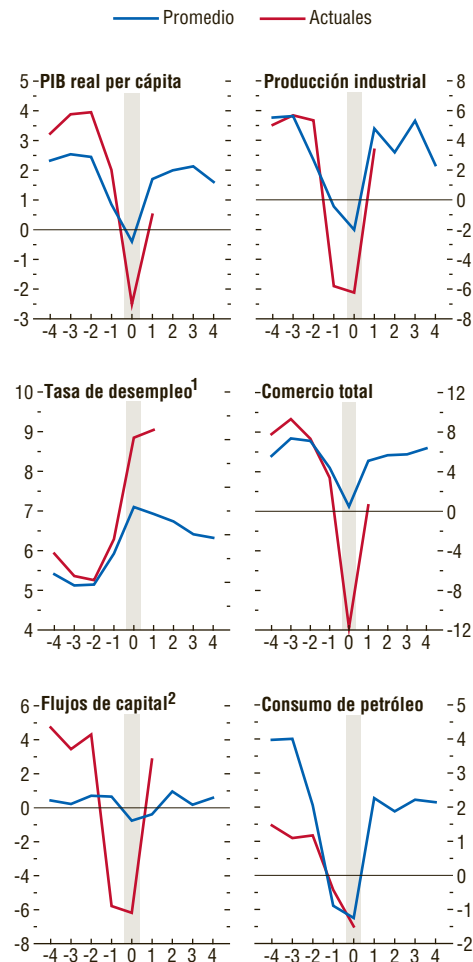
Aunque las cuatro recesiones mundiales son cualitativamente parecidas, existen diferencias cuantitativas importantes. El cuadro muestra las variaciones porcentuales de ciertos indicadores de la actividad mundial durante las recesiones. Las disminuciones de casi todos los indicadores son más pronunciadas en 1975 y 1982 que en 1991; de hecho, en 1991 el

⁶Apenas algunas economías avanzadas publican datos de desempleo que abarcan el período completo de la muestra. Es difícil encontrar series a largo plazo sobre el desempleo de las economías emergentes y en desarrollo; además, el tamaño del sector informal en muchos de estos países le resta utilidad a la tasa oficial de desempleo como indicador de la situación del mercado laboral.

⁷Durante los años 1998 y 2001, el comportamiento de estos indicadores mundiales fue variado, lo cual reafirma la inferencia del método estadístico de que estos episodios no exhibieron las características de una recesión mundial. El método estadístico también sirve para detectar los puntos de inflexión cíclicos de series trimestrales de la producción industrial mundial. Los resultados en general están de acuerdo con los de las series anuales del PIB, pero también revelan un punto mínimo en la producción industrial entre el cuarto trimestre de 2000 y el de 2001.

Variables observadas en torno a episodios de recesión mundial

(Variación porcentual anual salvo indicación en contrario; los años se denotan en el eje de las abscisas; punto mínimo del producto en $t = 0$)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Tasa de desempleo en porcentaje. Comprende únicamente datos de las economías avanzadas.

²Los flujos de capital se refieren al promedio del período móvil de dos años de la relación entradas más salidas/PIB.

comercio internacional creció vigorosamente pese a la recesión. Los flujos de capital sufrieron caídas en 1982 y 1991, pero esas variaciones son mucho más pequeñas que la contracción masiva del actual episodio. Se prevé que durante la recesión actual

Recuadro 1.1 (conclusión)

Recesiones mundiales: Indicadores de la actividad económica
(Variación porcentual, salvo indicación en contrario)

Variable	1975	1982	1991	Proyección 2009	Promedio (1975, 1982, 1991)
Producto					
Producto per cápita (ponderación de PPA ¹)	-0,13	-0,89	-0,18	-2,50	-0,40
Producto per cápita (ponderación de mercado)	-0,33	-1,08	-1,45	-3,68	-0,95
Otros indicadores macroeconómicos					
Producción industrial	-1,60	-4,33	-0,09	-6,23	-2,01
Comercio exterior total	-1,87	-0,69	4,01	-11,75	0,48
Flujos de capitales ²	0,56	-0,76	-2,07	-6,18	-0,76
Consumo de petróleo	-0,90	-2,87	0,01	-1,50	-1,25
Desempleo ³	1,19	1,61	0,72	2,56	1,18
Componentes del producto					
Consumo per cápita	0,41	-0,18	0,62	-1,11	0,28
Inversión per cápita	-2,04	-4,72	-0,15	-8,74	-2,30

Nota: La recesión de 1991 duró hasta 1993, medida según las ponderaciones de mercado; todas las demás duraron un año.

¹PPA = paridad del poder adquisitivo.

²Se refiere a la variación del promedio del período móvil de dos años de la relación entradas más salidas/PIB.

³Variación de la tasa de desempleo en puntos porcentuales.

el desempleo aumentará alrededor de 2,5 puntos porcentuales, es decir, más que en recesiones anteriores.

La gravedad de la recesión de 2009 se pone de manifiesto también en la disminución prevista del consumo per cápita, que es mucho más aguda que la observada en 1982 y se contrapone al aumento del consumo registrado durante las otras dos recesiones mundiales. La inversión per cápita bajó durante todas las recesiones mundiales, pero la caída proyectada durante el episodio actual supera fácilmente las anteriores.

Sincronismo de las recesiones nacionales

El tercer gráfico muestra las fluctuaciones anuales del grupo de países, ponderados según el PIB, que experimentaron una recesión, definida aquí como una disminución del PIB real per cápita⁸. Como cabría esperar, el porcentaje

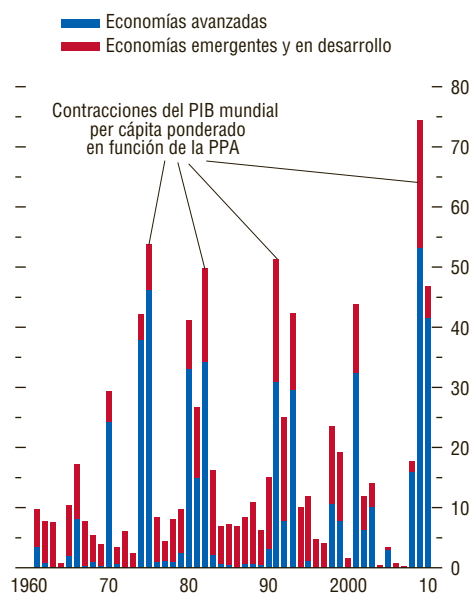
⁸La ponderación es según la PPA, es decir, los países cuya economía es más grande reciben una mayor ponderación en este gráfico.

de países en recesión aumentó drásticamente durante las cuatro recesiones mundiales. Aunque la de 1975 estuvo causada más que nada por el enfriamiento de la actividad de las economías industrializadas, las economías emergentes y en desarrollo ocuparon un lugar en los otros tres episodios. En 1982, las recesiones de muchas economías latinoamericanas contribuyeron a la desaceleración de la actividad mundial, mientras que en 1991 les tocó un papel importante a las economías en transición. La recesión de 1991 abarcó varios años, ya que la recesión de 1990-91 de Estados Unidos estuvo seguida por recesiones en varias economías europeas durante la crisis del MTC.

El período 2006-07 se destaca por el mínimo histórico de países que se encontraban en recesión. Pero la

Países en recesión¹

(Porcentaje de países ponderado en función de la paridad del poder adquisitivo (PPA))



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Los datos correspondientes a 2009-10 se basan en pronósticos de *Perspectivas de la economía mundial*.

situación dio un vuelco brusco y se prevé que en 2009 casi todas las economías avanzadas estarán en recesión. El sincronismo del episodio actual es el más elevado de los 50 últimos años. Aunque obviamente el factor determinante es la disminución de la actividad de las economías avanzadas, la recesión de varias economías emergentes y en desarrollo está contribuyendo a la intensidad y el sincronismo del episodio.

En resumen, si se hacen realidad las proyecciones, 2009 será el año de la recesión mundial más grave de la historia de la posguerra. Para la mayoría de los indicadores se pronostican caídas más fuertes que en los demás episodios. Además de su gravedad, esta recesión mundial parece ser la más sincrónica, ya que abarca casi todas las economías avanzadas y numerosas economías emergentes y en desarrollo.

mundo: se proyecta que el producto per cápita se contraerá en países que representan tres cuartas partes de la economía mundial, y el crecimiento en casi todos los países se ha desacelerado drásticamente en relación con las tasas observadas en 2003–07. El crecimiento retornará en 2010, pero a un nivel de 1,9%, lo cual aún estaría por debajo del potencial, y coincidiría con las conclusiones del capítulo 3 en el sentido de que las recuperaciones después de crisis financieras son mucho más lentas que otras recuperaciones. El capítulo asimismo concluye que el carácter sincronizado de la desaceleración mundial aleja las posibilidades de una recuperación rápida.

El curso que siga la desaceleración y la recuperación dependerá primordialmente del ritmo al que se restablezca la salud del sector financiero. Un factor básico que justifica la revisión a la baja del pronóstico es el reconocimiento de que la estabilización financiera tomará más tiempo de lo que se había previsto, dadas las complejidades que implican la solución del problema de los activos de mala calidad y el restablecimiento de la confianza en los balances de los bancos, sobre todo en el contexto de una desaceleración más pronunciada de la actividad que sigue ampliando las pérdidas en una gama diversa de activos bancarios. También se reconocen los formidables desafíos de economía política que supone el “rescate” de las entidades que cometieron errores. Por lo tanto, en el escenario de referencia se prevé que las tensiones financieras en los mercados maduros seguirán

siendo considerables hasta bien entrado 2010, y se aliviarán con lentitud en la medida en que se disipen las preocupaciones por la insolvencia y disminuyan los riesgos de contraparte y la volatilidad del mercado conforme vaya aclarándose la situación de las pérdidas por activos de mala calidad y de las inyecciones de capital público. Además, el proceso de eliminación de los activos de mala calidad, desapalancamiento de los balances y restablecimiento de las instituciones de mercado será prolongado. Por lo tanto, como se explica en la edición de abril de 2009 de *GFSR*, se proyecta que el crédito privado en las economías avanzadas se contraerá en 2009 y 2010.

Las continuas tensiones y correcciones de los balances en los mercados maduros tendrán graves consecuencias en el financiamiento de las economías emergentes. En general, se prevé que las salidas netas de capital de los mercados emergentes en 2009 equivaldrán a más del 1% de su PIB. Solo los prestatarios de primer orden tendrán acceso a fondos nuevos, y la proporción de refinanciamiento se situará muy por debajo del 100%, ya que los flujos bancarios y de cartera están afectados por el desapalancamiento financiero y la creciente preferencia por inversiones internas (cuadro A13). Aunque las condiciones deberían mejorar moderadamente en 2010, las economías emergentes y en desarrollo seguirán teniendo acceso muy limitado al financiamiento externo. Así lo corroboran las conclusiones del capítulo 4, según las cuales las

agudas tensiones en los mercados maduros y su concentración en el sistema bancario indican que los flujos de capital a las economías emergentes sufrirán mermas significativas y solo se recuperarán lentamente.

La trayectoria proyectada hacia la recuperación también supone un apoyo macroeconómico firme y sostenido a la demanda agregada. Las principales economías avanzadas bajarán las tasas de interés de política monetaria o las mantendrán cercanas al límite de cero, mientras que los bancos centrales seguirán buscando maneras de utilizar sus balances para relajar las condiciones de crédito. Las proyecciones se basan en que los países del G-20 pondrán en marcha planes de estímulo por montos equivalentes al 2% del PIB en 2009 y 1½% del PIB en 2010, y en que la mayoría de estos países entrarán en funcionamiento los estabilizadores automáticos². En las principales economías avanzadas se proyecta que el déficit fiscal aumentará en forma brusca de menos del 2% del PIB en 2007 al 10½% del PIB en 2009 (cuadro A8), y la mitad de ese aumento se deberá al impacto del estímulo fiscal y el apoyo financiero (FMI, 2009e). Este déficit combinado sería mucho más cuantioso que cualquier otro registrado desde la segunda guerra mundial. En las economías emergentes y en desarrollo también se prevé un deterioro de los saldos fiscales, que tras haber registrado un pequeño superávit general en 2007 arrojarán un déficit del 4% del PIB en 2009, atribuible en una proporción relativamente fuerte al descenso de los precios de las materias primas y los activos.

El tercer supuesto básico es que en 2009 los precios de las materias primas seguirán rondando los niveles actuales, y que subirán mode-

radamente en 2010, una vez que la recuperación ya esté en marcha, conforme los precios de los mercados de futuros. Los precios moderados de las materias primas, sumados a las crecientes brechas del producto, implicarán una continua desaceleración pronunciada de la inflación mundial, así como una redistribución del poder adquisitivo a favor de los países importadores de materias primas, lo cual incentivará sustancialmente la demanda en las economías avanzadas (poder adquisitivo adicional del orden de un 1½% del PIB), pero perjudicará a los exportadores de materias primas.

Se proyecta entonces que las economías avanzadas sufrirán recesiones profundas. El producto global se contraerá un 2,6% (según cifras interanuales del cuarto trimestre) durante 2009 (gráfico 1.8). Tras un primer trimestre muy flojo, el ritmo de contracción debería moderarse, a medida que las economías sientan los efectos del apoyo fiscal y disminuya la carga del ajuste de las existencias. Se prevé que en 2010 el producto aumentará paulatinamente a lo largo del año en un 1,0%, cifra aún muy inferior al potencial y que implica un aumento continuo del desempleo a más del 9%. Entre las economías principales, Estados Unidos y el Reino Unido seguirán siendo las más afectadas por las restricciones del crédito, en vista de los daños directos sufridos por sus instituciones financieras, las fuertes correcciones en el mercado de la vivienda y el uso del crédito a los hogares para alimentar el consumo. En la zona del euro la actividad se desacelerará aún más que en Estados Unidos debido a que la fuerte contracción de los sectores exportadores está debilitando cada vez más la demanda, en un contexto de tensión financiera y correcciones del mercado de la vivienda en algunos mercados nacionales. En Japón, la desaceleración es excepcionalmente severa, y las causas primordiales son el comercio, cuya fuerte merma se debe a lo mucho que depende la economía de la exportación de manufacturas, y las repercusiones en la inversión interna. Se proyecta que la brecha del producto de Japón aumentará a más del

²En la nota preparada por el personal técnico del FMI para la reunión del G-20 celebrada en Londres en marzo de 2009 (FMI, 2009f) constan estimaciones más detalladas del apoyo fiscal proporcionado en cada país. En la nota se estima que ese apoyo elevará el PIB general de 2009 de todas las economías del G-20 en ¾–3¼ puntos porcentuales, de acuerdo con un rango de estimaciones para los multiplicadores fiscales. Alrededor de un tercio de estos beneficios se derivan de los efectos transfronterizos.

8%, la más grande entre las principales economías avanzadas (gráfico 1.9).

Se sigue proyectando que las economías emergentes, como grupo, lograrán un crecimiento modesto del 1,6% en 2009, que se elevará al 4% en 2010. Sin embargo, se prevé que el PIB real se contraerá en una franja amplia de países en 2009. Las reducciones más significativas ocurrirán en los países de la CEI, donde las fugas de capital han desbaratado el auge del crédito y los ingresos de las exportaciones de materias primas han disminuido. Los países de las economías emergentes de Europa han tenido que ajustarse a la drástica reducción del financiamiento externo, así como a la menor demanda de Europa occidental. El colapso de la demanda de exportaciones de manufacturas ha asestado un duro golpe a los países exportadores de Asia oriental, como Japón. Pese a reveses bruscos en China e India, se prevé que ambos países lograrán tasas sólidas de crecimiento en comparación con otros países, gracias al dinamismo de la demanda interna (apuntalada, particularmente en China, por una política expansiva). Los países exportadores de petróleo de Oriente Medio están utilizando sus reservas financieras para sustentar los planes de gasto público con el fin de amortiguar el impacto de los menores precios del petróleo. En América Latina, la prudente gestión macroeconómica de los años recientes en muchos países ha creado márgenes de protección, pero las economías están muy afectadas por los menores volúmenes de exportación, el bajo nivel de precios de las materias primas y las restrictivas condiciones del financiamiento externo. Las economías africanas también están sintiendo la presión del retroceso de los precios de las materias primas y de los mercados de exportación, pero la mayoría de estos países dependen menos del financiamiento externo.

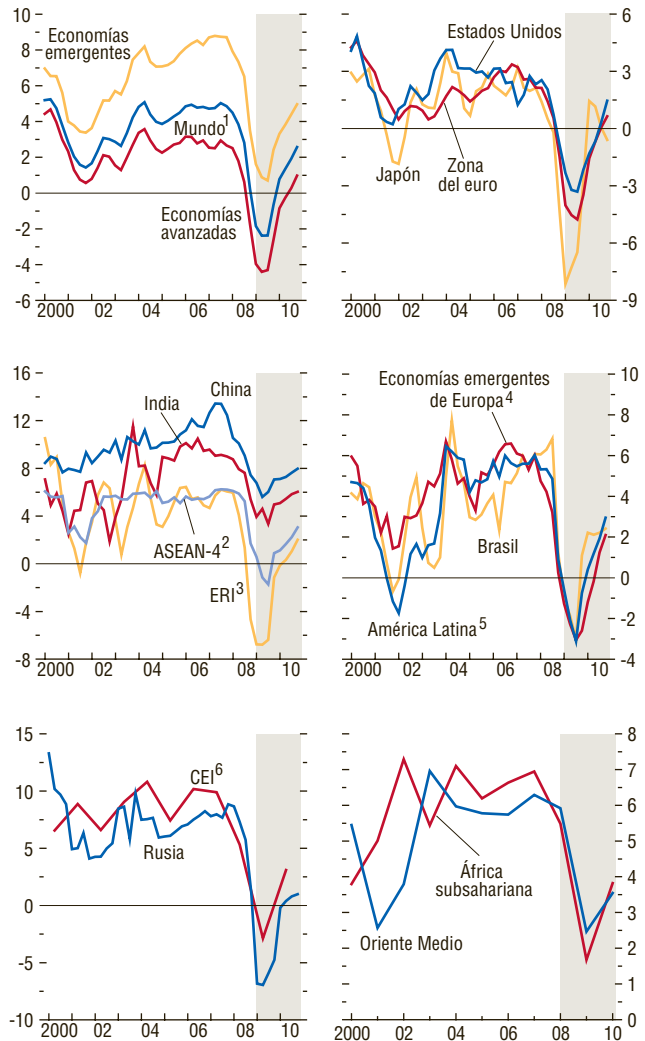
Predominan los riesgos a la baja

Las perspectivas actuales son excepcionalmente inciertas y, a pesar de que se han revisado a la baja los escenarios de referencia, aún hay riesgos de que la situación empeore aún más de lo previsto,

Gráfico 1.8. Perspectivas mundiales

(PIB real; variación porcentual frente a la situación de hace un año)

Según las proyecciones, la economía mundial sufrirá una profunda y larga recesión en 2009, y el crecimiento retornará tan solo a un ritmo gradual en 2010 si se toman enérgicas medidas de política. Se proyecta que en 2009 la actividad económica en diversas economías avanzadas y emergentes experimentará contracciones importantes.



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

¹Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong, la República Checa, el Reino Unido, Singapur, Suecia, Suiza y la zona del euro.

²Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

³Las economías de reciente industrialización (ERI) comprenden a Corea, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong y Singapur.

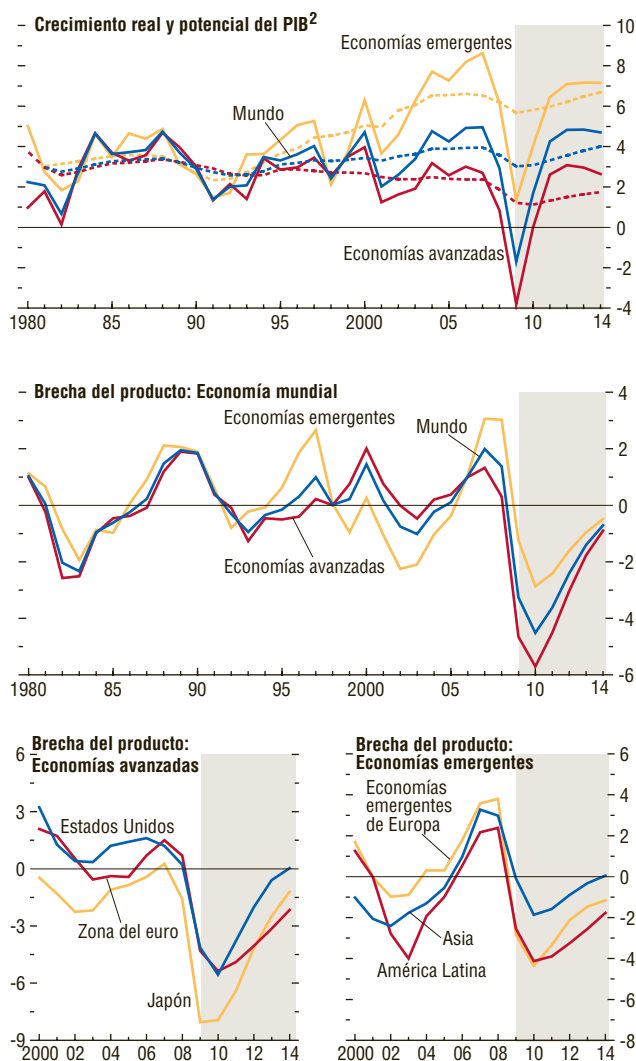
⁴Estonia, Hungría, Letonia, Lituania y Polonia.

⁵Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

⁶Comunidad de Estados Independientes.

Gráfico 1.9. Crecimiento potencial y brecha del producto¹

La aguda recesión mundial implicará un drástico aumento de las brechas del producto, sobre todo en las economías avanzadas, aunque también afectará a las economías emergentes. Se prevé que estas brechas se cerrarán lentamente a mediano plazo, lo cual supone niveles persistentemente altos de desempleo.



Fuentes: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Las estimaciones de la brecha del producto, como porcentaje del PIB potencial, se basan en cálculos del personal técnico del FMI.

² Tasas de crecimiento efectivas del PIB (línea seguida) frente al potencial (línea punteada) en el caso de las economías avanzadas. En el caso de las economías emergentes, se aplica un filtro de Hodrick-Prescott al PIB potencial.

como se ilustra en el gráfico de abanico sobre el crecimiento mundial (gráfico 1.10). El gráfico ahora se elabora a partir de indicadores de mercado, como se explica en el apéndice 1.2. Según estos, en este momento la varianza del riesgo de crecimiento es mucho mayor que lo normal y los riesgos presentan un sesgo a la baja.

Antes de analizar estos riesgos, cabe reconocer que hay potencial para que los resultados superen las previsiones. Una aplicación enérgica de las políticas que logre convencer a los mercados de que las tensiones financieras están siendo confrontadas con determinación podría hacer que se conjuguen factores que se refuerzan mutuamente, como un “repunte tranquilizante” en los mercados, una reactivación de la confianza de las empresas y los consumidores y una mayor disposición a asumir compromisos de gasto a más largo plazo. El problema es que cuanto más siga profundizándose la desaceleración, menores serán las probabilidades de que se produzca esa recuperación vigorosa, ya que el pesimismo con respecto a las perspectivas se enraíza y los balances sufren más daños.

Entre los riesgos a la baja, una de las principales preocupaciones es que las políticas sigan siendo insuficientes para frenar las repercusiones negativas entre el deterioro de las condiciones financieras y el enfriamiento de las economías, en vista del limitado respaldo público a favor de la adopción de políticas. El meollo del problema está en que conforme la actividad se contrae en todo el mundo, la amenaza de que aumenten los incumplimientos de pagos de las empresas y los hogares dará lugar a diferenciales de riesgo aún mayores, nuevas caídas de los precios de los activos y mayores pérdidas en todos los balances financieros. Los riesgos de que se produzcan eventos sistémicos aumentarán, la tarea de restaurar la credibilidad y la confianza se complicará y los costos fiscales de los rescates de los bancos se multiplicarán aún más. Además, diversas instituciones financieras —como las compañías de seguro y los fondos de pensiones— entrarán en graves problemas. Por su parte, las tensiones adicionales en el sector financiero darán lugar a un mayor desapalancamiento y más ventas de activos, menos acceso al crédito, más incertidumbre, tasas de ahorro más elevadas y recesiones aún más severas y prolongadas. En esta coyuntura

tura tan incierta, es posible que las políticas fiscales y monetarias no surtan el efecto deseado, ya que las altas tasas de ahorro precautorio podrían reducir los multiplicadores fiscales, y las medidas para aliviar la escasez de financiamiento quizá no logren moderar el ímpetu del desapalancamiento.

Estas interacciones negativas se transmitirían a través de una serie de canales interrelacionados cuyo cauce abarcaría a las economías avanzadas y emergentes. Algunas de las rutas clave de transmisión serían las fuertes correcciones en los mercados de vivienda internos, sobre todo, pero no solamente, en las economías avanzadas; la tensión en las empresas, especialmente en las economías emergentes; los riesgos de deflación, principalmente en las economías avanzadas, y los crecientes factores de vulnerabilidad en los balances del sector público, que afectarían en particular a las economías emergentes. Cada uno de estos riesgos se analiza individualmente más adelante, para después concluir la sección analizando el escenario de riesgos a la baja con el fin de ilustrar el posible impacto combinado en la economía mundial.

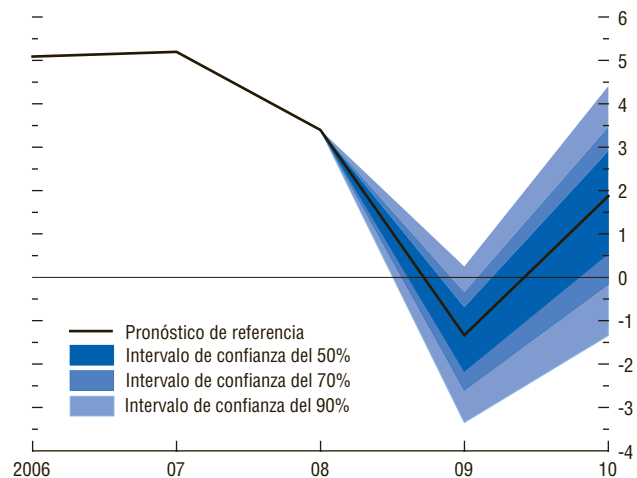
¿Cuándo terminará la desaceleración en el mercado de la vivienda?

La desaceleración en el mercado de la vivienda en Estados Unidos fue el detonante inmediato de la crisis de las hipotecas de alto riesgo y la causa de las fuertes y continuas pérdidas en el sistema financiero, las mermas en el patrimonio de los hogares y el enfriamiento de la construcción, que siguen siendo un pesado lastre para la actividad económica en Estados Unidos³. En el escenario de referencia se proyecta que la estabilización y reactivación de este sector empezará después de que los precios de las viviendas hayan bajado un 10%–15% adicional (según el índice Case-Shiller de 20 ciudades), lo que equivaldría a un descenso de los precios de la vivienda en Estados Unidos de más del 35% con respecto a su nivel máximo, pondría los coeficientes de valoración más en línea con las tendencias a

³Estas interrelaciones se analizan en el recuadro 1.2 de la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 1.10. Riesgos para el crecimiento del PIB mundial¹
(Variación porcentual)

Las perspectivas son excepcionalmente inciertas, y los riesgos que pesan sobre el pronóstico aún se inclinan a la baja. En el apéndice 1.2 se presentan detalles sobre la relación entre la varianza y el sesgo del gráfico de abanico y los indicadores de mercado.

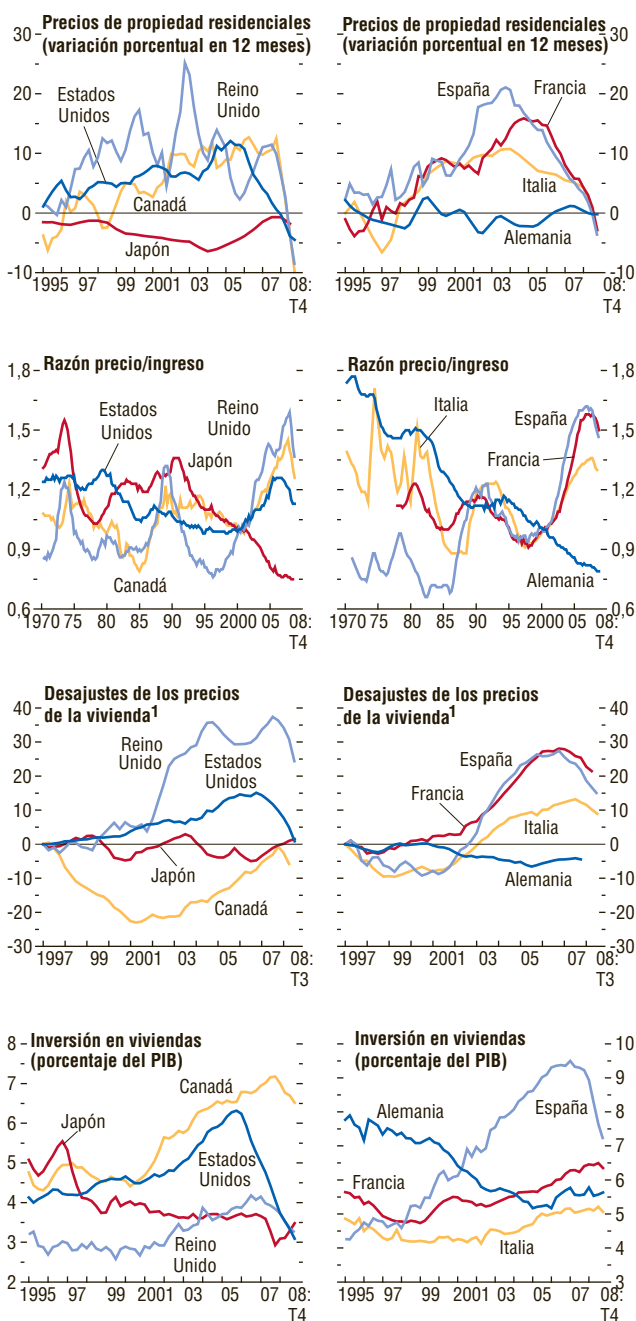


Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹El gráfico de abanico muestra la incertidumbre en torno a las previsiones centrales de Perspectivas de la economía mundial con intervalos de probabilidad del 50%, 70% y 90%. Como se indica, el intervalo de confianza del 70% incluye el intervalo del 50%, y el intervalo de confianza del 90% incluye los intervalos del 50% y el 70%.

Gráfico 1.11. Evolución del sector de la vivienda

Los precios de la vivienda se han desacelerado acusadamente en una franja diversa de economías avanzadas y ahora están descendiendo en varios mercados. Aún así, en muchos países persisten desajustes sustanciales en los precios de la vivienda.



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

¹Las estimaciones se basan en la metodología descrita en el recuadro 1.2 de la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*.

mediano plazo y dejaría a la actividad de la construcción en un nivel muy por debajo de mínimos cíclicos anteriores (gráfico 1.11). Sin embargo, el aumento del desempleo y la creciente proporción de hogares con “patrimonio negativo” (20% de los prestatarios tienen viviendas cuyos precios actuales son inferiores al valor de la deuda hipotecaria pendiente) conllevan la amenaza de nuevos aumentos de los índices de ejecución de hipotecas que podrían dar lugar a un grave ajuste excesivo y a una continua atonía del mercado de la vivienda que se prolongue durante 2010. Esta inquietud destaca la importancia de que las recientes iniciativas del gobierno se lleven a cabo con eficacia para facilitar la reestructuración de las hipotecas y garantizar una oferta de crédito adecuada.

Muchos mercados de la vivienda en Europa también han sufrido las consecuencias del auge de los últimos años, y las estimaciones del personal técnico del FMI indican que las dislocaciones de los precios de la vivienda en varios países fueron iguales o incluso mayores que en Estados Unidos. No todos los mercados nacionales se vieron afectados, pero España, Irlanda y el Reino Unido ahora están experimentando importantes correcciones que muy probablemente se prolongarán bastante más. Varios países de las economías emergentes de Europa también están atravesando fuertes recesiones en el sector de la vivienda, y en algunos de ellos la situación es más peligrosa debido a la elevada proporción de hipotecas denominadas en monedas extranjeras, lo que conllevaría una mayor carga para los hogares si las monedas acusaran fluctuaciones abruptas. Entre los riesgos a la baja está un ajuste excesivo en los mercados de Europa occidental que ya han registrado correcciones importantes, correcciones más agudas en otros mercados donde hay señales de dislocaciones significativas de los precios de las viviendas (aunque el apalancamiento de los hogares es mucho menor que en otros lugares) y tensiones crecientes sobre los hogares en las economías emergentes de Europa.

Mayor amenaza de incumplimientos de las empresas en los mercados emergentes

La profundización de la recesión mundial y las serias trabas que persisten en los mercados

de crédito están elevando a niveles peligrosos la amenaza de incumplimientos de pago de las empresas, sobre todo en las economías emergentes que más dependen del financiamiento externo.

Como se explica en el recuadro 1.2, el sector de las empresas no financieras en las economías avanzadas y emergentes aprovechó la prosperidad de los años 2003–07 para reforzar sus balances —disminuyendo el apalancamiento y aumentando la liquidez— y para elevar el rendimiento de los activos. Sin embargo, la desaceleración económica y la crisis financiera han dejado una estela considerable de empresas en problemas, y las quiebras han aumentado acusadamente, particularmente en Estados Unidos.

La resolución de las quiebras empresariales constituye un desafío importante para las economías avanzadas, pero una amenaza aún más grave es la que plantea el sector empresarial en las economías emergentes. En total, estas economías tienen necesidades de refinanciamiento (deuda a corto plazo más amortización de la deuda a mediano plazo) equivalentes a \$1,8 billones en 2009. El grueso de estas necesidades corresponden al sector empresarial, sobre todo en las economías emergentes de Europa (véase *GFSR* de abril de 2009). El riesgo es que esas necesidades de refinanciamiento queden desatendidas si el financiamiento externo se restringe aún más de lo que se proyecta en el escenario de referencia, en medio de un empeoramiento de las perspectivas económicas y un intenso desapalancamiento mundial.

Las economías emergentes están particularmente expuestas, ya que se han exacerbado los factores que suelen llevar a los bancos a replegar sus posiciones internacionales, como las dislocaciones en los mercados de *swaps* y el alto costo de la liquidez en monedas extranjeras. Además, los *hedge funds* y otros inversionistas de cartera en los mercados emergentes soportan una presión constante para desapalancar sus posiciones debido a la falta de acceso al financiamiento y los retiros de inversiones. Los bancos que han sido una fuente predominante

de financiamiento en las economías emergentes de Europa podrían empezar a liquidar sus exposiciones, y la proporción de créditos a corto plazo que se refinancien a medida que venzan podría disminuir marcadamente, como sucedió, por ejemplo, durante la crisis asiática. Hasta la fecha, las filiales de bancos extranjeros con operaciones en las economías emergentes de Europa han mantenido en gran medida sus exposiciones, dados sus intereses comerciales a largo plazo en la región, pero la situación podría dar un giro brusco con el deterioro de las condiciones.

Las frenadas bruscas de los flujos de financiamiento externo podrían tener repercusiones peligrosas, porque los problemas de liquidez podrían en poco tiempo amenazar la solvencia, como ya ha sucedido en el pasado con demasiada frecuencia. Las empresas que solían recurrir al financiamiento externo podrían empezar a buscar fondos en los mercados internos, lo cual presionaría aún más a las empresas locales más pequeñas. Una rápida depreciación del tipo de cambio acrecentaría las presiones sobre los balances, sobre todo para los prestatarios con exposiciones importantes en divisas.

Los países que han acumulado cuantiosas reservas internacionales y que tienen sólidos balances públicos dispondrán de un margen de maniobra para amortiguar el impacto mediante políticas, pero estas protecciones podrían ir desgastándose si se prolonga la falta de financiamiento externo. Los marcos jurídicos para la reestructuración de las empresas por lo general están menos desarrollados en las economías emergentes, lo que significa que la agudización de los problemas hará más probables las declaraciones de insolvencia y las liquidaciones. Y los incumplimientos de pago serían perjudiciales tanto para los sistemas financieros internos como para los acreedores externos. Las ya ingentes pérdidas de los bancos de los mercados emergentes podrían ampliarse, mientras que los sistemas bancarios de Europa occidental con una fuerte acumulación de exposiciones también se tornarían vulnerables.

Recuadro 1.2. ¿Cuán vulnerables son las empresas no financieras?

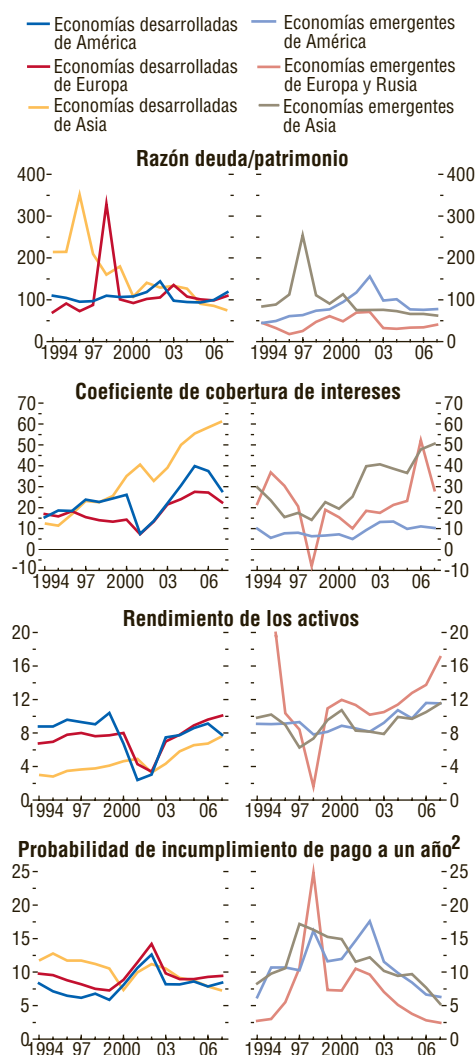
Esa pregunta es hoy más pertinente que de costumbre para evaluar las perspectivas del sector financiero y del resto de la economía. Los indicadores del balance y los basados en el mercado presentados en este recuadro muestran que la capacidad de resistencia del sector de las empresas no financieras ante los shocks ha mejorado considerablemente desde fines de los años noventa y que hasta hace poco tiempo ha servido como factor de respaldo para los sectores financieros y las economías afectadas por la crisis. Sin embargo, a medida que la crisis financiera se profundiza y la recesión económica se vuelve más sincronizada entre las economías avanzadas y emergentes, los balances de las empresas no financieras han comenzado a debilitarse en todo el mundo. Un mayor deterioro de la solidez de ese sector podría desencadenar nuevas pérdidas en el sector bancario e intensificar el círculo vicioso de repercusiones macrofinancieras en esta crisis mundial.

Durante varios años previos a la crisis actual, el apalancamiento del sector empresarial no financiero disminuyó en forma constante, en gran parte debido al éxito de las medidas de reestructuración implementadas tras episodios anteriores de tensión (particularmente la crisis de Japón, la crisis asiática y el estallido de la burbuja de las empresas de informática). Al comienzo de la crisis actualmente en curso, el grado de apalancamiento de las empresas de las economías avanzadas y emergentes era similar en términos generales (primer gráfico, panel superior). En Asia, en particular, el apalancamiento disminuyó significativamente respecto de los máximos registrados durante la crisis de esa región. Las empresas de los países emergentes de Europa y de Rusia presentaban un apalancamiento particularmente bajo debido a los altos precios del petróleo y de los activos.

Otros indicadores del balance también registraron una mejora en el período previo a la crisis. En particular, una moderación de la inversión y la facilidad de acceso al crédito contribuyeron a elevar la liquidez de las empresas (primer gráfico, segundo panel). La rentabilidad también era alta, especial-

Los autores principales de este recuadro son Dale Gray y Natalia Tamirisa, quienes contaron con la colaboración de Ercument Tulun y Jessie Yang.

Indicadores de las empresas no financieras basados en el balance¹

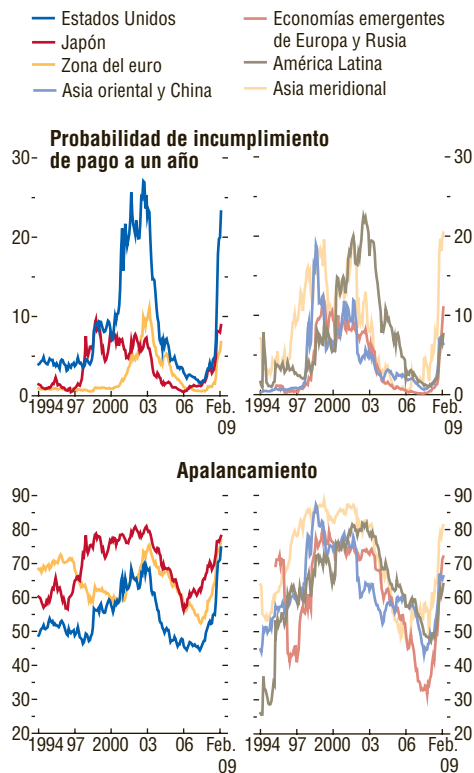


Fuentes: Worldscope y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Porcentaje. Los agregados regionales se calculan ponderando los datos nacionales en función de la capitalización de mercado mediada según los tipos de cambio de mercado. A nivel de países, los datos de las empresas también se ponderan en función de la capitalización de mercado, para destacar el riesgo de incumplimiento de pago de las empresas más grandes y que revistan más importancia desde el punto de vista económico.

²Las probabilidades de incumplimiento se calculan a partir de la puntuación Z —una suma ponderada de la razón capital de trabajo/activos totales, utilidades retenidas/activos totales, utilidades antes de intereses e impuestos, activos totales, valor de mercado del patrimonio/pasivos totales y ventas/activos totales. Las ponderaciones se estiman utilizando una muestra de empresas de Estados Unidos (Altman, 1968).

Indicadores de las empresas no financieras basados en el mercado¹



Fuentes: Base de datos de Moody's-KMV CreditEdgePlus; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Porcentaje. Los datos se refieren percentil 75 de las empresas, lo que significa que 25% de las empresas tienen probabilidades de incumplimiento de pago o niveles de apalancamiento por encima de los valores graficados. Las probabilidades de incumplimiento del percentil 75 se centran en el grupo de empresas más vulnerables y tienden a ser considerablemente más altas que las probabilidades de incumplimiento medianas. El apalancamiento se calcula como el umbral de incumplimiento dividido entre el valor de mercado de los activos.

mente en los países emergentes de Europa y en Rusia (primer gráfico, tercer panel).

La mayor solidez de los balances implicaba un menor riesgo de insolvencia ante los shocks, al reducirse el valor de los activos y de las acciones. Los indicadores de la probabilidad de incumplimiento basados en datos contables mostraban que era mucho menos probable que las empresas de las economías emergentes —de Asia, de los países emergentes de Europa y Rusia y de América

Latina— incurrieran en cesación de pagos en 2006 que en 1996, justo antes de desencadenarse la crisis de fines de la década de 1990 (primer gráfico, panel inferior). Gracias a un proceso exitoso de reestructuración y a un período prolongado de fuerte crecimiento, las probabilidades de incumplimiento de sus pagos por parte de las empresas de las economías emergentes disminuyeron hasta alcanzar niveles iguales a los de las economías avanzadas o incluso menores (en el caso de las economías emergentes de Europa y de Rusia). De acuerdo con los datos contables, la probabilidad de que las empresas de las economías avanzadas cayeran en cesación de pagos era igual, en términos generales, a la que exhibían antes de otros episodios de crisis previos, como por ejemplo el estallido de la burbuja informática a principios de la década de 2000 y la crisis financiera de Japón. Los indicadores de la probabilidad de incumplimiento y de apalancamiento basados en el mercado trazan un panorama más o menos similar (segundo gráfico).

Desde el estallido de la crisis financiera, los balances de las empresas no financieras de todo el mundo se han debilitado significativamente. Cuando comenzó la crisis en 2007, la razón deuda-patrimonio de las empresas de Europa occidental y de Estados Unidos creció en sintonía con la caída de los valores de los activos. (Aún no se dispone de datos de los balances de 2008 correspondientes a la mayoría de las empresas no financieras). En general, la estructura de la deuda empresarial de las economías emergentes tiene un sesgo mayor hacia el corto plazo. A raíz de la llegada de la crisis, las empresas de las economías emergentes pasaron a depender más de la deuda a corto plazo, especialmente en los países emergentes de Europa y en Rusia, lo que probablemente refleja las preferencias de los prestamistas y su preocupación por las vulnerabilidades de la región. En el primer año de la crisis se observó una caída de la liquidez y de la rentabilidad en Estados Unidos y en menor medida en Europa occidental, al endurecerse las condiciones crediticias.

Según se desprende de indicadores más recientes basados en el mercado, el riesgo de insolvencia empresarial se elevó fuertemente en todo el mundo tras el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Entre las economías del Grupo de los

Recuadro 1.2 (conclusión)

Tres (Estados Unidos, la zona del euro y Japón), las empresas de Estados Unidos fueron las que experimentaron el mayor aumento de la probabilidad de incumplimiento, cuyos niveles llegaron a más del doble de los vigentes en la zona del euro y cuadruplicaron los de Japón (segundo gráfico, panel superior)¹. En febrero de 2009, la probabilidad de incumplimiento entre las empresas de Estados Unidos aún se encontraba por debajo de los máximos registrados cuando estalló la burbuja de las empresas punto.com a comienzos de la presente década. En Japón, en cambio, esa probabilidad ya ha alcanzado los niveles observados en crisis anteriores. La probabilidad de que las empresas de las economías emergentes no cumplan con sus pagos también ha aumentado desde septiembre de 2008. Los mayores aumentos se produjeron en Asia meridional, posiblemente debido al elevado apalancamiento de las empresas de India (segundo gráfico, panel inferior), sus estrechos vínculos productivos con Estados Unidos, el desplome de los precios de las acciones y una caída de los precios de los inmuebles que ha socavado la situación de las empresas constructoras². El riesgo de incumplimiento también ha aumentado fuertemente en los países emergentes de Europa y en Rusia, acercándose a los máximos registrados en crisis anteriores.

¹La probabilidad de incumplimiento se calcula utilizando un método de derechos contingentes que emplea información del mercado accionario combinada con datos del balance para estimar las probabilidades de incumplimiento hacia el futuro. Las estimaciones son proporcionadas por el modelo Moody's-KMVCreditEdgePlus, una extensión del modelo original de análisis de los derechos contingentes desarrollado por Robert C. Merton, y se aplica a 30.000 empresas y 5.000 instituciones financieras de 55 países. El modelo proporciona indicadores prospectivos del riesgo actualizados en forma diaria.

²Para conocer más detalles sobre los factores de vulnerabilidad empresarial en Asia, véase el informe del FMI sobre las perspectivas económicas de la región de Asia y el Pacífico (de próxima publicación).

En América Latina y en Asia oriental y China, sin embargo, la probabilidad de cesación de pagos de las empresas sigue siendo considerablemente inferior a los niveles experimentados durante las crisis de fines de los años noventa.

La situación de las empresas no financieras habrá de debilitarse aún más en un contexto de profundización de la crisis financiera y la recesión mundial. Hasta ahora, muchas de esas empresas de las economías avanzadas y emergentes han resistido la crisis haciendo uso de sus grandes reservas de efectivo, pero últimamente el desplome de la demanda externa e interna ha comenzado a erosionar esas reservas. Las empresas que tienen saldos importantes de deuda externa se han visto afectadas en algunos casos por la depreciación del tipo de cambio. También se ha intensificado la contracción financiera, que se manifiesta en condiciones más restrictivas para el financiamiento externo, dificultad para obtener financiamiento del comercio y una mayor aversión al riesgo entre los bancos nacionales. Las empresas más pequeñas y de menor calidad crediticia y aquellas que enfrentan grandes necesidades de refinanciamiento de deuda en 2009 se ven afectadas más severamente que otras.

El debilitamiento de los balances de las empresas también contribuye a una caída de la inversión y, como consecuencia del incremento de los préstamos en mora, a un deterioro de los balances bancarios. Esos circuitos negativos de retroalimentación constituyen un motivo especial de preocupación para las economías emergentes, cuyos sectores financieros hasta ahora han sobrellevado mejor la crisis que los de las economías avanzadas. La cesación de pagos de las empresas no financieras también plantea un riesgo para los mercados financieros, ya que las quiebras en gran escala podrían agudizar el riesgo de contraparte y provocar efectos de desbordamiento para los bancos de otros países, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.

Medición de los riesgos de deflación

Desde mediados de 2008 ha ocurrido un cambio radical: la inquietud en muchos países de que el recalentamiento y el auge de los precios de las materias primas podría avivar una inflación

excesiva ha sido reemplazada por la preocupación opuesta, es decir, que la deflación de los precios frene aún más la actividad, como ocurrió en Japón en los años noventa y de manera más intensa durante la Gran Depresión de los años treinta.

Inevitablemente, la fuerte caída de los precios del petróleo y los alimentos en el contexto de brechas crecientes del producto ha tenido como secuela una acusada desaceleración de la inflación general. Los precios al consumidor disminuyeron a un ritmo anual de más del 4% en las economías avanzadas durante el cuarto trimestre de 2008. Los indicadores de la inflación subyacente y las expectativas de inflación a 12 meses aún permanecen en el rango de 1%–2%, salvo en Japón (gráfico 1.3), pero los índices altos y sostenidos de exceso de capacidad, sumados a los desplomes de los precios de las viviendas y las acciones, amenazan con prolongar los descensos de los precios al consumidor, lo que a la larga podría hacer que se arraiguen las expectativas de deflación. Esto tendría dos consecuencias negativas. La primera es que se menoscabaría la capacidad de las autoridades monetarias para proporcionar estímulo mediante tasas de interés de política monetaria más bajas; de hecho, las tasas de interés reales podrían subir si la deflación se intensifica con las tasas de política monetaria arrinconadas contra el límite de cero. La segunda consecuencia es que el descenso de los precios supondría un incremento de la carga de la deuda real de las empresas y los hogares, que amplificaría los riesgos de que la menor actividad y la tensión financiera provoquen incumplimientos de pago masivos, lo cual daría un giro adicional a la interacción negativa entre la economía real y el sector financiero.

En cuanto a la magnitud de los riesgos de deflación, en el escenario de referencia se proyecta que la inflación según el índice de precios al consumidor a 12 meses se situará bastante por debajo de cero en el primer semestre de 2009 en Japón y Estados Unidos, pero que para el primer semestre de 2010 habrá retornado a terreno positivo en Estados Unidos y a un nivel cercano a cero en Japón. En Europa occidental, donde la energía tiene una menor ponderación en las canastas de consumo, la inflación disminuye a niveles bajos, pero en general no llega a terrenos negativos. La mayoría de las economías emergentes entraron en la crisis con un nivel de inflación sustancialmente más alto

y con un exceso de demanda, y se proyecta que en ellas la inflación será sólidamente positiva, aunque en algunas economías de Asia oriental (incluida China) será baja o incluso negativa en 2009. No obstante, hay riesgos claros en contra de estas previsiones, especialmente si el crecimiento resulta ser más débil y si las brechas del producto son más pronunciadas. En estudios recientes, el personal técnico del FMI ha observado que un indicador de los riesgos mundiales de deflación ha rebasado con creces los niveles registrados en 2002–03, cuando la deflación también era motivo de preocupación (Decressin y Laxton, 2009). Este indicador no tiene en cuenta la atonía de los mercados de la vivienda ni el rango completo de tensiones en el mercado financiero, dos factores que agudizan las inquietudes de deflación.

En el recuadro 1.3 se analizan en más detalle los riesgos de deflación en las economías del G-3 —Estados Unidos, zona del euro y Japón— utilizando una herramienta de pronósticos estocásticos que tiene en cuenta la tasa mínima de interés cero, y que fue elaborada por el personal técnico del FMI para analizar los riesgos que rodean al escenario de referencia. Como se explica en el recuadro, hay riesgos considerables de un nivel sostenido de inflación muy baja (menos del ½%), riesgos moderados de deflación en Estados Unidos y la zona del euro y una buena probabilidad de una deflación de precios mucho más marcada en Japón. En cada una de las economías, las tasas de interés de política monetaria probablemente se mantendrían cerca del límite mínimo de cero por un período prolongado, pero las tasas de interés reales podrían soportar presiones al alza en los escenarios menos favorables en que la deflación es más intensa. Estos resultados intensificarían la dinámica negativa, y eso destaca la necesidad de adoptar políticas monetarias enérgicas para limitar los riesgos.

Presión sobre las entidades soberanas

Al igual que las empresas, muchos gobiernos de economías avanzadas y emergentes aprovecharon los abundantes ingresos de 2003–07

Recuadro 1.3. Evaluación del riesgo de deflación en las economías del G-3

Simulaciones efectuadas con una versión del Modelo de Proyección Mundial, que abarcan Estados Unidos, la zona del euro y Japón, permiten visualizar los riesgos de una deflación dentro del panorama actual¹. En ellas se supone que los respectivos bancos centrales siguen aplicando un objetivo de inflación congruente con lo hecho durante este último decenio. En el modelo, ajustan su tasa de interés de política monetaria de acuerdo con una regla de política monetaria estimada, que responde a la desviación entre la inflación esperada y la deseada y la brecha entre el producto real y el potencial. La regla está sometida, no obstante, a la limitación de una tasa mínima de interés igual a cero.

Las proyecciones del modelo se construyen de manera compatible en términos generales con el escenario de referencia presentado en *Perspectivas de la economía mundial*; por lo tanto, reflejan las políticas fiscales actualmente vigentes, incluido el programa de estímulo sancionado por Estados Unidos en febrero de 2009.

El gráfico muestra intervalos de confianza respecto de cuatro variables (la tasa de interés de política monetaria, la inflación, el crecimiento y la tasa de desempleo) de las tres economías². Los intervalos se obtuvieron utilizando simulaciones estocásticas, basadas en las distribuciones históricas estimadas de todos los factores aleatorios del modelo. El período proyectado en el gráfico abarca desde el primer trimestre de 2009 hasta el cuarto trimestre de 2011.

Los resultados correspondientes a Estados Unidos se muestran en la primera columna de los paneles. De las bandas de confianza se infiere una alta probabilidad de que la tasa de los fondos federales se mantenga cercana de cero durante gran parte de los próximos dos

Los autores principales de este recuadro son Kevin Clinton, Marianne Johnson, Ondra Kamenik y Douglas Laxton.

¹Este recuadro se basa en el estudio de Clinton *et al.* (de próxima publicación).

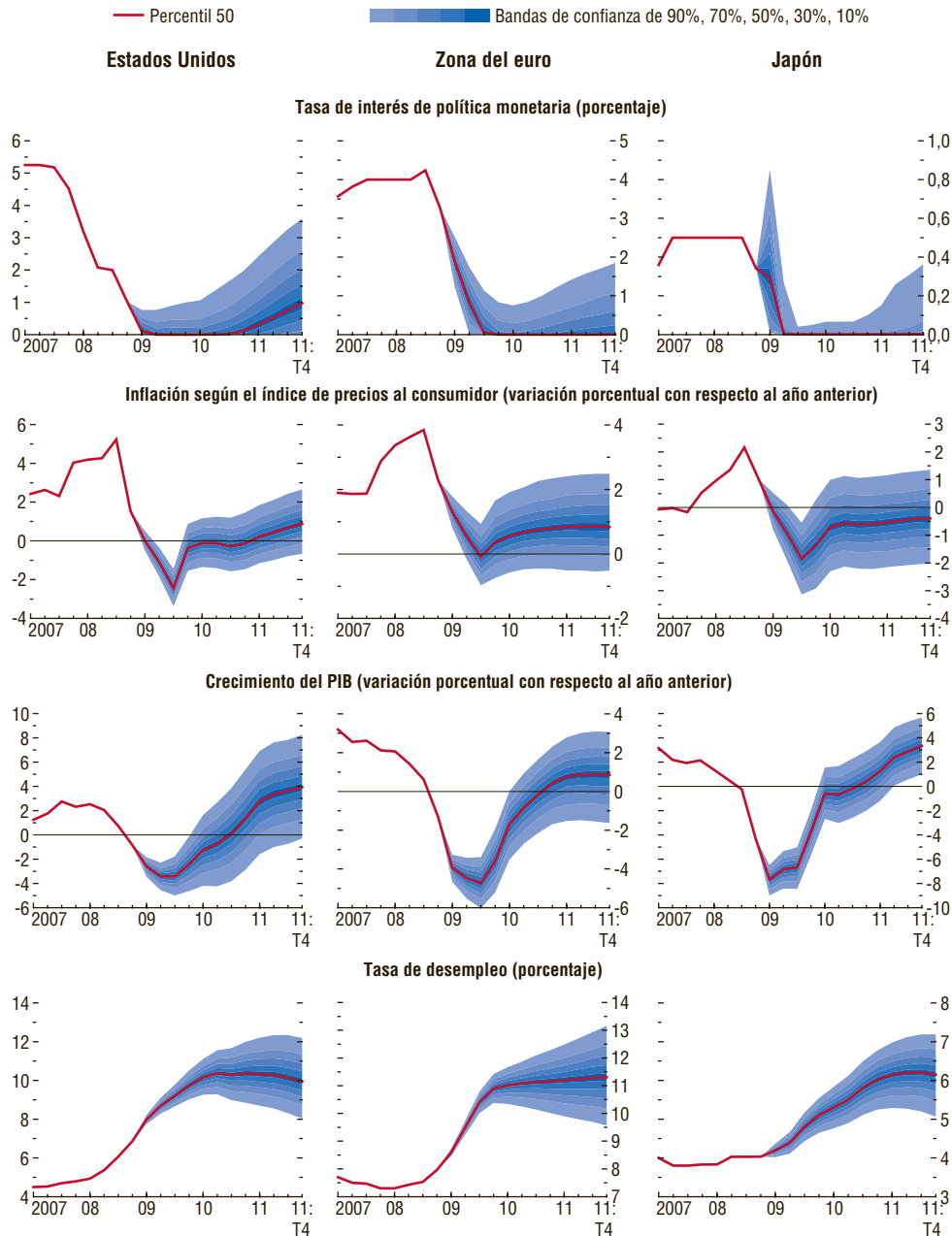
²El intervalo más estrecho (sombreado más oscuro) corresponde al nivel de confianza de 0,1; los intervalos más amplios corresponden, respectivamente, a los niveles de 0,30; 0,50; 0,70, y 0,90.

años, y una baja probabilidad de que se eleve por encima del 2% en el horizonte trienal de proyecciones. La inflación interanual cae muy marcadamente a principios de 2009, alcanzando números negativos, en gran medida como resultado de la caída de los precios de la energía. Al estabilizarse estos últimos precios, la tasa de inflación repunta, pero la mediana de la proyección (en el centro de las bandas) permanece cerca de cero hasta 2010 inclusive, indicando las bandas que subsiste un riesgo de deflación considerable. La probabilidad de que la inflación alcance la “zona de comodidad” de la Reserva Federal en los dos años siguientes es baja³.

En el escenario de referencia, el crecimiento del PIB de Estados Unidos, correspondiente a cuatro trimestres, alcanza un nivel mínimo en el segundo trimestre de 2009, ubicándose en torno al -3,0%; no se reanuda el crecimiento positivo hasta mediados de 2010. El desempleo sigue creciendo durante 2010, al rezagarse el crecimiento del empleo en relación con el crecimiento del producto. En el nivel máximo de la tasa de desempleo, las bandas de confianza son algo más amplias por encima de la mediana que por debajo, lo que indicaría que los riesgos a la baja exceden los riesgos al alza. Tal asimetría refleja no linealidades; los shocks negativos tienen efectos negativos cada vez mayores, que se transmiten a través de las repercusiones entre los sectores real y financiero (por ejemplo, la pérdida de valor de las garantías da lugar a condiciones

³En el modelo se usa el índice general de precios al consumidor (IPC) de todos los países. De acuerdo con las tendencias pasadas de los precios relativos, un rango objetivo de 2%-2,5% para el IPC general de Estados Unidos se vincularía con un rango de 1,5%-2% para el deflactor del consumo básico, rango que incluye la opinión de cada miembro del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Junta de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) acerca de los objetivos apropiados de inflación a largo plazo. En enero de 2009 la Reserva Federal comenzó a publicar las previsiones a largo plazo de los miembros del Comité a fin de brindar un mejor punto central de referencia para las expectativas de inflación a largo plazo.

Pronóstico de confianza de las economías del G-3¹



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI, basadas en el Modelo de Proyección Mundial.
¹Clinton *et al.* (de próxima publicación).

Recuadro 1.3 (conclusión)

crediticias más restrictivas) y mediante el límite mínimo de una tasa de interés cero.

La zona del euro (segunda columna) muestra un riesgo de deflación significativamente menor a corto plazo que Estados Unidos. En el escenario de referencia, la inflación cae mucho menos, pero aumenta más lentamente.

Como consecuencia, la trayectoria de la mediana de la tasa de poética monetaria del Banco Central Europeo (BCE) no llega exactamente a la tasa mínima de interés cero, pero se mantiene más baja por más tiempo a causa de la mayor inercia de la economía. La probabilidad de que la inflación alcance la meta del BCE de poco menos del 2% al final de 2010 parece ser bastante baja. El producto muestra un perfil similar al de Estados Unidos, y retoma un crecimiento positivo en el tercer trimestre de 2010. La trayectoria de la mediana de la tasa de desempleo llega a valores de dos dígitos, y también en este caso el intervalo de confianza es asimétrico, reflejando riesgos a la baja en el escenario de referencia.

Japón comienza con un riesgo de deflación significativamente mayor que el de Estados Unidos o la zona del euro. La actividad económica es muy débil y, aparte del abrupto aumento vinculado a los precios de la energía que se registró en 2008, la tasa de inflación no ha estado muy por encima de cero desde hace muchos años. En gran parte como resultado de ello, la tasa de intervención se mantiene en cero durante toda la proyección. La trayectoria

de la mediana de la inflación sigue siendo negativa, aún después de estabilizarse los precios de la energía, durante 2010 y 2011 inclusive. La mediana de la tasa de desempleo toca un máximo de alrededor de 5½%, un nivel históricamente alto para Japón.

Estas proyecciones son bastante sombrías, y como el límite de la tasa de interés cero deja un margen escaso, cuando no nulo, para nuevas reducciones de las tasas, representan un argumento a favor de reforzar el estímulo fiscal. Al respecto, las simulaciones del modelo respecto de un nivel común más alto de estímulo fiscal (equivalente a alrededor del 1% del PIB en 2011) arrojan resultados en los que la probabilidad de llegar al piso de una tasa de interés cero es más baja, la inflación se acerca más a la meta y el desempleo es menor (véase Clinton *et al.*, de próxima publicación). Además, un estímulo fiscal más elevado reduce los riesgos de las perspectivas de desempleo, ya que determina bandas de confianza más estrechas y más simétricas para el desempleo⁴.

⁴A menudo los modelos no convergen en un contexto de shocks de deflación, y así ocurre en el caso del modelo actual en diversas condiciones. Por ejemplo, una meta de inflación muy baja, o una alta ponderación de la inflación real en el proceso de expectativas, puede determinar espirales deflacionarias. Esta no es solo una cuestión meramente técnica: indica el riesgo real de que un problema de deflación pueda tornarse insoluble si no existen fuertes políticas de estabilización.

para consolidar sus finanzas reduciendo los déficits fiscales y los niveles de deuda pública (aunque se hizo poco para abordar factores demográficos a más largo plazo que presionan el gasto público). Sin embargo, la combinación del deterioro de las perspectivas económicas, el descenso de los precios de las materias primas y la fuerte crisis financiera ha hecho que surjan inquietudes ante la posibilidad de que aumenten acusadamente las emisiones de deuda como consecuencia de los mayores déficits fiscales (debidos a las medidas de estímulo y a factores

cíclicos) y del uso de recursos públicos para apoyar a los sectores financiero y empresarial.

En este contexto, los diferenciales de rendimiento y los precios de los *swaps* de cobertura por incumplimiento crediticio vinculados a valores públicos se han disparado en varios países, aun cuando han disminuido los rendimientos de la deuda emitida por economías importantes, como Estados Unidos, Alemania y Japón. Entre las economías avanzadas, las más afectadas han sido las que tienen un sector bancario grande y vulnerable, debido a factores como un apa-

lancamiento excesivo (Islandia, por ejemplo), exposiciones frente a las economías emergentes de Europa (Austria) o exposición al riesgo de correcciones en el sector de la vivienda (España, Irlanda), aunque también han influido los temores por el impacto de una recesión prolongada sobre posiciones fiscales que ya eran débiles (Grecia, por ejemplo). De hecho, los amplios diferenciales de los bonos públicos en la zona del euro han generado especial preocupación sobre cómo se debería proceder si un prestatario soberano perdiera acceso al mercado. En las economías emergentes, los países más afectados han sido los que enfrentan considerables necesidades de financiamiento externo (por ejemplo, Europa emergente), riesgos altos de tensión financiera y empresarial al disiparse los auges crediticios (por ejemplo, Asia central) y riesgos de aumento de los déficits fiscales provocados por el desplome de los ingresos provenientes de las materias primas (por ejemplo, algunos países de América del Sur).

Hasta ahora las entidades soberanas han evitado los incumplimientos de pago (con la singular excepción de Ecuador). Sin embargo, un evento relacionado con la deuda en un país sin duda podría tener peligrosos efectos de contagio que se transmitirían a otros países de características similares. Además, la creciente preocupación por las entidades soberanas bajo tensión está reduciendo el margen de maniobra de la política fiscal como herramienta anticíclica para combatir el deterioro de las condiciones macroeconómicas a corto plazo, y también está incrementando las preocupaciones acerca de la sostenibilidad a largo plazo en el caso de que los diferenciales no se reduzcan. Algo particularmente dañino para el sistema mundial sería una pérdida súbita de interés por los bonos públicos de Estados Unidos provocada por dudas crecientes acerca de la trayectoria fiscal de ese país. Tal evento podría provocar una fuerte depreciación del dólar, generar presiones alcistas sobre otras monedas consideradas de refugio y sacudir una vez más la volatilidad del mercado financiero. Es por esto que se debe subrayar la importancia de

promover planes creíbles de consolidación fiscal a mediano plazo en Estados Unidos.

Evaluación de los riesgos a la baja

Resulta sumamente complejo combinar los riesgos a la baja derivados de las vinculaciones macrofinancieras a través de toda la gama de canales de transmisión. Esta tarea —ya difícil en el caso de un solo país y peor aún en el caso de la economía mundial— va más allá de la capacidad de todo modelo económico. Lo que está claro es que los riesgos son enormes, y así lo demuestra la forma en que las interacciones macrofinancieras ya han provocado una desaceleración brusca de la actividad y han exacerbado las presiones desde el pasado mes de septiembre. Una preocupación especial es que el deterioro de la situación haya reducido el margen para brindar más apoyo mediante políticas macroeconómicas: las tasas de interés se han acercado al límite de cero, la política fiscal se enfrenta a temores en cuanto a la sostenibilidad a largo plazo y las reservas están agotándose.

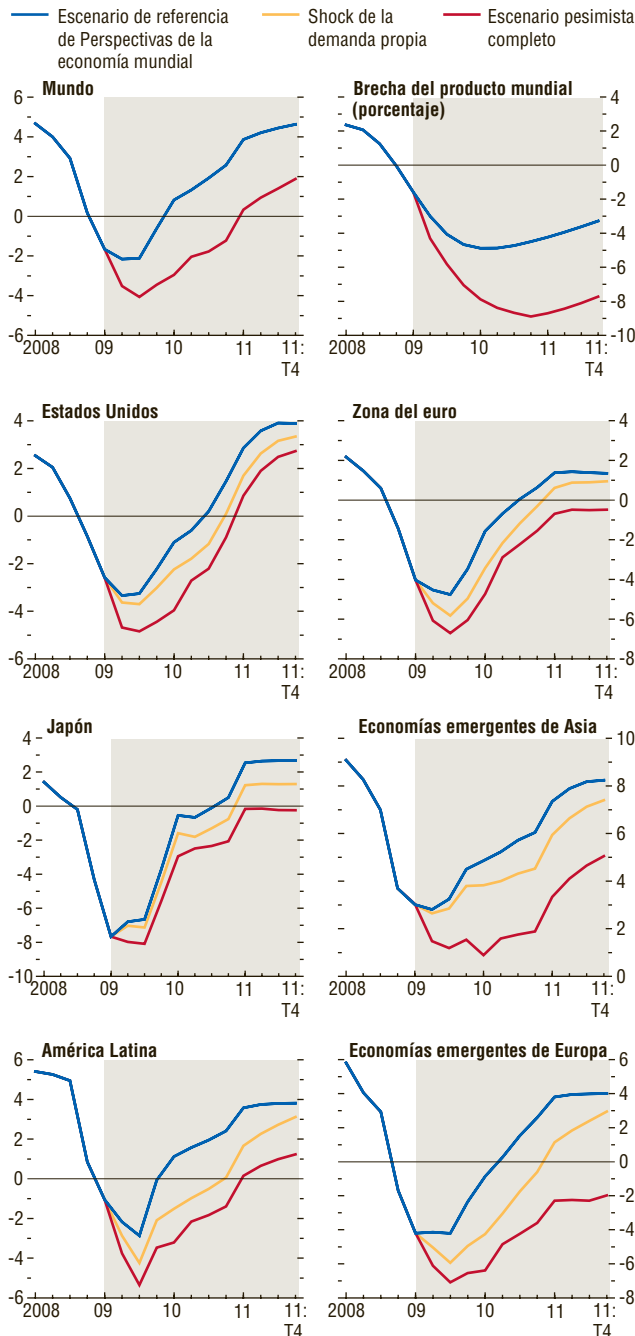
En el gráfico 1.12 se presenta un escenario para la economía mundial de perspectivas a la baja, basado en un modelo macroeconómico mundial simple que ilustra cómo, en el contexto de una aplicación poco firme de las políticas, los nuevos shocks de demanda derivados de las interacciones macrofinancieras podrían propagarse a través de las fronteras, profundizando y prolongando aún más la recesión mundial. Este escenario corresponde en términos generales al extremo inferior del intervalo de confianza del 90% que se presenta en forma de abanico en el gráfico 1.10. Si bien las vinculaciones no se consideran explícitamente en el modelo, estos shocks de demanda incluyen una mayor restricción del crédito bancario, descenso de los precios de los activos y las materias primas, correcciones más pronunciadas en el mercado de la vivienda y mayores tensiones en las empresas⁴. Estos shocks se aplican a escala

⁴Los shocks considerados en el escenario a la baja se describen en más detalle en el apéndice 1.3.

Gráfico 1.12. Escenario pesimista

(Variación porcentual del producto con respecto a un año antes, salvo indicación en contrario)

Si la aplicación de las políticas fuera débil, la economía mundial sería vulnerable a una mayor intensificación de las repercusiones macrofinancieras negativas. El escenario pesimista que se presentan aquí, basado en un modelo macroeconómico mundial, representa el impacto de diversos shocks de la demanda específicos de cada región y demuestra cómo el impacto total en el crecimiento del PIB real se amplificaría aún más con las vinculaciones comerciales. Véanse más detalles en el apéndice 1.3.



Fuentes: Base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*; y simulaciones del modelo.

mundial, aunque con diferente intensidad en las distintas regiones, de conformidad con las conclusiones del capítulo 4 en el sentido de que los niveles elevados de tensión se transmiten rápidamente de las economías avanzadas a las emergentes. El modelo, que evalúa el impacto de los vínculos comerciales, demuestra la merma del producto en las economías emergentes de Asia en particular, donde el shock de demanda interna ha sido relativamente moderada. El mensaje central de este escenario es que la actual desaceleración mundial podría ser mucho más larga que un ciclo económico normal. Como se observa, la actividad seguiría disminuyendo a lo largo de 2010, y la recuperación finalmente arrancararía en 2011. Tomará muchos años reducir las importantes brechas del producto que se abran a lo largo de este período, y que podrían aumentar a alrededor del 9% a escala mundial a finales de 2010.

Perspectivas a mediano plazo después de la crisis

La duración e intensidad exactas de la actual desaceleración mundial aún son muy inciertas, pero no es demasiado pronto para avizorar cómo emergerán de la crisis la economía mundial y el sistema financiero y para identificar las fuerzas que incidirán en el nuevo panorama. En esta sección se analiza la difícil transición que se avecina —comprendida dentro de las proyecciones quinquenales de *Perspectivas de la economía mundial*—, durante la cual habrá que reparar los daños actuales y la economía mundial tendrá que adaptarse a nuevas realidades. La manera en que se desenvuelva este proceso —que será crucial para retornar a una trayectoria de crecimiento mundial sostenido y no a años de resultados mediocres— es de interés a la hora de formular y aplicar las políticas para combatir la crisis actual. Si bien las necesidades a corto plazo son sumamente importantes, la estabilización será difícil, si no imposible, si las políticas no establecen una ruta clara hacia una economía más robusta en el futuro.

En esta sección se examinan primero las fuerzas que inciden en cuatro ámbitos funda-

mentales: el sistema financiero mundial y los flujos de capital, las finanzas públicas, la evolución del ahorro del sector privado y la productividad. Posteriormente se considera cómo la interacción de estos factores determina las perspectivas económicas mundiales.

El desapalancamiento seguirá obstruyendo el crédito y los flujos de capital

Un desafío crucial será el restablecimiento de sistemas financieros saludables que sean capaces de suministrar el crédito necesario para la inversión y el crecimiento, pero evitando la acumulación excesiva de riesgo que condujo a la crisis actual. Los sistemas financieros sin duda atravesarán largos períodos de transición. Después de las intervenciones masivas de los gobiernos para mantenerlos a flote, la tarea siguiente consistirá en restaurar el capital privado, retirar progresivamente las garantías del gobierno y revertir la expansión de los balances de los bancos centrales en la medida en que retornen la seguridad y la confianza. Al mismo tiempo, ahora hay un amplio reconocimiento de que es necesario reformar la regulación de los mercados y las instituciones financieras ampliando el perímetro regulatorio para que incluya a todas las instituciones y los mercados de importancia sistémica, establecer controles más estrictos sobre el apalancamiento y fomentar una gestión del riesgo más sólida, aplicando un enfoque macroprudencial para mitigar los efectos procíclicos. Por otro lado, será necesario reforzar la disciplina del mercado mejorando la transparencia e implantando estructuras de remuneración más compatibles con los incentivos. La manera exacta de lograr esto —y en particular la forma de encontrar el equilibrio adecuado entre los incentivos del mercado para la toma de riesgos y la preservación de la estabilidad del sistema— es ahora tema de intenso estudio y análisis⁵.

Al margen de los aspectos específicos, el proceso de restauración del capital y la confianza, reducción del apalancamiento y reconstrucción de las instituciones y los mercados inevitablemente tomará un lapso considerable —medido en años— durante el cual persistirá una fuerte escasez de crédito. Según las proyecciones de la edición de abril de 2009 de GFSR, la expansión del crédito bancario en las principales economías avanzadas seguirá siendo lenta hasta mediados de la próxima década. La reactivación de las titulaciones también puede ser gradual, ya que será necesario rediseñar las instituciones y los mercados y restablecer la confianza. Una disciplina crediticia más estricta y la reducción del apalancamiento probablemente tendrán un efecto particular en la disponibilidad del crédito y la fijación de precios para los prestatarios más riesgosos, ya sean empresas u hogares.

Estos cambios en el sistema financiero mundial traerán importantes consecuencias para los flujos internacionales de capital en varias dimensiones. Las mayores restricciones sobre el apalancamiento y la tendencia más marcada a invertir en el propio país probablemente seguirán atenuando el volumen bruto de flujos internacionales en forma agregada, después de varios años de mucho dinamismo. Además, la gestión más estricta del riesgo y la mayor limitación del apalancamiento en principio deberían reducir la tendencia al repunte de los flujos en respuesta a oportunidades a corto plazo y enfocar más la atención en los factores de vulnerabilidad a largo plazo. Con estos dos cambios a los países les resultaría más difícil financiar déficits en cuenta corriente muy abultados o sostener tipos de cambio sobrevaluados. Pero al mismo tiempo, los países que han sabido capear bien el actual temporal y que evitaron los incumplimientos de pago que suelen acompañar a las frenadas bruscas de los flujos de capital deberían ganar credibilidad y estar en buenas condiciones para atraer capitales de inversionistas que

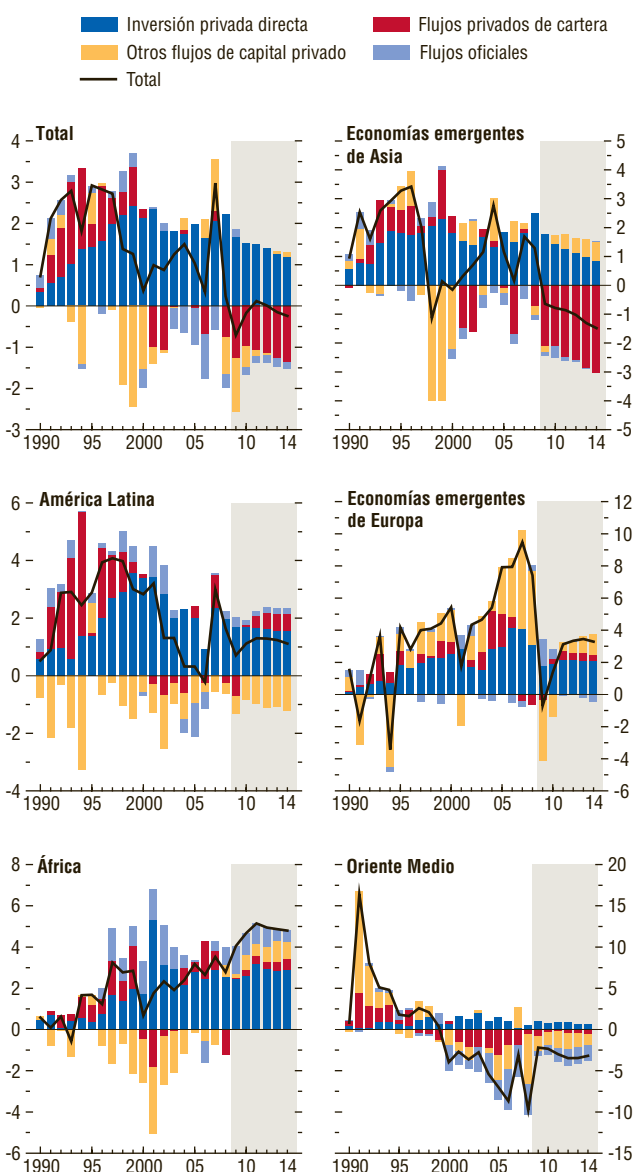
⁵Véase el análisis en la edición de abril de 2009 de GFSR, y otros estudios recientes realizados por el FMI

(2009a, 2009b, 2009c, 2009d, 2009f); el Grupo de los Treinta, 2009, y el Grupo de Larosière, 2009.

Gráfico 1.13. Flujos de capital netos a las economías emergentes y en desarrollo

(Porcentaje del PIB)

Se proyecta que los flujos netos de capital a las economías emergentes y en desarrollo permanecerán moderados por mucho años mientras continúe el desapalancamiento mundial. En las economías emergentes de Asia y Oriente Medio se registrarán salidas importantes de capital relacionadas con la inversión de los superávits en cuenta corriente, en tanto que en otras regiones se espera en general que las tasas de entradas de capital sean mucho más reducidas que en años recientes.



Fuente: Base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

buscan un equilibrio interesante entre el riesgo y el rendimiento.

Se proyecta que los flujos de capital a las economías emergentes y en desarrollo recuperarán el ímpetu en los próximos cinco años, tras su abrupta caída en 2009, pero permanecerán muy por debajo de los máximos registrados en 2007 y 2008 (gráfico 1.13). De hecho, se prevé que las entradas netas en cifras agregadas se aproximarán a cero o serán negativas, ya que las economías de Asia y Oriente Medio pasarían a ser exportadoras de capital cuando inviertan los superávits en cuenta corriente en otros países, tanto de mercados emergentes como de mercados maduros. Los flujos a los países de economías emergentes en Europa y la CEI serán de menos de la mitad que los observados en años recientes, debido a los factores de vulnerabilidad relacionados con el financiamiento a gran escala de los déficits en cuenta corriente a través de bancos e inversiones de cartera. Los flujos netos a América Latina y África dependerán en gran medida de la inversión extranjera directa⁶.

Rutas hacia la consolidación fiscal

Al igual que los sistemas financieros, las finanzas públicas atravesarán difíciles transiciones en los próximos cinco años. Tras aumentar bruscamente en 2009, los déficits fiscales tendrán que consolidarse para devolver las finanzas públicas a una trayectoria sostenible, sobre todo teniendo en cuenta las inminentes presiones demográficas sobre el gasto.

El ritmo factible de consolidación fiscal dependerá en buena medida del grado en que se reactive el crecimiento económico en 2010 y los años posteriores. En 2010 persistirán inevitablemente profundos déficits fiscales porque se seguirá necesitando apoyo fiscal para

⁶Sin embargo, los flujos brutos de cartera y los relacionados con los bancos probablemente aumentarán más vigorosamente que los flujos netos, a medida que los inversionistas de las economías emergentes coloquen fondos en el extranjero.

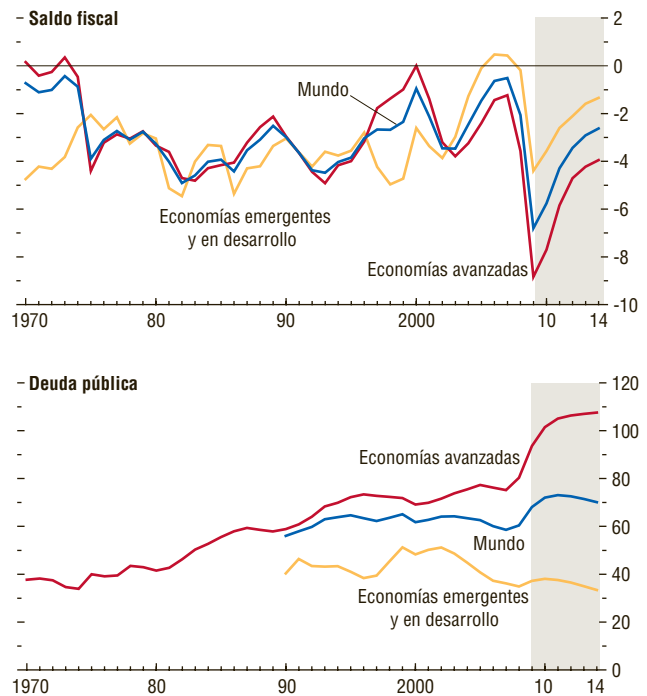
sostener las aún frágiles condiciones económicas, pero de ahí en adelante, el retorno a un crecimiento económico más autosostenido sentará las bases para el retiro deliberado de las medidas de estímulo. Las cuentas fiscales también deberían beneficiarse de la mejora de las condiciones cíclicas y la subida de los precios de las acciones.

Incluso después de la consolidación, las perspectivas fiscales de las economías avanzadas son muy preocupantes, sobre todo si se tienen en cuenta las presiones derivadas del envejecimiento de la población. Según las proyecciones de referencia, los déficits fiscales en estas economías retornarán al 4% en 2014. Pero aún así, la deuda pública aumentará sustancialmente, de alrededor del 75% del PIB en 2008 a casi 110% del PIB en 2014 (gráfico 1.14). Y sobre estas previsiones pesan muchos riesgos a la baja: un período más largo de crecimiento lento (que exija un mayor estímulo fiscal) y efectos cíclicos; la posibilidad de que los costos del apoyo fiscal al sector financiero sean más altos (debido a nuevas operaciones y a la posibilidad de rendimientos más reducidos por la gestión y venta de los activos adquiridos); la necesidad potencial de apoyo público a sistemas de pensiones que sufrieron pérdidas a raíz de los descensos recientes de los precios de los activos, y la subida de las tasas de interés reales de la deuda del gobierno debido al deterioro de las perspectivas fiscales, sobre todo si se arraiga la deflación. Un estudio reciente del FMI indica que el impacto combinado de estos factores podría elevar el coeficiente global deuda pública/PIB en las economías avanzadas del G-20 a 140% en 2014 (FMI, 2009e).

En general, las perspectivas y los riesgos fiscales dan la impresión de ser un poco mejores en las economías emergentes y en desarrollo, pero a nivel de cada economía las trayectorias fiscales podrían sufrir deterioros marcados, en particular si se materializan los riesgos a la baja. Entre los países más vulnerables están aquellos en que los rescates financieros y de empresas a raíz de la crisis han dado lugar a un crecimiento explosivo de la deuda pública, y aquellos que han

Gráfico 1.14. Saldos fiscales del gobierno general y deuda pública
(Porcentaje del PIB)

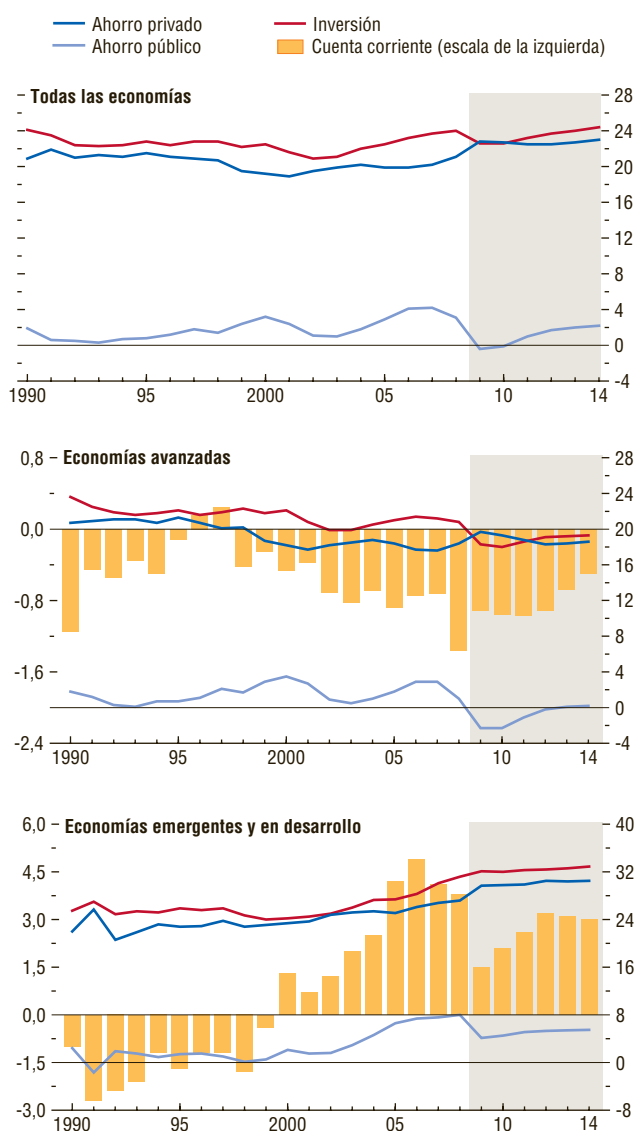
La consolidación fiscal será desafío importante conforme la economía mundial empiece a recuperarse de la actual crisis. Se prevé que la deuda pública seguirá acumulándose aún cuando se reduzcan los déficits.



Fuente: Base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 1.15. Ahorro, inversión y cuentas corrientes mundiales
(Porcentaje del PIB mundial)

El ahorro privado probablemente permanecerá en niveles elevados en los próximos años, ya que los hogares en las economías avanzadas repararán sus balances y las economías emergentes se ajustarán a las peores perspectivas de entradas de capital.



Fuente: Base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

permitido que el gasto público se infle en los años de ingresos abundantes (a menudo relacionados con escaladas de los precios de las materias primas) y que no frenan el gasto cuando las perspectivas de los precios de las materias primas se deterioran. Por otro lado, en algunas economías la prudencia fiscal podría verse reforzada gracias al interés por volver a robustecer los factores de amortiguación que proporcionan las políticas frente a posibles shocks mundiales en el futuro.

Desafíos y respuestas del sector privado

En el sector privado, la economía mundial se enfrenta a un período prolongado de mayor ahorro privado en las economías avanzadas. Como se observa en el recuadro 2.1, los hogares han sufrido los estragos de una apreciable pérdida de riqueza financiera y, en varios países, de desvalorizaciones de la vivienda. Además, las mayores restricciones sobre la disponibilidad del crédito y el apalancamiento y la inquietud por el fuerte desempleo probablemente desanimarán el consumo por algún tiempo. Si bien el reciente aumento brusco del ahorro precautorio tenderá a moderarse una vez que la economía mundial vuelva a afianzarse, se sigue proyectando que las tasas de ahorro privado permanecerán en niveles bastante más altos que los de la década pasada, particularmente en economías como las de Estados Unidos y el Reino Unido, donde los hogares solían depender en gran medida de la acumulación de riqueza basada en ganancias de capital y no tanto del ahorro neto de ingresos (gráfico 1.15). El ahorro de las empresas también tenderá a subir, ya que estas procurarán reafianzar sus balances tras la fuerte desaceleración y, dadas las dificultades para obtener préstamos, probablemente recurrirán a las utilidades retenidas como fuente principal de financiamiento de la inversión.

En las economías emergentes se prevé que las mayores restricciones de financiamiento perjudicarán las perspectivas de inversión y convergencia de ingresos. Esto se nota con más claridad en

el caso de las economías emergentes de Europa, que solían valerse de la afluencia de ahorro externo para financiar crecientes inversiones. Las perspectivas más moderadas para los precios de las materias primas, así como las restricciones de financiamiento, también pueden llevar a los países exportadores de petróleo y a otras economías con abundantes materias primas a reducir sus planes de inversión (véase el recuadro 1.5 en el apéndice 1.1).

Con la inversión aminorada, la interrogante que se plantea es si los países podrán compensar la situación mediante una inversión más eficiente (o un aumento más rápido de la productividad total de los factores) que ayude a preservar las tasas de crecimiento potencial. Este fenómeno se observó en cierto grado tras la crisis asiática, cuando los países de Asia oriental pudieron crecer a un ritmo vigoroso pese a las menores tasas de inversión (véase el capítulo 3 de la edición de septiembre de 2006 de *Perspectivas de la economía mundial*). Pero el desafío probablemente será más acuciante en los próximos años, ya que el crecimiento tenderá a concentrarse en sectores que dependen más de la demanda interna, donde se prevé que la productividad mejorará más lentamente que en los sectores exportadores, donde predomina la actividad manufacturera. El restablecimiento de los flujos de crédito sujetos a la disciplina del mercado será esencial para garantizar la asignación eficiente de los recursos; el financiamiento a partir de utilidades retenidas probablemente supondrá una asignación menos eficiente de la inversión. El aumento de la productividad también dependerá de las reformas sostenidas de los mercados de productos y mano de obra, así como de una continua integración en los mercados mundiales. En cambio, cualquier aumento del proteccionismo comercial o financiero tendrá un impacto negativo.

Las trayectorias dependen de las políticas

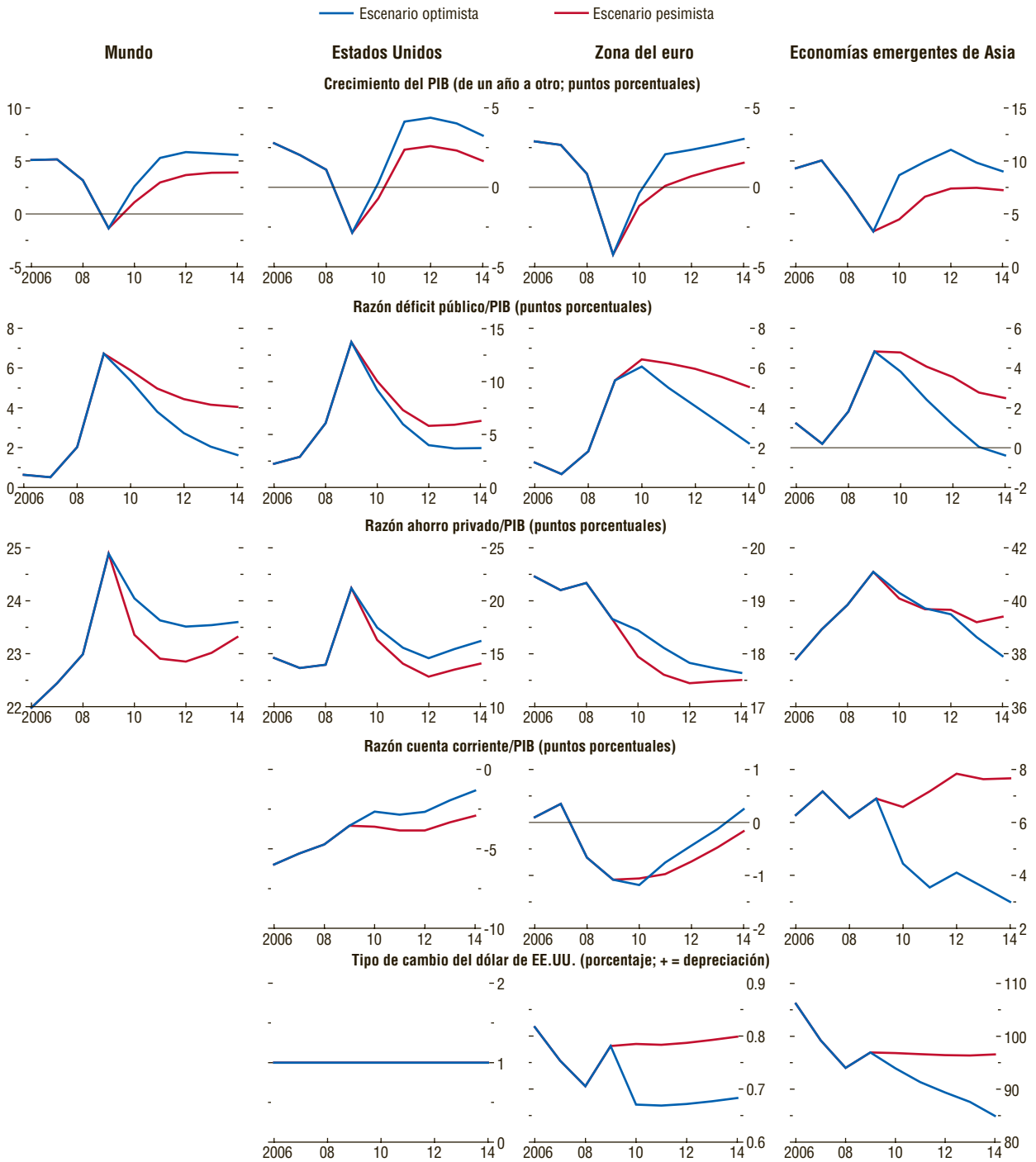
Estos diversos factores implican que la economía mundial se enfrentará al desafío de

sostener la demanda agregada para absorber el exceso de capacidad, pero evitando el resurgimiento de burbujas de precios de los activos. La menor demanda de ahorro mundial por parte de países que habían acumulado cuantiosos déficits externos (por auges de consumo alimentados por el valor de las viviendas en el caso de las economías avanzadas y por los precios de las materias primas o las entradas de capital en el caso de las economías emergentes) podría generar presiones a la baja sobre las tasas de interés reales a escala mundial. Esta tendencia podría amplificarse en la medida en que las economías busquen reponer sus reservas utilizando políticas macroeconómicas restrictivas o ventajas competitivas mediante la limitación de la apreciación del tipo de cambio. Surgirían tendencias en el sentido contrario si una consolidación fiscal lenta da origen a un endeudamiento público fuerte y sostenido, si las economías dinámicas de Asia que representan una proporción creciente del PIB mundial logran sustituir ordenadamente las fuentes de demanda externas por fuentes internas mediante un incremento sostenido del consumo y si las economías avanzadas son capaces de restaurar la capacidad del sistema financiero para conceder crédito e impulsar reformas de gran alcance para apoyar el aumento de la productividad.

Las posibles trayectorias de la economía mundial se ilustran en el gráfico 1.16, que se basa en el Modelo Global Monetario y Fiscal Integrado elaborado por el personal técnico del FMI. Las simulaciones presentan un escenario benigno y un escenario a la baja. En el primero, las políticas promueven el retorno de la economía mundial a una situación de equilibrio. Los componentes básicos son un crecimiento más vigoroso del consumo en Asia oriental y una apreciación del tipo de cambio real efectivo gracias a una flexibilización de la política cambiaria, una ejecución satisfactoria de los planes para restablecer una intermediación financiera eficaz a escala nacional e internacional y avances en la integración financiera y comercial de la economía mundial

Gráfico 1.16. Escenarios alternativos a mediano plazo
(Todas las variables en niveles; los años se indican en el eje de las abscisas)

Los escenarios alternativos de la economía mundial, basados en el Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial (GIMF, por sus siglas en inglés), muestran cómo las políticas favorables promoverían un crecimiento mundial más vigoroso y equilibrado.



Fuente: Simulaciones del GIMF.

(que comprende, por ejemplo, la conclusión de la Ronda de Doha de negociaciones sobre el comercio mundial). El crecimiento mundial retornaría a niveles robustos, y eso permitiría cerrar las brechas del producto más rápidamente y daría margen para una consolidación fiscal más acelerada en Estados Unidos y otros países. Los desequilibrios mundiales disminuirían en la medida en que la depreciación del dólar continúe reduciendo el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos, mientras que los superávits de Asia se moderan.

En el escenario a la baja, el ajuste es más lento, las reformas se desvían de su curso y las perspectivas de crecimiento se empañan. La consolidación fiscal es más lenta, el desempleo permanece en niveles altos por más tiempo, los riesgos de deflación siguen creando preocupación y el aumento sigiloso del proteccionismo comercial y financiero entorpece el aumento de la productividad. Además, en estas circunstancias los desequilibrios mundiales no se atenuarían, y eso implicaría un mayor endeudamiento de Estados Unidos frente al resto del mundo y un mayor riesgo de una corrección desordenada, sobre todo si surgen dudas con respecto a la sostenibilidad de la situación fiscal de Estados Unidos. Por lo tanto, si bien los desequilibrios mundiales pueden no haber sido la causa primordial de la crisis mundial, las preocupaciones al respecto siguen siendo legítimas, especialmente si la crisis mundial desemboca en una merma permanente de los flujos internacionales brutos de capital (véase el recuadro 1.4).

Políticas para poner fin a la crisis y preparar el camino hacia una recuperación sostenida

Las difíciles y muy inciertas perspectivas a corto plazo destacan la necesidad de que las autoridades aborden de manera decisiva la grave recesión mundial, que ha adquirido dimensiones peligrosas a pesar de los amplios esfuerzos desplegados. La tarea más inmediata consiste en adoptar planes creíbles para hacer frente a la

crisis financiera que ha sido la causa fundamental de la recesión mundial de los últimos seis meses. Otras crisis financieras han demostrado que las demoras al atacar los problemas de fondo solo prolongan la desaceleración económica y a la larga hacen más onerosa la carga para los contribuyentes. Al mismo tiempo, las políticas macroeconómicas deben seguir enfocadas, en la medida de lo posible, en apoyar la demanda para reducir al mínimo las repercusiones nocivas que el debilitamiento de la actividad tiene en el sector financiero. Esta tarea será cada vez más difícil dado que ya se han utilizado las herramientas convencionales, y la agudización de la desaceleración podría complicar las medidas adicionales que tomen muchos países.

El carácter mundial de la crisis amplifica los desafíos de política económica y los hace más apremiantes. Las economías no podrán recurrir a las exportaciones como ruta de escape, como pudieron hacerlo durante la crisis asiática o como lo hizo Japón en los años noventa (véase el capítulo 3). Además, las autoridades deberán ser conscientes de las ramificaciones internacionales de las decisiones que tomen en materia de políticas. Las iniciativas que favorezcan a los socios comerciales y financieros —como los programas de estímulo fiscal y el apoyo oficial a los flujos internacionales de financiamiento— ayudarán a reforzar la demanda, lo cual generará beneficios compartidos. En cambio, un deslizamiento hacia el proteccionismo comercial y financiero sería muy perjudicial para todos, como lo demostraron patentemente las políticas de “empobrecimiento del vecino” aplicadas en los años treinta.

Las políticas también han de estar guiadas por objetivos a mediano plazo. Será esencial encontrar soluciones que promuevan un sistema financiero saludable y menos propenso a los altibajos cíclicos, pero aún capaz de desempeñar su función básica de intermediación eficiente entre el ahorro y la inversión. Por otro lado, la eficacia a corto plazo de las políticas macroeconómicas dependerá de la credibilidad a mediano plazo. Se precisarán estrategias que permitan trasladar el enfoque de las políticas fiscales y monetarias

Recuadro 1.4. Los desequilibrios mundiales y la crisis financiera

Ahora que los responsables de la formulación de políticas comienzan a reflexionar sobre las causas y las lecciones de la crisis financiera, el tema de los desequilibrios mundiales de cuenta corriente se convierte nuevamente en un problema que requiere atención:

- ¿En qué medida contribuyeron los desequilibrios externos mundiales a generar la crisis financiera?
- ¿Se han modificado las perspectivas de los desequilibrios mundiales como resultado de la crisis?
- ¿Siguen siendo los desequilibrios mundiales motivo de preocupación?

En el presente recuadro se analizan esas preguntas. Se llega a la conclusión de que, aunque los desequilibrios mundiales pueden haber intervenido en la acumulación de excesos macroeconómicos y financieros que desembocaron en la crisis, esta se debió principalmente a una deficiente gestión del riesgo en grandes instituciones que conforman el núcleo del sistema financiero mundial, combinada con fallas en la regulación y supervisión del sector. A pesar de lo que se temía, una huída desordenada del dólar no ha sido aún parte de la narrativa sobre la crisis. Hacia el futuro, se proyecta que los desequilibrios habrán de moderarse, pero igualmente seguirán siendo un tema de preocupación en materia de políticas.

Origen de los desequilibrios

La frase “desequilibrios mundiales” se refiere al patrón de déficits y superávits de cuenta corriente que se acumularon en la economía mundial a partir de fines de la década de 1990, época en que Estados Unidos y algunos otros países (el Reino Unido; Europa meridional, incluidos España, Grecia, Italia y Portugal, y Europa central y oriental) contrajeron grandes déficits, mientras que otros acumularon grandes superávits (especialmente China, Japón y otras economías de Asia oriental, Alemania y los países exportadores de petróleo)¹. Se expusieron múltiples explicaciones posibles de este incremento de los desequilibrios:

Los autores principales de este recuadro son Charles Collins y Natalia Tamirisa, quienes contaron con la colaboración de Gian Maria Milesi-Ferretti y la asistencia de Ercument Tulun.

- Algunos autores hicieron hincapié en factores de política macroeconómica: el “exceso mundial de ahorro” cuando en Asia la inversión se redujo después de la crisis que azotó la región y el nivel de ahorro se disparó (Bernanke, 2005); el aumento del déficit fiscal de Estados Unidos y la caída del ahorro de los hogares de ese país (capítulo 3 de la edición de abril de 2005 de *Perspectivas de la economía mundial*), y el desarrollo de los países emergentes de Asia impulsado por las exportaciones, que se basó en un tipo de cambio subvalorado y la acumulación de reservas (Dooley, Folkerts-Landau y Garber, 2004).
- Otras explicaciones se centraron en factores estructurales de largo plazo. En particular, el atractivo de los activos financieros de Estados Unidos, debido a la percepción de una alta liquidez y de la existencia de mecanismos sofisticados de protección del inversionista, creó una demanda sostenida de esos activos (Blanchard, Giavazzi y Sa, 2005; Caballero, Farhi y Gourinchas, 2008, y Cooper, 2008).

Muchos autores expresaron su preocupación porque la continua ampliación de los desequilibrios implicaba una acumulación insostenible de derechos externos frente a los países deficitarios, particularmente Estados Unidos, que finalmente deberá corregirse mediante una sustancial depreciación del dólar, posiblemente de manera desordenada (véase el capítulo 3 de la edición de abril de 2005 de *Perspectivas de la economía mundial*, y Obstfeld y Rogoff, 2005, 2007). En 2006–07, los principales gobiernos acordaron implementar una serie de políticas de amplio alcance a fin de redistribuir el patrón de la demanda mundial y moderar esos riesgos, en el contexto de una Consulta Multilateral coordinada por el FMI (FMI, 2007)².

¹La distribución mundial de los desequilibrios de cuenta corriente se amplió en las últimas cuatro décadas, lo que indicaría que los países en general acumulaban mayores déficits y superávits (Faruqee y Lee, 2008).

²En el caso de Estados Unidos, tomar medidas para aumentar el ahorro nacional, incluida la consolidación fiscal; en el de Europa y Japón, implementar reformas

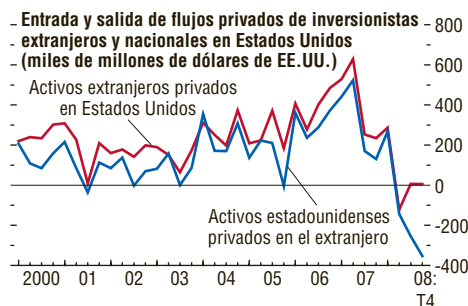
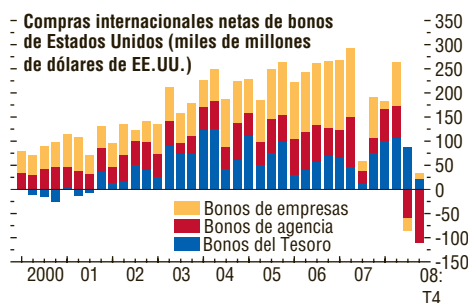
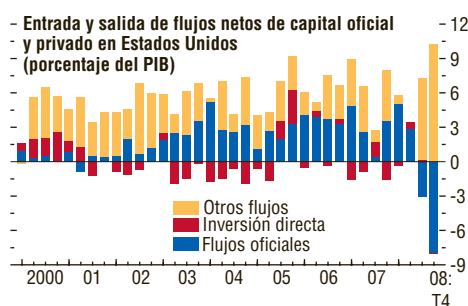
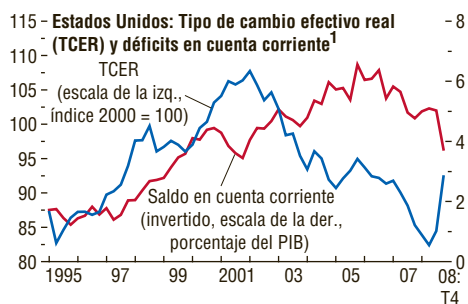
Sin embargo, otros observadores adoptaron una visión más optimista, señalando que los desequilibrios podrían continuar en tanto y en cuanto se mantuvieran vigentes los factores estructurales que les daban sustento.

Los desequilibrios y la crisis

Algunas predicciones respecto de la corrección de los desequilibrios mundiales efectivamente se materializaron durante las etapas iniciales de la crisis financiera. Incluso antes de la crisis, el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos (excluido el petróleo) comenzó a estrecharse como resultado de la anterior depreciación del dólar y una desaceleración de la economía del país en relación con la de sus socios comerciales (Milesi-Ferretti, 2008). El colapso del mercado de las hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos en agosto de 2007 y una nueva desaceleración de la economía estadounidense motivada por la corrección del mercado inmobiliario aceleró el ajuste del saldo comercial no petrolero de Estados Unidos, aunque el alza del precio del petróleo influyó en el saldo petrolero. Mientras tanto, los shocks que afectaron los mercados de las hipotecas de alto riesgo y de los valores con garantía hipotecaria debilitaron más el dólar, que cayó 8½% en términos reales efectivos entre junio de 2007 y julio de 2008 (primer gráfico, panel superior). Sin embargo, el escenario temido por algunos —un abandono generalizado de los activos de Estados Unidos y una caída repentina del valor del dólar— no se produjo, en parte porque la fuga hacia la seguridad motivada por la intensificación de la turbulencia financiera mundial hizo crecer la demanda de títulos públicos de Estados Unidos. El dólar se ha recuperado fuertemente

estructurales que eleven el crecimiento a fin de potenciar la demanda interna; en los países emergentes de Asia, fomentar la demanda interna y permitir la apreciación de sus monedas, y en Arabia Saudita, estimular la demanda interna aumentando el gasto fiscal de manera compatible con la capacidad de absorción y la estabilidad macroeconómica (FMI, 2007).

El déficit en cuenta corriente de Estados Unidos y su financiamiento

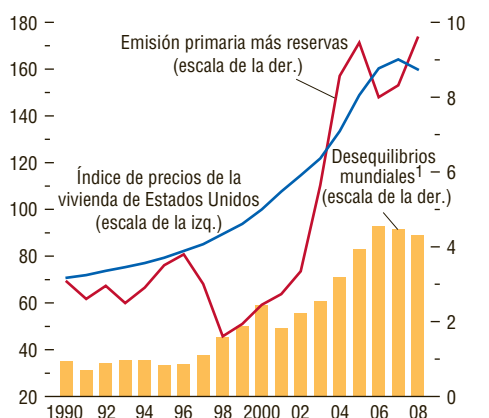


Fuentes: Haver Analytics; Departamento del Tesoro de Estados Unidos; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Basado en el índice de precios al consumidor.

Recuadro 1.4 (continuación)

Desequilibrios mundiales, liquidez y precios de la vivienda en Estados Unidos



Fuentes: Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.
¹Sumatoria absoluta de saldos en cuenta corriente como porcentaje del PIB mundial.

desde septiembre de 2008, a medida que la crisis se profundizaba y golpeaba cada vez más a otras economías.

Por lo tanto, es evidente que la actual crisis mundial no tuvo como detonantes una reversión de las entradas de capital a Estados Unidos ni la depreciación del dólar. El shock se originó más bien al modificarse la evaluación excesivamente optimista del riesgo de los activos estadounidenses respaldados por hipotecas de alto riesgo y de otro tipo, lo que indujo un masivo aumento de la aversión al riesgo, una pérdida de capital financiero y el desapalancamiento. No sorprende entonces que los efectos de este inmenso shock financiero tampoco se asemejaran a una crisis cambiaria.

Por cierto, la composición de las tenencias de activos de Estados Unidos en los balances sectoriales de los países ha desempeñado un papel crucial en la forma en que la crisis se propagó a otras economías. Las tenencias extranjeras de activos tóxicos de Estados Unidos estaban concentradas en instituciones financieras muy apalancadas de economías avanzadas como Alemania, Francia, Suiza y el Reino Unido

(Tesoro de Estados Unidos y Reserva Federal, 2008). Cuando el valor de esos activos disminuyó al estallar la crisis, los sectores financieros de esos países se vieron afectados, aun cuando los desequilibrios de sus cuentas corrientes no necesariamente fueran importantes.

En retrospectiva, surge ahora una visión más matizada del papel de los desequilibrios mundiales en la acumulación de riesgo sistémico durante el período previo a la crisis (FMI, 2009a). Esos desequilibrios fueron parte integral del patrón mundial de bajas tasas de interés e importantes entradas de capital a los bancos de Estados Unidos y de Europa, lo que a su vez promovió una acumulación de apalancamiento, la búsqueda de rendimiento y la creación de activos más riesgosos y burbujas de precios de la vivienda en Estados Unidos y en algunas otras economías avanzadas (segundo gráfico)³. Pero en la crisis actual desempeñaron un papel crucial las fallas en la gestión del riesgo por parte de las instituciones financieras y la deficiente supervisión y regulación del sector.

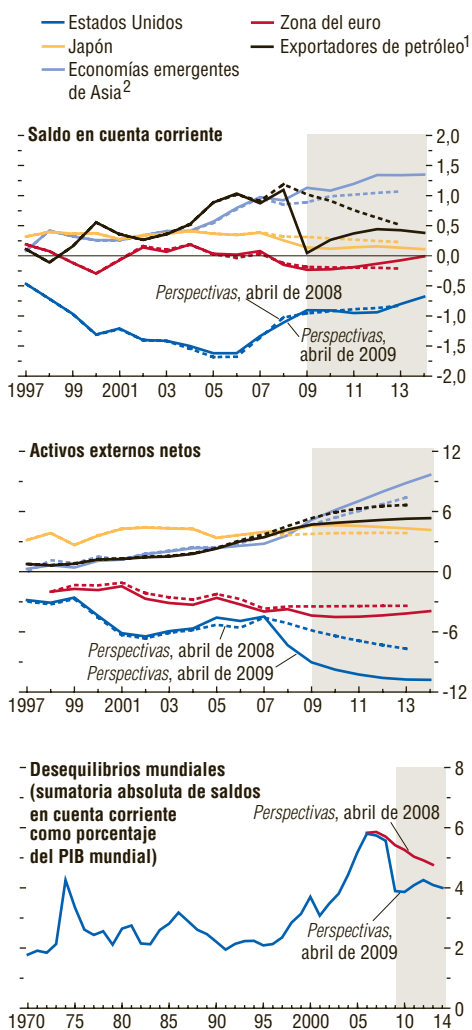
De todos modos, la crisis financiera aceleró el ajuste de los desequilibrios mundiales de cuenta corriente. Hay tres canales que cumplen un papel fundamental en ese proceso:

- Un aumento del ahorro privado, debido a la corrección de las burbujas de la vivienda y el crédito en Estados Unidos, compensado parcialmente por una disminución del ahorro público.
- Un endurecimiento de las condiciones crediticias mundiales, debido al desapalancamiento del sector financiero, especialmente de Estados Unidos, compensado parcialmente por la distensión de la política monetaria, la

³Caballero y Krishnamurthy (2008) elaboraron un modelo que vincula el aumento de la demanda de activos de Estados Unidos con un creciente apalancamiento y titulización en el sistema financiero de ese país. En la práctica, esa vinculación fue más compleja: los inversionistas oficiales de las economías emergentes tendieron a comprar deuda de organismos estatales, mientras que los inversionistas privados de las economías avanzadas compraban títulos con garantía hipotecaria que no estaban respaldados por avales de las empresas semipúblicas.

Saldos en cuenta corriente y activos externos netos

(Porcentaje del PIB mundial)



Fuentes: Lane y Milesi-Ferretti (2006); y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Angola, Arabia Saudita, Argelia, Azerbaiyán, Bahrein, Ecuador, Emiratos Árabes Unidos, Gabón, Guinea Ecuatorial, Kuwait, Libia, Nigeria, Noruega, Omán, Qatar, la República Árabe Siria, la República del Congo, la República Islámica del Irán, la República del Yemen, Rusia, Turkmenistán y Venezuela.

²China, Corea, Indonesia, Filipinas, Malasia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia.

provisión de liquidez y las medidas de rescate bancario.

- Una mejora de los términos de intercambio, debido a una caída de los precios del petróleo para los países importadores de petróleo, con efectos contrarios para los países exportadores.

Como reflejo de esos factores, se prevé que el indicador resumido de los desequilibrios mundiales de *Perspectivas de la economía mundial* descenderá abruptamente de 5¼% del PIB mundial en 2007 a alrededor de 4% en 2009, al reducirse los desequilibrios de cuenta corriente de Estados Unidos, los países exportadores de petróleo y, en menor medida, Japón (tercer gráfico, panel inferior)⁴. El déficit de cuenta corriente de Estados Unidos, en particular, se contraería, pasando de un máximo de 6% del PIB en 2006 a alrededor de 3¼% del PIB en 2009 (tercer gráfico, panel superior). La cuenta corriente también se contrae fuertemente en otros países, que presentan déficits importantes al revertirse el auge del crédito (por ejemplo, Europa meridional y el Reino Unido entre las economías avanzadas, y Europa central y oriental entre las emergentes).

Las drásticas caídas del precio de los activos financieros causadas por la crisis han tenido un fuerte impacto en el saldo externo neto de los países (Milesi-Ferretti, 2009). En particular, se prevé que el saldo externo neto de Estados Unidos sufra un deterioro, al pasar de alrededor del 4½% del PIB mundial en 2007 a aproximadamente 9% en 2009 (tercer gráfico, panel intermedio). Una proporción significativa del deterioro que ya se ha producido refleja pérdidas de valoración, principalmente de tenencias de acciones extranjeras, y el resto corresponde al financiamiento del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos. Las economías que han registrado mejoras correspondientes en su saldo externo son la zona del euro y las economías emergentes

⁴El indicador resumido se define como la sumatoria absoluta de los desequilibrios de cuenta corriente, como porcentaje del PIB mundial.

Recuadro 1.4 (conclusión)

(por ejemplo, Brasil, Rusia, India y China). Dadas las grandes tenencias extranjeras de acciones nacionales de esas economías, el colapso de los mercados accionarios internos ha determinado reducciones significativas de los pasivos de los residentes nacionales frente a los tenedores extranjeros.

El patrón de financiamiento del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos también se ha modificado como consecuencia de la crisis. Desde el comienzo de la crisis hasta el tercer trimestre de 2008, predominaron las compras oficiales al tiempo que caían fuertemente las entradas de capital privado (primer gráfico, segundo panel). En el segundo semestre del año, en cambio, disminuyeron los flujos oficiales netos hacia Estados Unidos, principalmente debido a la utilización de líneas de *swap* o intercambio temporal de divisas entre la Reserva Federal de Estados Unidos y bancos centrales extranjeros, mientras que las entradas de capital privado aumentaron porque los residentes de Estados Unidos repatriaron fondos desde el extranjero. Desde septiembre de 2008 los extranjeros han estado deshaciéndose de bonos de entidades públicas de Estados Unidos (primer gráfico, tercer panel). Las compras de bonos del Tesoro de Estados Unidos se mantuvieron fuertes hasta el tercer trimestre de 2008 inclusive, cuando los extranjeros comenzaron a alejarse de esos instrumentos para comprar en cambio letras del Tesoro, en parte debido al incremento de estas últimas emisiones. Esta tendencia continuó hasta terminado el año. En un plano más general, no obstante, los flujos de capital privado de han desplomado durante la crisis, indicando un marcado aumento del “sesgo nacional”, es decir, la proporción de ahorro privado invertido en el país en lugar del extranjero (primer gráfico, panel inferior).

Los desequilibrios y sus perspectivas después de la crisis

La evolución de los desequilibrios en los próximos años dependerá fundamentalmente de la forma en que las respuestas de política a la crisis y las reformas posteriores afecten el comporta-

miento del ahorro y la inversión de los sectores público y privado. Según las actuales proyecciones de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*, los desequilibrios mundiales habrán de estabilizarse a mediano plazo, y el indicador resumido de los desequilibrios terminará ubicándose en torno al 4% del PIB mundial (tercer gráfico, panel inferior). Se espera que el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos se mantendrá estable, en términos generales, en alrededor del 3¼% del PIB durante 2010–11, debido a los efectos del estímulo fiscal durante la crisis, y luego retomará una tendencia decreciente, hasta alcanzar 2¼% del PIB en 2014 (tercer gráfico, panel superior). En cambio, se prevé que los superávits de Asia seguirán ampliándose gradualmente a mediano plazo, mientras que se corregirá parcialmente la caída de los superávits sufrida por los países exportadores de petróleo por causa de la crisis. El saldo externo neto de Estados Unidos también seguirá deteriorándose, ya que las necesidades de endeudamiento externo de Estados Unidos seguirán siendo sustanciales (tercer gráfico, panel intermedio).

Por lo tanto, la preocupación que suscitan los desequilibrios mundiales no ha desaparecido. El financiamiento de los déficits de cuenta corriente, especialmente el de Estados Unidos, puede ser problemático en los años venideros. Si el interés por los activos de Estados Unidos declinara, por ejemplo, debido al temor de que las mayores necesidades de financiamiento público terminen por empujar al alza el rendimiento de los bonos a largo plazo, los inversionistas extranjeros podrían reducir su exposición a Estados Unidos, lo que causaría una depreciación abrupta del dólar. Otra posibilidad, estrechamente relacionada con las explicaciones estructurales de los desequilibrios mundiales de cuenta corriente, es que la crisis financiera pueda determinar un aumento duradero del sesgo nacional y una disminución de los flujos brutos transfronterizos de capital. Ello puede reducir la disponibilidad de financiamiento para el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos así como el de muchas economías emergentes y en desarrollo que se beneficiaron con la globalización financiera durante las décadas previas a la crisis.

del apoyo extraordinario a corto plazo a objetivos sostenibles a mediano plazo.

Políticas del sector financiero: Atacar el problema de fondo

Los avances decisivos para estabilizar el sector financiero y restablecer la confianza del mercado son requisitos imprescindibles para frenar la dinámica descendente de la economía mundial y preparar el camino para una recuperación duradera. Las estrategias sistemáticas y previsoras han empezado a reemplazar a las intervenciones ad hoc, pero los mercados todavía no están convencidos de que las políticas del sector financiero serán eficaces, y eso menoscaba el impacto del estímulo basado en políticas monetarias y fiscales que está en marcha. Además, en la medida en que las tensiones del mercado financiero sean de alcance mundial y los efectos de las políticas trasciendan a otros países, la cooperación internacional en la aplicación de las políticas será crucial para restaurar la confianza del mercado.

Una estrategia para restablecer la salud de las instituciones financieras ha de tener tres elementos básicos: 1) garantizar que las instituciones financieras tengan acceso a la liquidez, 2) identificar los activos problemáticos y resolver su situación y 3) recapitalizar las instituciones débiles pero viables. El primer aspecto está siendo abordado enérgicamente, pero es necesario dar un impulso más firme a las iniciativas de política en los otros dos aspectos.

La piedra angular de una solución duradera tiene que ser un reconocimiento creíble de las pérdidas. Las dudas con respecto a las valoraciones de los activos problemáticos siguen sembrando preocupaciones acerca de la viabilidad de las instituciones financieras, incluidas las que han recibido apoyo estatal. Las autoridades tienen que exigir que la valoración de los activos sea conservadora, transparente y uniforme en todas las instituciones. Si bien la falta de liquidez y la compleja estructura de los activos problemáticos dificultan su valoración exacta, los

gobiernos tienen que establecer metodologías para valorar de forma realista los instrumentos de crédito titulizados ilíquidos, basándose en expectativas objetivas sobre las futuras corrientes de ingresos⁷. Idealmente, esta valoración debería aplicarse de manera uniforme en todos los países para evitar el arbitraje regulatorio o distorsiones competitivas.

Las nuevas pérdidas derivadas de los activos problemáticos pueden limitarse de varias maneras, pero en todo caso es probable que se necesite un importante apoyo del gobierno, que ha de ser transparente para que sea convincente. El aislamiento de los activos problemáticos en los balances y el suministro de garantías públicas parciales pueden lograrse en poco tiempo y con mínimos costos iniciales, pero los esfuerzos de los últimos meses en tal sentido no han mejorado la confianza del mercado, y es poco probable que esta estrategia despeje la incertidumbre general que se cierne sobre las carteras de los bancos. Una alternativa que ha demostrado dar resultados consiste en retirar los activos problemáticos de los balances del sector financiero y trasladarlos a empresas públicas de gestión de activos (los llamados “bancos malos”). Las compras por parte de asociaciones público-privadas, como se ha propuesto en Estados Unidos, también podrían servir para retirar los activos problemáticos de una manera transparente, pero deberán estructurarse de forma que se incentive la participación de compradores y vendedores en condiciones acordes con los recursos que ofrece el programa. En general, la estrategia apropiada depende de las circunstancias de cada país, y lo importante es elegir un método, cerciorarse de que cuente con financiamiento adecuado y llevarlo a la práctica de manera transparente y uniforme.

La recapitalización tiene que basarse en un examen minucioso de la viabilidad a largo plazo

⁷El Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad y el Comité de Basilea ofrecen directrices útiles al respecto en propuestas que han presentado recientemente sobre las prácticas de divulgación de datos y contabilidad en valor razonable.

de las instituciones financieras, teniendo en cuenta una evaluación realista de las pérdidas probables derivadas de activos problemáticos, la calidad del capital y la gestión, y las perspectivas económicas. Los supervisores tendrán que fijar un nivel apropiado de reservas obligatorias de capital para las instituciones, considerando los niveles mínimos reglamentarios y la necesidad de constituir reservas para absorber nuevas pérdidas imprevistas. Los bancos viables pero insuficientemente capitalizados deben recapitalizarse sin demora con inyecciones de capital del gobierno —de ser posible, acompañadas de fondos privados— para alcanzar un nivel que permita restablecer la confianza del mercado en la institución. Dada la profundización de la crisis, los gobiernos deben estar preparados para proporcionar capital mediante acciones ordinarias, que sería la manera óptima de mejorar la confianza y las perspectivas de financiamiento, aun si esto implica períodos transitorios de participación mayoritaria del Estado⁸. En el caso de las instituciones no viables, la intervención tiene que ser inmediata y debe conducir a resoluciones ordenadas mediante cierres o fusiones. Para evitar otros efectos sistémicos, las autoridades deberán estar al corriente de las condiciones jurídicas bajo las cuales la intervención puede considerarse un caso de “insolencia”, es decir, un evento crediticio que activaría las cláusulas pertinentes de los contratos de *swaps* de cobertura por incumplimiento crediticio. Las instituciones que han recibido capital del gobierno deben ser sometidas a una supervisión minuciosa, con restricciones sobre el pago de dividendos y exámenes de las políticas de remuneración de los ejecutivos. La cuantía de los fondos públicos necesarios probablemente será considerable —bastante más de lo que ya se ha ofrecido—, pero las necesidades de apoyo

⁸Un régimen de propiedad pública permanente de las principales instituciones bancarias sería desaconsejable desde varios puntos de vista, pero ha habido numerosos casos (por ejemplo, Corea, Estados Unidos, Japón y Suecia) en que la propiedad pública transitoria ha servido para sanear los balances y preparar el camino para la reventa de los bancos al sector privado.

público tenderán a ser más onerosas cuanto más se postergue la solución.

Se precisa una mayor cooperación internacional para no exacerbar las tensiones transnacionales. Los diferentes niveles de apoyo brindado a las instituciones financieras en los distintos países han generado mayores tensiones y distorsiones. Es importante aclarar y hacer más coherentes las reglas que rigen la valoración de los activos problemáticos, las garantías y la recapitalización para evitar consecuencias imprevistas y distorsiones competitivas que favorezcan a las instituciones internas o faciliten el suministro de crédito local en perjuicio de otros.

La necesidad de una estrategia internacional más amplia es mucho más pertinente en el caso de las economías emergentes. Como se destaca en la edición de abril de 2009 de *GFSR*, las economías emergentes de Europa han sido especialmente vulnerables a las perturbaciones de los flujos de crédito debido a sus importantes necesidades de financiamiento externo, y pueden haberse visto perjudicadas por las medidas de apoyo financiero que se tomaron en Europa occidental para salvaguardar la situación de los bancos nacionales. Urge establecer directrices claras para la gestión transnacional de la crisis y la distribución de los costos, apoyar la disponibilidad permanente de las líneas de crédito y proporcionar el necesario financiamiento externo de emergencia. Al mismo tiempo, las recientes reformas para flexibilizar los instrumentos de préstamo para las economías sólidas pero afectadas por la turbulencia, junto con los planes propuestos en la cumbre del G-20 para incrementar los recursos a disposición del FMI, están mejorando la capacidad de la comunidad financiera internacional para abordar los riesgos relacionados con las frenadas bruscas de los flujos de capital privado.

Las medidas para hacer frente a las dificultades financieras también deben tener en cuenta los problemas de transición y el perfil futuro del sistema financiero. Las medidas que se tomen hoy en día deben ser compatibles con las aspiraciones a largo plazo de contar con un sistema financiero saludable, eficiente y dinámico. Para

lograr estos objetivos es necesario limitar el riesgo moral y formular estrategias que permitan retirar las intervenciones públicas a gran escala, por ejemplo, garantizando un retorno fluido a la intermediación privada en los mercados que hayan sufrido dislocaciones. El menor apalancamiento y la reducción del tamaño del sector financiero son fenómenos inevitables, y las medidas que se tomen en la actualidad no deberían impedir la reestructuración necesaria de todo el sistema. Se deben reforzar las normas de regulación en función de los riesgos sistémicos que plantean las instituciones, pero los cambios deben ser adoptados de forma gradual una vez que se haya afianzado la recuperación, para no agravar las repercusiones negativas en la economía real.

La difícil tarea de restablecer la salud del sistema financiero tiene que estar apoyada por medidas que faciliten la reestructuración de los prestatarios para mitigar las pérdidas de valor características de las liquidaciones desordenadas. Un desafío clave consiste en encontrar formas de facilitar la modificación de las hipotecas en Estados Unidos para atenuar la ola perjudicial de ejecuciones hipotecarias que ha acelerado la dinámica descendente en el mercado de la vivienda en ese país. Las iniciativas recientes que comprometen fondos públicos para incentivar más la participación de los prestatarios y los prestamistas y que facilitan una quita del principal adeudado mediante procedimientos de quiebra personal deberían ayudar a solucionar este problema, y quizás en otros países se necesiten planes similares.

Otra fuente de tensión es la probable ola de quiebras de empresas en el período que se avecina, sobre todo en las economías emergentes, donde las empresas están expuestas a riesgos elevados de renovación del financiamiento externo y cuentan con pocas alternativas internas, y donde los marcos jurídicos y la capacidad de reestructuración pueden presentar deficiencias. En varios países las autoridades ya han tomado medidas para apoyar los flujos de crédito con garantías y mecanismos de respaldo técnico, y quizás esté justificado el suministro

de apoyo público directo para los préstamos a empresas. Además, los planes deberían prever reestructuraciones a gran escala en el caso de que las circunstancias se deterioren aún más. Las experiencias tras la crisis asiática indican que para ayudar a garantizar la reestructuración ordenada de las grandes empresas conviene evitar estrategias fragmentarias para la resolución de deudas y optar en cambio por estrategias integrales, que pueden incluir la participación consensual de las entidades privadas.

Política monetaria: Recurrir a estrategias no convencionales

Los temores de inflación se han disipado con rapidez, y las autoridades de los bancos centrales de todo el mundo ahora están librando una batalla para sostener la demanda en medio de las perturbaciones financieras. En las economías avanzadas, la tarea se complica por la creciente amenaza de deflación y la limitación de la tasa de interés mínima de cero. En estas circunstancias, es esencial actuar enérgicamente para contrarrestar los riesgos de deflación. Si bien las tasas de interés de política monetaria ya se aproximan a cero en muchos países, el margen de maniobra que aún existe en algunas economías (como la zona del euro) debe ser usado sin demora. El riesgo de aplicar una política monetaria demasiado expansiva parece reducido en las actuales circunstancias. También es importante contar con una estrategia de comunicación clara: las autoridades de los bancos centrales deben destacar su firme intención de evitar la deflación manteniendo condiciones monetarias expansivas por el tiempo que sea necesario, y confirmando a la vez su compromiso a largo plazo para evitar el resurgimiento de la inflación.

Sin embargo, los instrumentos convencionales de política probablemente no serán suficientemente potentes: el límite de cero restringe el margen para rebajar aún más las tasas de interés, y las perturbaciones del mercado atenuan el efecto de la reducción de las tasas de política monetaria. Por lo tanto, será necesario apoyar dicha reducción mediante un mayor uso

de estrategias menos convencionales, utilizando el tamaño y la composición de los balances del banco central para apoyar la intermediación del crédito. Como ya se ha visto, muchos bancos centrales ya han desplegado una batería de nuevos instrumentos, como adquisiciones de valores públicos a largo plazo y medidas más directas para apoyar la intermediación. En la situación actual, estas medidas pueden ser especialmente eficaces si ayudan a destrabar los mercados ilíquidos o dislocados, es decir, se ayuda a generar una distensión del crédito (Bernanke, 2009). Esta estrategia es una ampliación de la “descompresión cuantitativa” utilizada por el Banco de Japón en 2001–06, que consistía en reforzar las reservas de los bancos comerciales mediante la compra de bonos del Estado.

Para distender el crédito, los bancos centrales deben estructurar sus actividades tratando de maximizar el alivio a los mercados dislocados —es decir, incrementando la disponibilidad de crédito y reduciendo los diferenciales—, pero minimizando al mismo tiempo los perjuicios secundarios que puedan surgir a largo plazo. En la medida de lo posible, las decisiones de asignación de crédito deberían quedar en manos de los intermediarios financieros privados, en lugar de ser absorbidas por el banco central. Por otro lado, el riesgo de crédito que no quede en el sector privado debería ser asumido por los tesoros nacionales, en lugar de exponer los balances del banco central. También se debe pensar en cómo replugar estas operaciones extraordinarias de crédito. El apoyo que se brinde mediante servicios de liquidez a corto plazo puede retirarse rápidamente cuando las condiciones del mercado se normalicen, pero las operaciones con activos con vencimientos a más largo plazo podrían ser más difíciles de liquidar.

Estas consideraciones también son pertinentes para los bancos centrales en las economías emergentes. No obstante, en muchas de ellas, la tarea del banco central se ve complicada por la necesidad de mantener la estabilidad externa en un entorno en que los flujos de financiamiento son muy frágiles. El financiamiento en los mercados emergentes está expuesto, en mucho mayor grado que en las economías avanzadas,

a perturbaciones drásticas —frenadas bruscas— en parte debidas a mayores dudas acerca de la solvencia crediticia de la entidad soberana. Las economías emergentes también tienden a endeudarse más en moneda extranjera, y por eso las depreciaciones fuertes del tipo de cambio pueden infligir daños graves en sus balances.

Por lo tanto, si bien la mayoría de los bancos centrales en estas economías han reducido las tasas de interés ante la desaceleración mundial, las rebajas se han hecho con la debida cautela para seguir incentivando las entradas de capital y evitar fluctuaciones desordenadas de los tipos de cambio o crisis a gran escala de la cuenta de capital. En cierto grado, las cuantiosas reservas internacionales han ayudado a combatir la volatilidad cambiaria y preservar la capacidad de financiamiento en moneda extranjera, pero las reservas han ido agotándose con el tiempo, lo que ha reducido el margen de maniobra. Los países que enfrentan condiciones externas particularmente difíciles —déficits cuantiosos en cuenta corriente que precisan financiamiento, necesidades fuertes de refinanciamiento, dependencia de los flujos interbancarios frágiles y agotamiento de las reservas— quizá se vean obligados a endurecer su política monetaria para preservar la estabilidad externa, aun si eso va en detrimento de la actividad interna. El acceso al financiamiento oficial —mediante líneas de crédito regional y bilateral y financiamiento contingente del FMI— puede ser muy útil para hacer menos penosas estas decisiones.

Después de la crisis, un desafío fundamental consistirá en calibrar el ritmo al que se retirará el actual estímulo monetario extraordinario. Un repliegue muy apresurado podría truncar una recuperación que probablemente sea frágil, pero una retirada muy lenta podría conducir a un recalentamiento de la economía y al surgimiento de nuevas burbujas de precios de los activos. En ciertos casos, para lograr una transición fluida quizá se necesiten instrumentos nuevos que, por ejemplo, le permitan al banco central emitir valores propios para absorber el exceso de liquidez.

Estas decisiones surgirán en el contexto de una cuestión más amplia, que radica en determinar si la estrategia de política monetaria debería

extenderse para que comprenda de manera más explícita la estabilidad macrofinanciera y la estabilidad de precios, y en definir cómo se ejecutaría esa estrategia. Se ha constatado dolorosamente que es necesario confrontar enérgicamente los auges de precios de los activos alimentados por el financiamiento apalancado y la participación de intermediarios financieros, ya que son una amenaza para la oferta de crédito y la economía. Las políticas regulatorias serán críticas para controlar estos riesgos, pero la política monetaria no puede descuidar los auges del crédito y de los precios de los activos, y debe responder a fluctuaciones inusualmente rápidas de esos precios o a indicios de correcciones excesivas del mercado de activos, sobre todo en el contexto de los auges crediticios. Las medidas prudentes ofrecen una solución más focalizada y menos costosa que las variaciones de las tasas de interés, y deberían ser un componente central de la respuesta mediante políticas económicas⁹.

Política fiscal: Estímulo y sostenibilidad

Dada la magnitud de la desaceleración y los factores que limitan la eficacia de la política monetaria, la política fiscal debe utilizarse para brindar un apoyo vital a corto plazo a la economía mundial. En efecto, la conclusión básica del capítulo 3 es que, en el contexto de una crisis financiera, la política fiscal puede ser particularmente útil para acortar la duración de las recesiones, en tanto que la política monetaria tiene efectos limitados. No obstante, el margen para brindar ese apoyo fiscal se reducirá si las medidas que se tomen minan la credibilidad al no existir un marco a mediano plazo. Los gobiernos, por lo tanto, tienen que encontrar un difícil punto de equilibrio, que consiste en adoptar políticas expansivas a corto plazo pero infundiéndoles tranquilidad con respecto a las perspectivas a mediano plazo.

⁹Estas cuestiones se analizan más a fondo en FMI (2009c). En el capítulo 3 de la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial* se analiza cómo se podría adaptar la política monetaria para asignar una mayor ponderación a los precios de la vivienda en particular.

Esta tarea se complica conforme se agrava y prolonga la desaceleración. Los gobiernos han tomado medidas para proporcionar un estímulo sustancial en 2009, pero ahora se está viendo que el esfuerzo tendrá que, si no incrementarse, por lo menos prolongarse durante 2010, y los países que tengan margen de maniobra fiscal deben estar preparados para adoptar las nuevas medidas de estímulo que sean necesarias para apoyar la recuperación. En la medida de lo posible, este deberá ser un esfuerzo mancomunado, ya que las medidas que tome cada país tendrán efectos transfronterizos, pero beneficiarán a la economía mundial.

Por lo tanto, es positivo que la mayoría de los países del G-20 —economías emergentes y avanzadas— hayan contribuido a estos esfuerzos fiscales. No obstante, la tarea de mantener el estímulo se está complicando conforme se reduce el margen de maniobra fiscal de ciertos países debido a los temores en el mercado acerca de la sostenibilidad de sus finanzas públicas. Esto es especialmente cierto en el caso de las economías emergentes con instituciones fiscales menos desarrolladas, financiamiento menos seguro y peores perspectivas de crecimiento a mediano plazo. Pero también es cierto para un grupo más amplio de economías avanzadas, en donde las proyecciones de las cuentas públicas muestran una acumulación importante de deuda, sobre todo en las economías que también se enfrentan a costos elevados derivados del saneamiento del sector financiero y el envejecimiento de la población.

Una de las claves para compaginar el estímulo y la sostenibilidad está en la selección de las medidas de estímulo. En lo posible, estas deben ser temporales y deben elevar al máximo el rendimiento de cada dólar. Por lo general esto implica medidas para incrementar el gasto en proyectos específicos y desgravaciones temporales destinadas a mejorar el flujo de caja de los hogares con poco acceso al crédito¹⁰. También es conveniente elegir medidas que fomenten el potencial productivo de la economía a largo plazo (y por consiguiente la capacidad de recaudación tributación). Por estas dos razones,

¹⁰Véanse análisis más profundos de estos temas en Spilimbergo *et al.* (2008) y FMI (2009e).

las iniciativas para promover el gasto en infraestructura son especialmente idóneas en la actual coyuntura. En un ciclo económico normal, este tipo de gasto suele llegar justo cuando empieza a ser menos necesario, pero en el ciclo actual se precisará un nivel elevado de gasto por varios años. En principio esto se puede lograr impulsando proyectos ya planificados, con lo cual no varía el valor presente neto del gasto.

En segundo lugar, es necesario que los gobiernos complementen las iniciativas de estímulo a corto plazo con reformas que consoliden los marcos fiscales a mediano plazo, por ejemplo, mediante reformas tributarias que reduzcan la dependencia de la recaudación vinculada a los precios de los activos, medidas que mejoren la transparencia y el control del gasto público y el fortalecimiento de los marcos presupuestarios a mediano plazo para propiciar la consolidación en los períodos de crecimiento fuerte y crear margen para distender la política fiscal durante las desaceleraciones. Estas reformas, que serían valiosas en todas las economías avanzadas, revisten aún más importancia en las economías emergentes con sistemas de gestión fiscal mucho menos desarrollados.

En tercer lugar, quizá la mayor contribución al afianzamiento de la credibilidad de la sostenibilidad fiscal sería el logro de avances concretos hacia la solución de los desafíos fiscales que entraña el envejecimiento de la población. Pese a ser considerables, los costos de la actual crisis financiera resultan muy pequeños frente a los costos inminentes derivados del aumento de los gastos en seguridad social y salud para la población de mayor edad (FMI, 2009e). La reforma creíble de las políticas relacionadas con estos programas quizá no tenga un notable efecto inmediato en las cuentas fiscales, pero podría dar lugar a un cambio enorme en las perspectivas fiscales, y eso podría ayudar a preservar el margen necesario para brindar apoyo fiscal a corto plazo.

La respuesta mundial será crítica

Las dimensiones globales de la crisis hacen absolutamente necesaria una respuesta a escala mundial para impulsar el giro de la coyuntura

y la recuperación. En el análisis previo se han delineado diversos aspectos en los que la cooperación entre países será indispensable.

- Las medidas para aliviar la tensión financiera y restablecer la viabilidad financiera tienen que coordinarse a escala internacional para reducir los efectos transfronterizos y propiciar una resolución coherente de instituciones financieras que por lo general tienen un alcance mundial. Se debe evitar el avance sigiloso del proteccionismo financiero.
- El suministro del estímulo fiscal para sostener la demanda mundial debe ser un esfuerzo mancomunado, liderado por los países que cuentan con un mayor margen de maniobra fiscal, una vez más, en vista de las implicaciones transfronterizas.
- Las políticas monetarias y de crédito también deberían estar orientadas a apoyar la demanda en la medida de lo posible, pero no deben utilizarse para provocar depreciaciones competitivas de la moneda que serían contraproducentes desde un punto de vista mundial.
- Del mismo modo, los países deben resistir la tentación de recurrir a medidas proteccionistas en el ámbito comercial.
- Se deben reforzar las fuentes de apoyo mediante financiamiento oficial para que los países que estén sometidos a presiones para financiar sus déficits en cuenta corriente puedan evitar ajustes innecesariamente penosos que repercutirían en otros países.
- El uso de mejores sistemas de alerta anticipada y una comunicación más abierta sobre los riesgos ayudarían a crear una base más sólida para la colaboración internacional en materia de políticas.

La cooperación mundial también será un aspecto importante para allanar la ruta que el mundo debe seguir para recobrar la prosperidad después de la crisis. La conclusión de la Ronda de Doha de negociaciones comerciales multilaterales incentivaría la integración del comercio mundial, que es uno de los ejes del aumento de la productividad. La reconstrucción del marco regulatorio del sector financiero, para controlar y garantizar mejor

la estabilidad y brindar una intermediación financiera eficiente, tiene que ser un esfuerzo multilateral. Asimismo, un sistema más flexible para gestionar las monedas de las principales economías del mundo ayudaría a restablecer más fluidamente el equilibrio entre la oferta y la demanda mundial que facilitaría la convergencia entre los distintos niveles de ingresos. Una mayor disponibilidad de recursos financieros internacionales que puedan ser utilizados cuando se deterioren las condiciones del mercado y bajo condiciones más flexibles ayudaría a limitar la tendencia constante hacia la creación de autoseguros y la acumulación masiva de reservas internacionales oficiales. Por último, es necesario proteger y reforzar los flujos de ayuda a los países de bajo ingreso para que la necesaria compresión fiscal en los países donantes en los próximos años no haga peligrar los avances en la eliminación de la pobreza mundial.

Apéndice 1.1. Evolución y perspectivas de los mercados de materias primas

Los autores de este apéndice son Kevin Cheng, To-Nhu Dao, Nese Erbil y Thomas Helbling

La turbulencia financiera y un fuerte deterioro de las perspectivas económicas mundiales en el tercer trimestre de 2008 hicieron que el auge de precios de las materias primas de estos últimos años llegara abruptamente a su fin. La corrección de precios fue rápida y pronunciada, elevándose la magnitud de las variaciones y la volatilidad a niveles sin precedentes en el caso de muchas de las más importantes materias primas (cuadro 1.2). En diciembre, el índice de precios de las materias primas del FMI había caído casi 55% desde su nivel máximo alcanzado en julio (gráfico 1.17, panel superior).

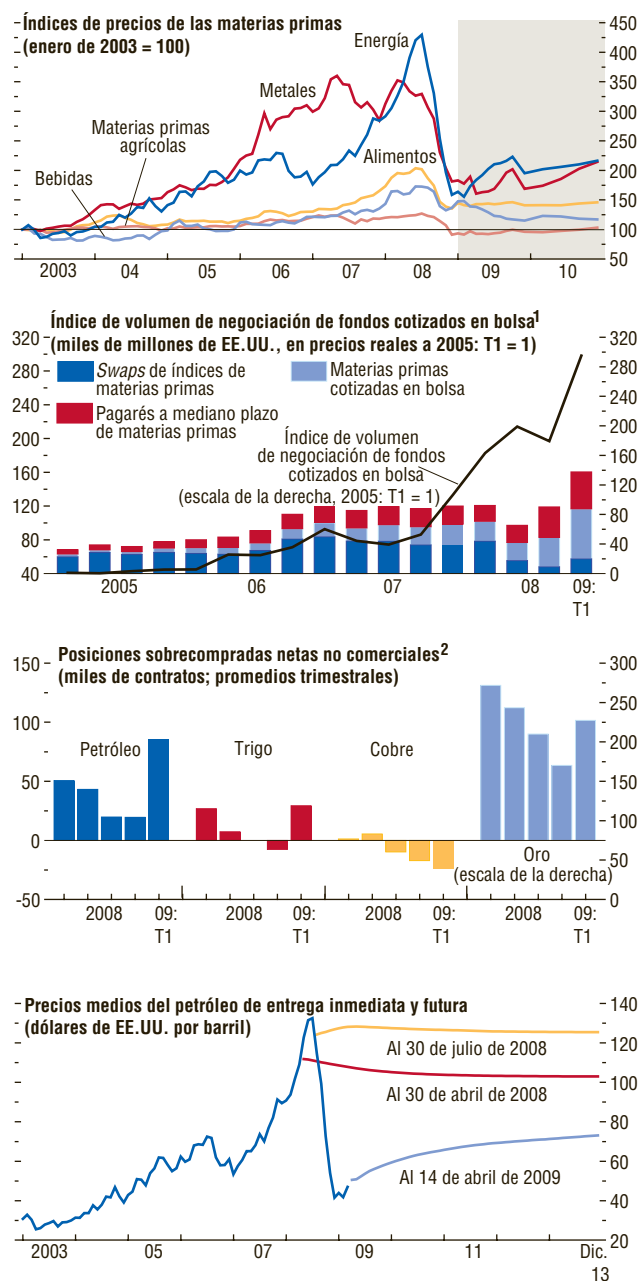
El comienzo del vuelco de los precios de las materias primas coincidió en términos generales con la entrada de nuevos datos que indicaban una caída más profunda de lo esperado de la actividad en las economías avanzadas y emergentes y otras economías en desarrollo a mediados

de 2008. Esos datos contradecían expectativas anteriores de que las economías emergentes y en desarrollo resistirían la desaceleración del crecimiento de las economías avanzadas. Dado que durante el auge estas últimas economías habían generado la mayor parte del incremento del volumen demandado, las perspectivas de la demanda a corto plazo en los mercados mundiales de materias primas se volvieron menos promisorias. Otro factor fue la contracción de la demanda en las economías avanzadas. Si bien estas últimas aportaron solo una pequeña proporción de los aumentos de la demanda registrados durante la época de bonanza, a ellas debe atribuirse la mayor parte de la caída del nivel de consumo mundial de materias primas en los últimos meses.

El pronunciado deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial derivado de la turbulencia financiera mundial durante septiembre y octubre de 2008 provocó un acelerado ajuste a la baja de los precios a lo largo de noviembre. En términos generales, los precios de las materias primas se estabilizaron en diciembre. Desde entonces, los precios han tendido a fluctuar dentro de un rango, registrándose varios repuntes, hasta ahora de corta duración, en el caso de algunas materias primas, particularmente el petróleo y, más recientemente, los metales básicos.

El impacto de la desaceleración económica mundial ha sido diverso en las distintas materias primas. Siguiendo patrones cíclicos anteriores, las materias primas estrechamente vinculadas con la manufactura de bienes de inversión y de consumo duradero y con la construcción —particularmente los combustibles y los metales básicos— han sido las más afectadas. El impacto en el precio de los alimentos fue marcadamente más leve que en el de otras materias primas, dada la menor elasticidad de ingreso de la demanda subyacente. De todos modos, al atenuarse la presión de los costos de la energía y la demanda de biocombustibles —dos factores cruciales durante el alza de los precios— la respuesta de los precios de las materias primas alimentarias a la contracción económica fue más fuerte de lo acostumbrado.

Gráfico 1.17. Precios de las materias primas y el petróleo



Fuentes: Barclays Capital; Bloomberg Financial Markets; y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Deflactados en función del índice de materias primas del FMI.

²En Chicago Board of Trade, Bolsa Mercantil y Bolsa de Productos Básicos de Nueva York, respectivamente.

¿Cómo han afectado las tensiones financieras a los mercados de materias primas?

Además del impacto indirecto que se transmite a través de la economía real, los mercados de materias primas también se vieron afectados directamente por la escalada de la crisis financiera en septiembre. Los inversionistas deshicieron sus posiciones en activos vinculados a las materias primas por las mismas razones que indujeron el proceso general de desapalancamiento desordenado analizado en este capítulo. Primero, muchos instrumentos de inversión en materias primas son productos extrabursátiles (como los swaps de rendimiento total referenciados al rendimiento de los índices de materias primas) que implican riesgos de contraparte. Segundo, algunas posiciones altamente apalancadas de inversión en materias primas debieron ser desarmadas por problemas de refinanciación. Tercero, en un plano más general, como los mercados financieros de materias primas se mantuvieron relativamente líquidos en comparación con los de otros activos, los inversionistas liquidaron esas posiciones para incrementar sus tenencias de activos seguros¹¹.

La intensidad con que se deshicieron las inversiones en materias primas en el segundo semestre de 2008 es difícil de cuantificar, dada la falta de datos y el hecho de que una parte importante de la reducción del valor teórico de las posiciones en materias primas reflejó caídas de precio de estos bienes. A nivel de las carteras administradas de activos vinculados a materias primas, la reducción de las posiciones en términos reales (ajustadas según el índice de precios de materias primas del FMI) parece haber sido relativamente pequeña (gráfico 1.17, segundo panel). No obstante, hubo un marcado desplazamiento de las posiciones extrabursátiles en índices de materias primas a fondos

¹¹Además, la apreciación efectiva del dólar de Estados Unidos desde el tercer trimestre de 2008 también ha influido en este proceso. Como se señaló en el recuadro 1.1 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*, los shocks del dólar pueden tener un impacto significativo en los precios de las materias primas no perecedoras, particularmente el petróleo crudo y los metales.

Cuadro 1.2. Comparación de la volatilidad de los precios de las materias primas

(Semanal, porcentaje)

	Variación semestral			Desviación estándar ¹			
	Mayor caída semestral en 2008	Mayor caída semestral durante 1970–2007 ²	(año)	2008	Más alta durante 1970–2007 ²	(año)	Promedio durante 1970–2007 ²
Petróleo crudo (WTI) ³	-76,8	-60,1	(1986)	18,4	16,1	(1999)	8,5
Aluminio	-52,9	-33,4	(1991)	12,1	8,9	(1994)	5,6
Cobre	-54,8	-52,6	(1974)	12,2	13,0	(1974)	6,7
Níquel	-68,0	-49,0	(1990)	23,6	17,7	(2006)	9,2
Maíz	-52,4	-51,8	(1997)	13,9	13,6	(1988)	7,6
Trigo	-45,2	-38,0	(1996)	16,0	12,9	(2007)	6,4
Soja	-44,1	-51,3	(2004)	12,8	15,5	(2004)	6,3
<i>Partida informativa</i>							
Oro	-25,4	-30,1	(1981)	8,7	13,3	(1979)	5,1

Fuentes: Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Desviación estándar de la variación semanal de los precios de las materias primas en un período de 12 meses.

²Datos a partir de 1983–2007 para el petróleo crudo; 1988–2007 para el aluminio, y 1979–2007 para el níquel, el maíz, el trigo y la soja. Al intensificarse la turbulencia financiera en septiembre-octubre, la baja de precios se aceleró.

³WTI = West Texas Intermediate.

comercializados en bolsa y productos estructurados (notas a mediano plazo). En las bolsas de futuros de materias primas de Estados Unidos, hubo una sensible reducción de las posiciones abiertas (open interest) mundiales entre julio y noviembre, entre ellas las de los participantes no comerciales. Desde entonces, se ha registrado cierto repunte de las posiciones abiertas.

Tomando en cuenta todos los factores, estos datos señalan un período relativamente breve en que se produjo un sensible desarmado de las posiciones en materias primas desde septiembre hasta noviembre. Como consecuencia, se redujo la liquidez en los mercados de futuros de materias primas, lo que contribuyó al fuerte aumento de la volatilidad de precios en ese momento¹².

¹²Algunos inversionistas, particularmente los *hedge funds*, tienen una exposición directa a los mercados de futuros de materias primas. Puede haber efectos indirectos en la demanda u oferta de futuros provenientes de la inversión financiera en materias primas en un plano más general, porque los intermediarios financieros tienden a cubrir su exposición a las posiciones extrabursátiles en derivados de materias primas, incluidas las de los inversionistas institucionales, con posiciones contrarias en los mercados de futuros. En vista de esas vinculaciones entre los mercados de inversión en materias primas y los mercados de futuros, los flujos financieros pueden tener efectos a corto plazo en los precios. No obstante, no hay datos contundentes de que la inversión financiera en materias primas tenga un impacto sostenido en los precios. Estos

Al repuntar el interés de los inversionistas desde diciembre, sin embargo, la liquidación masiva de posiciones en materias primas ha llegado a su fin, y el principal canal a través del cual los factores financieros inciden en los precios es ahora su impacto en la actividad y en la demanda mundial de petróleo.

¿Cuándo se recuperarán los mercados de materias primas?

Los mercados de materias primas están actualmente en una fase de debilidad cíclica. La demanda se ha moderado rápidamente mientras que la respuesta de la oferta a la baja de precios ha sido lenta, lo que determinó un incremento de las existencias. En este período de ajuste, los precios al contado han bajado en general mucho más que los precios a futuro, y las curvas de los futuros de las principales materias primas presentan una pendiente ascendente, lo que indicaría que los mercados prevén un alza de precios en el futuro. Esta situación de “contango”, que se ha observado en otros episodios recientes de debilidad cíclica de la demanda,

temas se analizan en mayor detalle en el recuadro 3.1 de la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Recuadro 1.5. ¿Volverán a subir los precios de las materias primas cuando se recupere la economía mundial?

Desde que se desplomaron los precios de las materias primas en el segundo semestre de 2008, sus perspectivas han sido objeto de un amplio debate. Por una parte, la pronunciada pendiente ascendente de las curvas de los futuros de muchas de las principales materias primas indica que habría un alza en los próximos años. Estas constelaciones de “contango” son congruentes con la idea de que los precios repuntarán cuando se recupere la economía mundial, debido a un renovado y fuerte aumento de la demanda de esos bienes en las economías emergentes y a la necesidad de abrir fuentes de suministro más costosas.

Pero por otra parte, los precios al contado siguen sometidos a una presión bajista, porque la demanda sigue debilitándose y se acumulan existencias. En vista de la probabilidad cada vez mayor de que la caída de la economía mundial será prolongada, las perspectivas de un repunte rápido del precio de las materias primas parecen remotas, lo que recuerda episodios anteriores en los que esos precios sufrieron largos períodos de caída luego de auges de corta duración¹.

Para evaluar las perspectivas de los precios de las materias primas, en este recuadro se analiza el contenido informativo de los precios de los futuros y las tendencias anteriores y se examina cómo la interacción entre el crecimiento mundial y la demanda de materias primas durante la caída y la recuperación de la economía afecta la probabilidad de un repunte del precio de estos productos.

¿Retomarán los precios su disminución tendencial?

En horizontes muy prolongados, el precio de muchas materias primas ha caído en relación con el de las manufacturas y los servicios (primer gráfico). Las caídas seculares reflejan aumentos relativamente importantes de la

productividad en los sectores extractivos de materias primas y el hecho de que muchas de estas son bienes necesarios: su participación en el consumo total disminuye a medida que aumenta el ingreso. Dentro de este panorama amplio, la tasa de disminución varía mucho según el producto de que se trate, dependiendo de factores tales como las reservas disponibles en el caso de los recursos no renovables, la estructura de la industria y las características específicas de la demanda. El petróleo es la principal excepción a la regla de la disminución, lo que refleja una estructura oligopólica de la oferta, la concentración de reservas y características de consumo de lujo (la propiedad de automóviles es un motor clave del consumo).

Del primer gráfico también se desprende que a menudo las tendencias a largo plazo no son una guía certera para conocer las fluctuaciones de los precios a mediano plazo². La tasa media de variación, por ejemplo, difiere considerablemente según la década. El componente de tendencia del precio de las materias primas se modifica con el tiempo, lo que refleja cambios en los determinantes a más largo plazo de los precios, como los costos medios de los yacimientos o minas marginales. ¿Cuán importantes son las fluctuaciones del componente tendencial en relación con las del componente cíclico? Si predominaran estas últimas, las tendencias a más largo plazo brindarían una señal útil. De lo contrario, las tendencias pasadas ofrecerían escasa orientación.

Una manera sencilla de medir la importancia relativa de esos dos componentes es comparando la volatilidad de los precios al contado y a futuro. Estos últimos predicen los futuros precios de contado. Por lo tanto, el componente cíclico debe descontarse de los precios a futuro, descuento que será mayor según el plazo de

Los autores principales de este recuadro son Kevin Cheng y Thomas Helbling.

¹Véase, por ejemplo, Cashin, McDermott y Scott (2002).

²Véanse los estudios de Pindyck (1999), Cuddington (2007) y Cashin y McDermott (2002), entre otros, sobre las tendencias y ciclos del precio de las materias primas.

Volatilidad de los precios al contado y a futuro

(Desviación estándar de las variaciones diarias de precios; porcentaje)

	Contado	Precios a futuro			
		Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años
Petróleo crudo (WTI¹)					
1998-2008	8,6	7,9	6,0	5,1	4,7
1998-2003	8,4	7,5	4,3	2,9	2,5
2004-08	8,8	8,4	7,5	6,8	6,5
Aluminio					
1998-2008	4,6	4,4	3,7	3,2	3,3
1998-2003	3,5	3,2	2,4	1,8	0,5
2004-08	5,7	5,5	4,8	4,2	3,7
Cobre					
1998-2008	7,0	6,9	6,3	6,0	6,8
1998-2003	4,2	4,2	3,6	3,3	2,7
2004-08	9,4	9,3	8,6	8,1	7,5
Trigo					
1998-2008	8,1	21,6	5,1	4,0	—
1998-2003	5,9	21,3	3,6	2,2	—
2004-08	10,2	22,1	6,5	5,1	—

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

¹WTI = West Texas Intermediate.

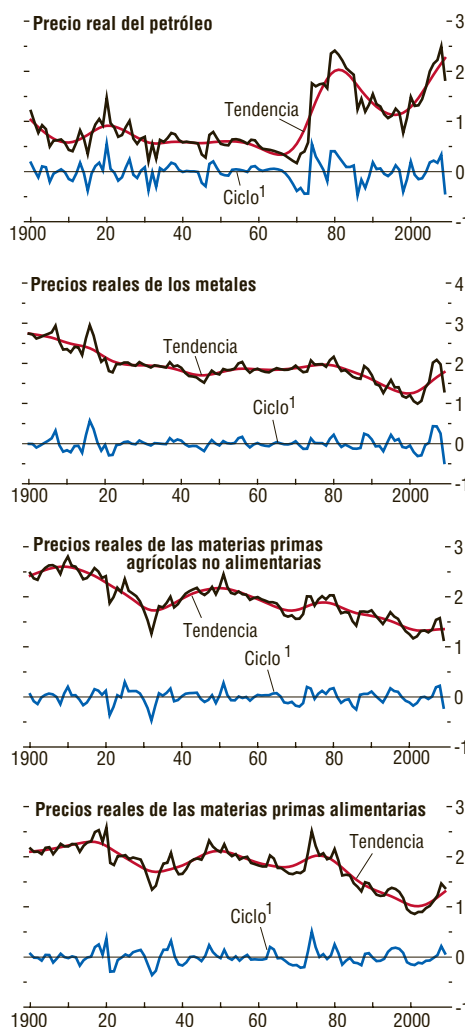
vencimiento de los contratos de futuros. En otras palabras, la volatilidad de los futuros a más largo plazo debería reflejar en gran medida la volatilidad de la visión que tienen los mercados del componente de tendencia.

Como se muestra en el primer cuadro, la volatilidad del precio de los futuros es menor que la de los precios al contado en el caso de cuatro importantes materias primas: petróleo crudo, aluminio, cobre y trigo. En el horizonte a un año, por ejemplo, la relación entre la volatilidad de los futuros y la volatilidad de los precios al contado oscila entre 0,6 en el caso del trigo y alrededor de 0,9 en el del cobre. No obstante, aunque se reduce en función del vencimiento de los contratos de futuros, esa relación sigue siendo relativamente alta. Aun en el horizonte de cinco años, la volatilidad de los futuros se ubica igualmente en torno a la mitad de la volatilidad de los precios al contado³, y en los últimos años esa volatilidad

³No se dispone de contratos a cinco años en el caso del trigo.

Tendencias y ciclos de los precios de las materias primas

(En logaritmos; según el índice de precios al consumidor de Estados Unidos)



Fuentes: Grilli y Yang (1998); Pfaffenzeller, Newbold y Rayner (2007); Bloomberg; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Desviaciones con respecto a la tendencia (en logaritmos).

relativa del precio de los futuros ha aumentado. Estos resultados implican que las fluctuaciones del componente tendencial explican una proporción sustancial de las fluctuaciones del precio de las materias primas. De ellos también

Recuadro 1.5 (continuación)**Índice de acierto de las previsiones de precios basadas en diferenciales de futuros¹**

	Petróleo crudo ²	Aluminio ²	Cobre ²	Trigo ³
Futuros a 12 meses⁴				
1990:M1–2008:M11	0,84 [0,00]			
1998:M1–2008:M11	0,81 [0,00]	0,88 [0,00]	0,93 [0,00]	0,65 [0,00]
Futuros a 24 meses⁴				
1998:M1–2008:M11	0,87 [0,00]	0,88 [0,00]	0,89 [0,00]	0,68 [0,00]

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

¹Fracción de períodos en los cuales el diferencial futuros-contado predijo correctamente el sentido de las variaciones reales de precios durante los siguientes 12 o 24 meses, respectivamente. Los valores que figuran entre corchetes denotan la significación estadística de los índices de acierto (véanse los detalles en el texto).

²Bolsa Mercantil de Nueva York (NYMEX).

³Bolsa de Comercio de Chicago (CBOT).

⁴Última observación del mes.

se infiere que los niveles actuales de los componentes de tendencia (expuestos en el primer gráfico), que siguen siendo relativamente altos pese a las recientes correcciones de los precios, están sujetos a un grado considerable de incertidumbre.

¿Cuán fiables son las señales de la curva de los futuros?

Una cuestión conexas es si la pendiente de la curva de los futuros de materias primas constituye una señal útil para conocer la dirección de las variaciones futuras de los precios de esos bienes. Los datos referidos a anteriores caídas de la economía mundial indican que la respuesta sería afirmativa.

Durante períodos de debilidad de la demanda mundial y de disminución de los precios al contado, las curvas de los futuros presentaban típicamente una pendiente ascendente, lo que implica que se espera que los precios se recuperen en la fase alcista del ciclo⁴. Esa constelación de precios de contado

⁴Hay otras razones por las cuales las curvas de los futuros pueden tener una pendiente parcial o total-

actuales y esperados para el futuro también ofrece un incentivo para que la acumulación de existencias absorba el exceso de oferta (producción menos consumo) de materias primas, situación que con frecuencia se observa cuando cae la actividad. La razón es que la expectativa de un alza futura de los precios y la rentabilidad resultante de esa apreciación representan un incentivo para acumular existencias durante un descenso de la economía, ya que otros beneficios (por ejemplo, por motivos precautorios) tienden a decrecer en el margen al aumentar las existencias⁵.

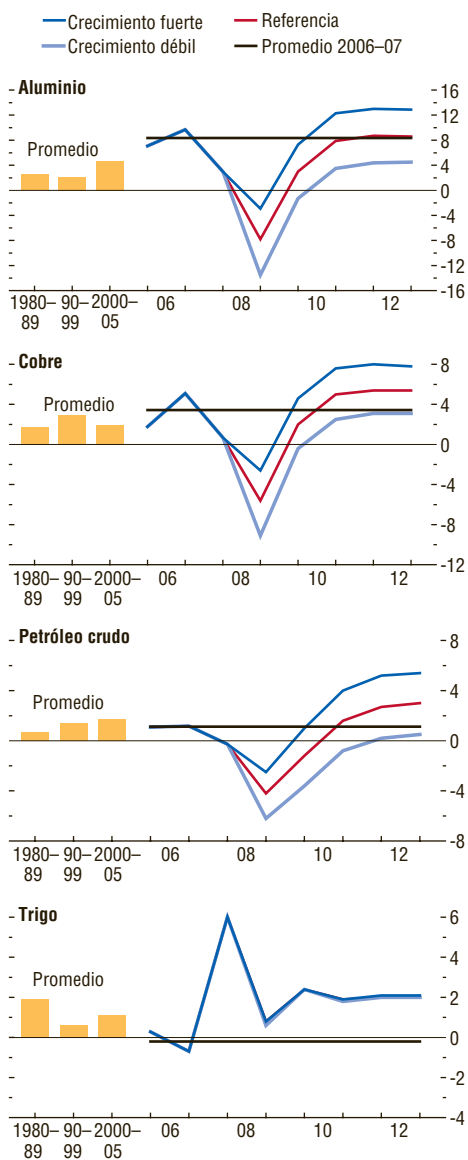
Para evaluar la fiabilidad de las predicciones que se extraen de la pendiente de la curva de los futuros, se computó un índice de éxito de las previsiones del precio del crudo, el aluminio, el cobre y el trigo a partir de los actuales diferenciales de los futuros a 12 y 24 meses (segundo cuadro)⁶. Ese índice mide con qué frecuencia esos diferenciales entre los precios a futuro y al contado predicen correctamente qué dirección seguirán las variaciones reales de los precios correspondientes a esas cuatro materias primas. Así, en un horizonte de 12 meses, el diferencial actual del Petróleo Intermedio de Texas (WTI, por sus siglas en inglés) predijo correctamente las variaciones futuras de los precios en el 84% de las veces. Típicamente, esos índices son estadísticamente significativos, es decir, predicen el sentido de las variaciones más a menudo que en el caso de que el precio de los futuros no tuviera significación a la hora de predecir los futuros precios al contado. En resumen, la actual constelación de “contango” brinda señales útiles para prever una recuperación cíclica del precio de las materias primas.

mente ascendente, entre ellas una mayor inflación futura o las expectativas de escasez de oferta.

⁵Véase en Pindyck (2001), entre otros estudios, un análisis de la dinámica de las existencias y los precios de las materias primas.

⁶Véase Pesaran y Timmermann (1992).

Proyecciones de aumento de la demanda de las principales materias primas¹
(Variación porcentual anual)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Los gráficos muestran el aumento proyectado de la demanda suponiendo que no hay variaciones de precios. El escenario de referencia se basa en las proyecciones de crecimiento regional presentadas en la edición de abril de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*; los escenarios de crecimiento fuerte y débil suponen trayectorias de crecimiento del PIB con ± 1 desviación estándar alrededor del escenario de referencia.

¿Cuándo se recuperará la demanda de las materias primas?

Considerando las razones para prever un retorno de los altos precios de las materias primas desde una perspectiva fundamental, la pregunta clave es si la interacción de los factores de oferta y de demanda determinará nuevamente condiciones de mercado de restricción de la oferta y, en ese caso, con qué rapidez. Dado que la demanda se ubica hoy por debajo de la producción y las existencias están en alza, esto dependerá en buena medida de las perspectivas de la demanda. Aunque el lado de la oferta también importa, es menos probable que constituya una restricción en las etapas iniciales de la próxima expansión mundial. El motivo es que, a pesar de la postergación de algunos gastos de capital, especialmente en nuevos proyectos, es probable que la inversión disminuya solo en forma gradual. El gasto en grandes proyectos de inversión que han estado en marcha desde hace algún tiempo continuará, dados los altos costos que entrañan las demoras, o lo que es más, la cancelación de los proyectos. Como resultado, aunque los productores quizá procuren recortar el producto real —lo que podría limitar la baja de los precios— la capacidad seguirá aumentando al profundizarse la caída económica. En una recuperación mundial, la capacidad excedente y las existencias pueden entonces absorber un alza de la demanda en las primeras etapas, y los aumentos de precios reflejarán ante todo el repunte cíclico de los costos y los márgenes en lugar de la renta derivada de las limitaciones de capacidad.

Para evaluar las perspectivas de la demanda, se estimaron ecuaciones dinámicas simples de la demanda respecto de las mismas cuatro materias primas previamente analizadas: aluminio, cobre, petróleo crudo y trigo⁷. Esas

⁷Las ecuaciones incluyen el PIB real, el precio relativo de la materia prima, el consumo rezagado de ese producto y variables ficticias que captan los quiebres estructurales.

Recuadro 1.5 (conclusión)

ecuaciones se utilizaron luego para predecir la demanda conforme al supuesto de que los precios se mantienen en sus actuales niveles bajos en tres escenarios de crecimiento mundial: el escenario de referencia de *Perspectivas de la economía mundial* y dos escenarios alternativos, correspondientes a un crecimiento alto y bajo (crecimiento con desviación estándar de uno por encima o por debajo de la tasa del escenario de referencia). Para reflejar la heterogeneidad entre los países, se estimaron ecuaciones respecto de tres grupos diferentes de países: las economías avanzadas, las principales economías emergentes y las economías en desarrollo —Brasil, China, Rusia e India— y otras economías emergentes y en desarrollo.

Los resultados obtenidos a partir de datos anuales correspondientes a 1970–2008 indicarían lo siguiente:

- Entre las cuatro materias primas consideradas, la demanda de aluminio y de cobre es la que responde con mayor fuerza a las variaciones del PIB, siendo la elasticidad de ingreso típicamente superior a uno. En el caso del crudo, la elasticidad de ingreso es menor que la correspondiente a los metales y típicamente inferior a uno. En el caso del trigo, esa elasticidad es virtualmente igual a cero en todos los grupos de países. Desde la perspectiva de la demanda, las condiciones del mercado deberán por lo tanto endurecerse primero en los mercados de metales.
- El modelo predice que, manteniéndose los precios sin cambios, el crecimiento de la demanda de aluminio repuntará hasta alcanzar en 2010 las altas tasas medias de 2006–07 en los escenarios de alto crecimiento y de

referencia (segundo gráfico). En el escenario de bajo crecimiento, que representaría una caída más prolongada de la economía mundial, el crecimiento de la demanda se mantendría por debajo del promedio de 2006–07 hasta 2013 inclusive.

- En el caso del cobre y del crudo, el crecimiento medio durante 2006–07 se alcanzaría nuevamente en 2011 en el escenario de referencia y de aquí a 2010 en el de alto crecimiento. En el escenario de bajo crecimiento, el aumento de la demanda también se mantendría por debajo de las tasas medias registradas recientemente hasta 2013 inclusive.
- Una comparación de la trayectoria implícita de la demanda de petróleo con estimaciones de la capacidad permite inferir que, en el escenario de fuerte crecimiento, la capacidad excedente caería nuevamente al nivel medio de 3 millones de barriles diarios del período 1989–2008 de aquí a 2010 y alcanzaría los mínimos recientes en 2011. En el escenario de referencia, la capacidad excedente disminuiría de forma más gradual.
- El modelo predice que la demanda de trigo se mantendrá relativamente pujante en cualquier escenario, lo que indica que sus precios pueden seguir siendo altos durante toda la fase descendente de la economía.

En síntesis, los escenarios destacan cómo la fortaleza de la demanda depende de la oportunidad y el dinamismo de una recuperación mundial. Si esta se produce tardía o pausadamente, el repunte de la demanda será lento, y es improbable que las restricciones de capacidad ejerzan una presión al alza sobre los precios antes de 2012–13.

representa un incentivo para la acumulación de inventarios.

Se prevé que los precios de las materias primas se mantendrán moderados en tanto la actividad económica mundial siga desacelerándose, pero que luego repuntarán cuando haya señales

más definidas de una recuperación. Existe algún potencial al alza resultante de un repliegue de la oferta, especialmente debido a los recortes de la producción en los mercados menos competitivos o a condiciones meteorológicas desfavorables, ya que los niveles de inventarios de algunos de

los principales alimentos básicos son todavía bajos según los parámetros históricos. Entre los riesgos a la baja, aunque las fuertes caídas de la demanda de materias primas ya se reflejan en los valores actuales, los precios tenderían a caer más si la caída de la economía mundial es mucho más profunda de lo previsto.

Un interrogante crucial es si los precios de las materias primas se recuperarán en el mediano plazo. Tal como se analiza en el recuadro 1.5, los principales factores que han sustentado los altos precios de las materias primas en los últimos años —los continuados y rápidos aumentos de la demanda por parte de las economías emergentes y la necesidad de recurrir a fuentes de suministro más costosas— tenderán a resurgir en el contexto de una recuperación mundial sostenida. Aun así, es poco probable que los precios vuelvan rápidamente a los muy altos niveles observados en 2007 o en el primer semestre de 2008. No se prevé que el crecimiento mundial se recupere pronto con la velocidad alcanzada en 2003–07 porque la crisis financiera tendrá efectos duraderos en el crédito y los flujos de capital. La capacidad excedente ha aumentado rápidamente, y es probable que haya nueva capacidad que entre en funcionamiento, de lo que cabe inferir que la necesidad de incorporar más capacidad surgirá más tarde y más gradualmente que lo anteriormente supuesto.

Mercados petroleros

Entre los principales mercados primarios de materias primas, los petroleros han sido los más afectados por el rápido descenso de la actividad económica mundial desde el tercer trimestre de 2008 y el fuerte deterioro de las perspectivas mundiales a corto plazo. Tras alcanzar un máximo histórico (en términos nominales y reales) de \$143 el barril el 11 de julio, los precios se derrumbaron a alrededor de \$38 a fin de diciembre¹³. Desde entonces, en general los precios se han estabilizado en un rango de \$40–\$50,

registrándose algunos repuntes recientes por fuera de ese rango (gráfico 1.17, cuarto panel).

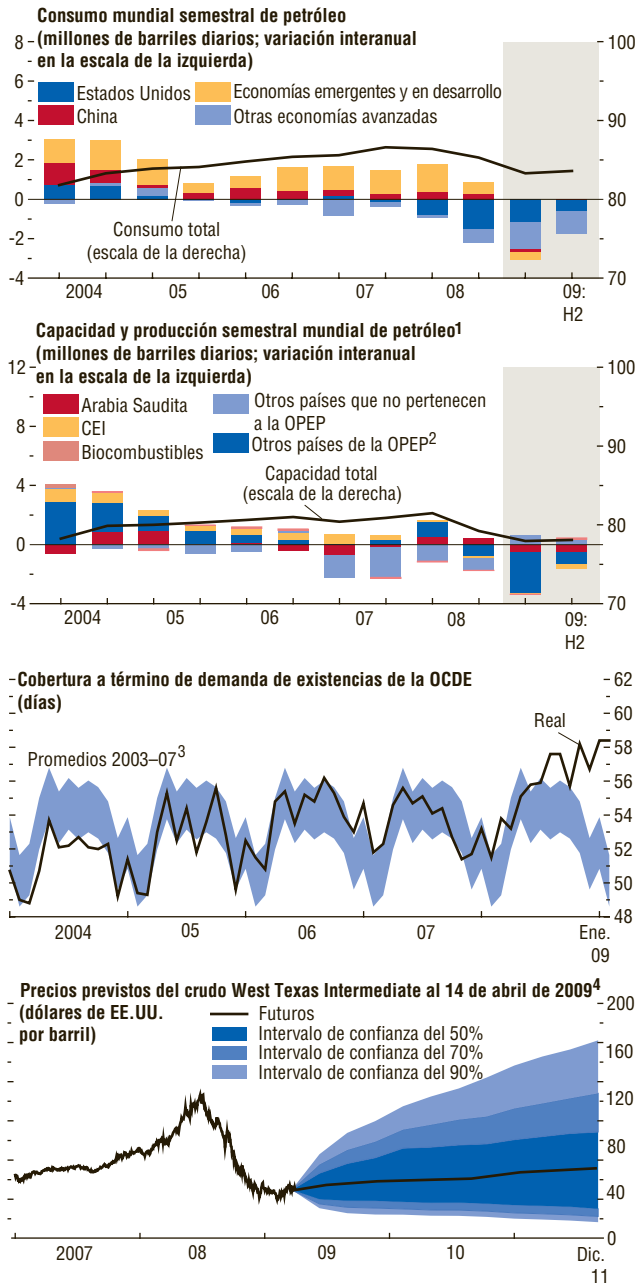
El vuelco de los precios del petróleo el año pasado coincidió con un viraje de la demanda mundial (cuadro 1.3). Aunque el consumo había aumentado en unos 0,8 millones de barriles diarios (mbd) en el primer semestre de 2008 (variación interanual), cambió de tendencia en el tercer trimestre y cayó 2,2 mbd (interanual) en el cuarto trimestre. En términos anuales, la demanda mundial de petróleo cayó en 0,4 mbd en 2008, la primera baja desde comienzos de la década de 1980, frente a un aumento esperado de 1 mbd solo unos nueve meses atrás. La disminución de la demanda mundial de petróleo fue totalmente atribuible a su fuerte desaceleración en las economías avanzadas (una caída de 1,7 mbd en comparación con 0,4 mbd el año anterior), particularmente en Estados Unidos (1,2 mbd) y en Japón (0,4 mbd). La demanda de petróleo en las economías emergentes y en otras economías en desarrollo siguió aumentando durante 2008, aunque a un ritmo decreciente en todas las regiones excepto Oriente Medio.

Aunque el crecimiento de la demanda se desaceleró en 2008, hasta el tercer trimestre del año inclusive la producción se situó marcadamente por encima de los niveles registrados en 2007, en gran medida debido a la mayor producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). En términos anuales, la producción petrolera mundial se incrementó en 0,9 mbd en 2008, lo que equivale al doble del aumento registrado al año anterior.

En 2008, la producción de los países que no pertenecen a la OPEP nuevamente resultó inferior al nivel proyectado. A diferencia de los últimos años, cuando la producción simplemente se desaceleraba, el volumen producido por estos países de hecho disminuyó durante todo 2008 en relación con los niveles registrados en 2007, ya que las caídas observadas en el Mar del Norte y en México no estuvieron compensadas por una mayor producción en otras regiones, al languidecer la inversión en términos reales.

¹³Salvo indicación en contrario, los precios del petróleo se refieren a los precios medios del petróleo de entrega inmediata del FMI, que es un promedio simple de los precios de las variedades WTI, Brent y Dubai Fateh.

Gráfico 1.18. Evolución del mercado mundial de petróleo



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Agencia Internacional de Energía, Agencia de Información sobre Energía del Departamento de Energía de Estados Unidos; y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ CEI es la Comunidad de Estados Independientes. OPEP es la Organización de Países Exportadores de Petróleo.

² Incluye líquidos de gas natural de la OPEP.

³ La banda se basa en promedios de cada mes calendario durante 2003-07 y un intervalo de confianza del 40% basado en desviaciones durante este período.

⁴ Obtenidos de las opciones de futuros.

La producción de la OPEP fue de unos 1,2 mbd por encima de los niveles del año anterior hasta el tercer trimestre de 2008 inclusive. Posteriormente, la OPEP resolvió reducir las cuotas de producción ante el menor dinamismo de la demanda, por un total de 4,2 mbd al día para enero de 2009. Aunque los recortes de producción se implementaron a partir de octubre, el impacto en la producción medido en el cuarto trimestre fue relativamente pequeño (-0,6 mbd). Para marzo de 2009, la reducción de la producción de la OPEP respecto del nivel de septiembre tomado como base se estimó en 4,0 mbd, equivalente a 95% del volumen fijado como objetivo. En el pasado, la tasa de cumplimiento luego de seis meses era de aproximadamente 66%. Considerando estas bajas de la producción, y la entrada en funcionamiento de tanta capacidad nueva en 2008, la capacidad excedente de la OPEP se estimaba en 6,7 mbd en marzo, casi el doble del nivel medio de los últimos 10 años.

Al crecer la producción y caer la demanda, el balance entre oferta y demanda cambió de manera decisiva en 2008. En promedio, la oferta superó la demanda por 0,7 mbd, lo que implica una sustancial acumulación de inventarios a nivel mundial. Según los datos reales, los inventarios de los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) comenzaron a aumentar sensiblemente en el segundo semestre de 2008, especialmente en Estados Unidos (gráfico 1.18, tercer panel). Como consecuencia de la distensión de esta distensión de las condiciones generales del mercado (véase más abajo), la curva de precios de los futuros ha pasado del patrón usual de mercado invertido (*backwardation*) a una situación de fuerte contango, consistente con la presencia de incentivos para acumular existencias.

Las perspectivas de los precios a corto plazo dependen de la interacción entre las probables caídas adicionales tanto de la demanda como de la oferta. En términos anuales, la Agencia Internacional de Energía prevé que la demanda mundial disminuirá alrededor de 2,4 mbd en 2009, en gran medida debido a nuevas bajas

Cuadro 1.3. Demanda y producción mundial de petróleo por regiones

(Millones de barriles diarios)

	2003-06 Promedio	2007	2008	2009 Proy.	2007 S2	Porcentaje de variación interanual						
						2008		2007	2008	2009 Proy.	2008	
						S1	S2				S1	S2
Demanda												
OCDE ¹	49,4	49,2	47,5	45,3	49,4	48,1	47,0	-0,8	-3,4	-4,9	-1,9	-4,8
América del Norte	25,2	25,5	24,3	23,3	25,5	24,7	23,9	0,4	-4,8	-4,2	-3,4	-6,3
<i>de la cual</i>												
Estados Unidos	20,9	21,0	19,9	19,0	20,2	19,5	19,5	0,0	-5,6	-4,4	-7,3	-3,7
Europa	15,6	15,3	15,2	14,6	15,5	15,0	15,4	-2,4	-0,6	-4,0	0,0	-1,1
Pacífico	8,6	8,3	8,0	7,3	8,3	8,3	7,7	-1,6	-3,8	-8,9	-0,6	-7,1
No OCDE	33,5	36,9	38,2	38,3	37,1	38,2	38,1	3,8	3,5	-0,1	4,3	2,7
<i>de la cual</i>												
China	6,5	7,5	7,9	7,8	7,6	7,9	7,8	4,6	4,3	-0,8	5,0	3,6
Otros países de Asia	8,7	9,3	9,4	9,4	9,2	9,6	9,1	2,8	1,4	-0,6	3,8	-1,1
Antigua Unión Soviética	3,9	4,1	4,2	4,1	4,2	4,1	4,3	1,6	2,3	-2,9	2,4	2,2
Oriente Medio	5,8	6,5	6,9	7,2	6,6	6,8	7,0	4,7	6,4	2,5	5,9	6,8
África	2,8	3,1	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,8	2,1	0,9	2,4	1,8
América Latina	5,0	5,6	5,9	5,9	5,7	5,8	6,0	5,4	4,4	-0,1	5,1	3,8
Mundo	82,8	86,0	85,7	83,4	86,5	86,3	85,1	1,1	-0,4	-2,8	0,8	-1,6
Producción												
OPEC (composición actual) ²	33,6	34,9	35,9	—	35,3	36,0	35,8	-0,9	3,0	—	4,7	1,4
<i>de la cual</i>												
Arabia Saudita	10,2	10,0	10,4	—	10,1	10,4	10,4	-4,4	4,2	—	5,4	3,0
Nigeria	2,5	2,3	2,2	—	2,4	2,1	2,2	-4,8	-7,9	—	-8,0	-7,9
Venezuela	2,8	2,6	2,6	—	2,6	2,6	2,6	-7,8	-1,2	—	-0,5	-2,0
Iraq	1,8	2,1	2,4	—	2,2	2,4	2,4	9,9	14,0	—	23,9	5,5
No OPEP	49,8	50,7	50,6	50,3	50,5	50,8	50,3	0,8	-0,2	-0,7	-0,2	-0,3
<i>de la cual</i>												
América del Norte	14,4	14,3	13,9	13,9	14,2	14,1	13,8	0,1	-2,3	0,1	-1,7	-2,8
Mar del Norte	5,4	4,6	4,4	3,9	4,5	4,4	4,3	-5,0	-4,8	-10,7	-5,5	-4,1
Rusia	9,4	10,1	10,0	9,7	10,1	10,0	10,0	2,4	-0,8	-2,5	-0,8	-0,9
Otro países de la antigua Unión Soviética	2,1	2,7	2,8	2,8	2,7	2,9	2,7	12,1	2,5	1,5	6,5	-1,6
Otros países no OPEP	18,6	19,1	19,5	19,9	19,1	19,4	19,6	0,4	2,3	1,6	1,7	2,9
Mundo	83,4	85,5	86,5	—	85,8	86,8	86,1	0,1	1,1	—	1,8	0,4
Demanda neta³	-0,6	0,5	-0,8	—	0,7	-0,5	-1,0	—	—	—	—	—

 Fuentes: *Oil Market Report*, Agencia Internacional de Energía (marzo de 2009); y cálculos del personal técnico del FMI.

¹OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

²Incluye Angola (sujeto a cuotas desde enero de 2007) y Ecuador (reincorporado a la OPEP en noviembre de 2007, tras haber suspendido su pertenencia desde diciembre de 1992 hasta octubre de 2007).

³La demanda neta es la diferencia entre demanda y producción. Incluye una diferencia estadística. Un valor positivo indica una contracción de los saldos del mercado.

de la demanda de los países de la OCDE. Si se mantuviesen los niveles de producción de marzo de 2009 durante todo 2009, la producción de la OPEP sería unos 3,2 mbd menor que los promedios de 2008. Es probable que la oferta de los países que no pertenecen a la OPEP disminuya levemente en 2009, ya que los bajos precios del petróleo no solo han reforzado los incentivos para demorar o diferir el gasto de inversión sino que también han reducido los incentivos para

gastar en mantenimiento de los yacimientos (necesario para retrasar su declinación natural). La oferta total tenderá por lo tanto a caer más que la demanda, y se prevé un resurgimiento de la estrechez del mercado petrolero en 2009. Al principio, los altos niveles de inventarios darán cierto margen de protección, pero este efecto no durará. Como resultado, se prevé que los precios se estabilizarán y aumentarán en forma moderada durante el segundo semestre de 2009.

A mediano plazo, los precios del petróleo tenderán a recuperarse aún más, aunque no cabe esperar un rápido retorno a los niveles récord registrados en la primera mitad de 2008, dadas las perspectivas de un crecimiento más moderado en las economías emergentes y en desarrollo durante la próxima etapa de expansión económica mundial. Las limitaciones de la oferta en el sector petrolero, no obstante, podrían surgir antes que en el caso de otras materias primas no renovables, dados los efectos adversos que ejercen la crisis del mercado financiero y los bajos precios del petróleo en los gastos de capital¹⁴. Aunque la reducción de la inversión y del gasto de mantenimiento constituye una tendencia general en todo el espectro de las materias primas no renovables, sus consecuencias para la capacidad petrolera pueden ser más graves debido a las tasas relativamente altas de declinación de los yacimientos observadas en los últimos años. Por lo tanto, se requiere un nivel adecuado de gasto de inversión y mantenimiento para sostener la capacidad de producción actual.

Otros precios de la energía

La caída de la economía también afectó a otros mercados energéticos. Al final de 2008 el precio del carbón había caído más del 50% respecto del máximo alcanzado en julio (gráfico 1.19, panel superior), debido a la menor demanda para la generación eléctrica y la producción de acero en todo el mundo. Por el lado de la oferta, los principales productores de carbón han comenzado a recortar la producción, pero los inventarios continúan en aumento.

Los precios del gas natural han seguido tendencias diferentes entre las principales regiones. En Estados Unidos, cayeron más del 50% con respecto a los máximos registrados a mediados de 2008. Aunque el consumo residencial se sostuvo debido a las temperaturas más bajas, la demanda de la industria y del sector eléctrico se debilitó significativamente. Ante la robustez de la oferta y

las menores exportaciones a Asia, las existencias de gas natural de Estados Unidos crecieron por encima de sus recientes promedios quinquenales. Los precios del gas natural de Europa, en cambio, continuaron en alza durante el segundo semestre de 2008, como reflejo de perturbaciones de la oferta resultantes de los conflictos entre Rusia y Ucrania en un contexto caracterizado por una capacidad limitada de almacenamiento e importaciones de gas natural licuado.

Precios de los metales

Luego de trepar a máximos sin precedentes en el segundo trimestre de 2008, los precios de los metales bajaron rápidamente durante el segundo semestre de 2008, cayendo los precios de los metales más importantes —aluminio, cobre y níquel— a más de la mitad de sus valores máximos (gráfico 1.19, segundo panel). Los precios de ciertos metales se han recuperado en parte, particularmente el cobre y el zinc, cuyos precios subieron más del 20% durante el primer trimestre de 2009. Pero los precios de otros metales bajaron, observándose una caída de los precios del aluminio de más del 10% durante el mismo período.

La abrupta desaceleración de la producción industrial y de la construcción en las principales economías emergentes —particularmente China, el mayor consumidor de los metales más importantes— ha golpeado duramente la demanda de metales (gráfico 1.19, tercer panel). Por el lado de la oferta, los precios que se aproximan a los costos marginales o caen por debajo de estos y las condiciones crediticias más restrictivas han inducido a los productores a reducir la producción y la inversión. No obstante, el repliegue de la oferta fue más lento que la caída de la demanda, por lo cual los inventarios de metales se duplicaron en 2008 en relación con los niveles observados el año anterior (gráfico 1.19, panel inferior).

Precios de los alimentos

Los precios de los alimentos cayeron 34% en el segundo semestre de 2008, principalmente los del maíz, la soja, y los aceites comestibles (gráfico 1.20, panel superior). En cuanto a las demás

¹⁴En el recuadro 1.5 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial* se analizan las razones de la lenta respuesta de la oferta a los altos precios del petróleo alcanzados durante el reciente auge.

materias primas excluidos los combustibles, las caídas de precios reflejaron no solo la desaceleración de la demanda sino también los menores costos de la energía. Asimismo, las mejores condiciones de oferta de los principales granos y oleaginosas fueron un factor clave (gráfico 1.20, segundo panel). Esto fue producto de una mayor superficie cultivada y de una mejora del rendimiento por hectárea en respuesta a los altos precios anteriores (gráfico 1.20, tercer panel). El rendimiento por hectárea se potenció gracias al uso de semillas de mejor calidad y de fertilizantes y a condiciones meteorológicas más favorables, particularmente en países que son grandes productores de trigo como Rusia y Ucrania.

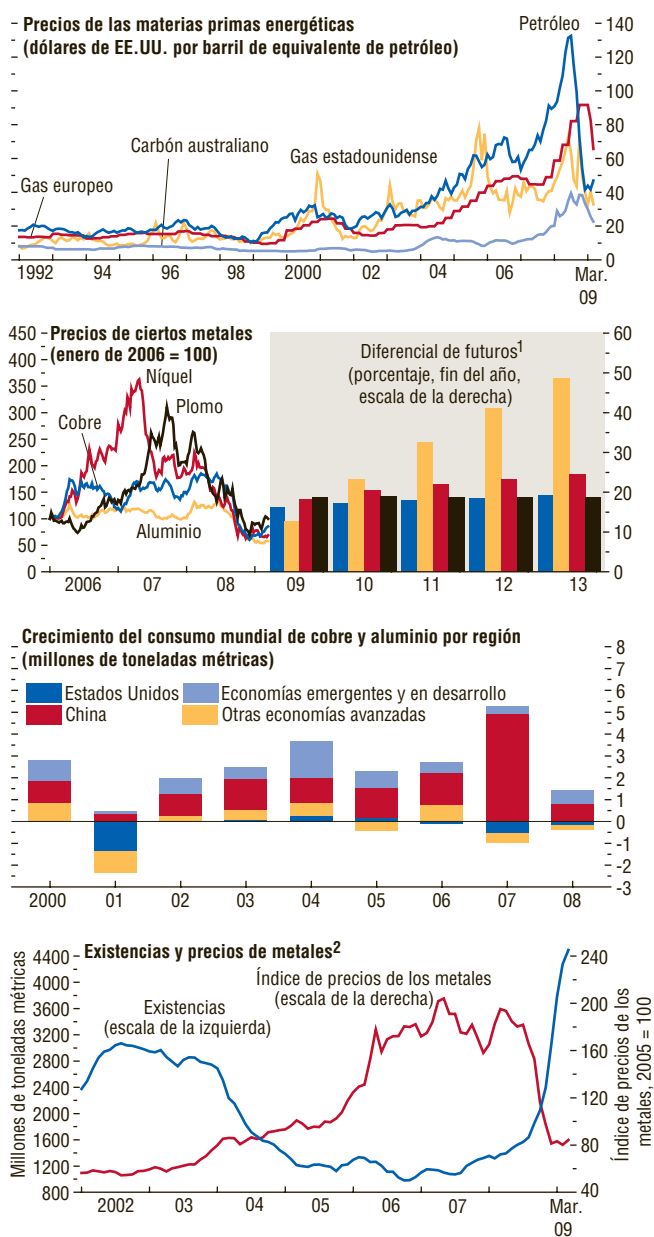
Existe la preocupación de que la baja de precios y la turbulencia financiera haya afectado las perspectivas por el lado de la oferta en el segundo semestre de 2008. Ante la menor demanda de las economías emergentes, la reducción de la producción de biocombustibles al caer la demanda de gasolina, la baja de los precios de la energía y la falta de financiamiento suficiente en un contexto de condiciones crediticias más restrictivas, los productores agrícolas de todo el mundo habrían reducido la superficie cultivada y el uso de fertilizantes (gráfico 1.20, panel inferior). Por ejemplo, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos prevé que la superficie plantada combinada de los ocho principales cultivos del país disminuirá 2,8% (interanual) durante la cosecha 2009-10. Al mismo tiempo, las existencias de los alimentos básicos principales, como el trigo, están aún en niveles relativamente bajos. Estos factores de la oferta deberían compensar parcialmente la presión a la baja que ejerce el deterioro de la demanda durante la desaceleración de la economía.

Apéndice 1.2. Gráfico de abanico del crecimiento mundial

El autor de este apéndice es Prakash Kannan, contó con la colaboración de Murad Omoev.

Desde la edición de abril de 2006 de *Perspectivas de la economía mundial*, las proyecciones del

Gráfico 1.19. Evolución de los mercados de metales y energía

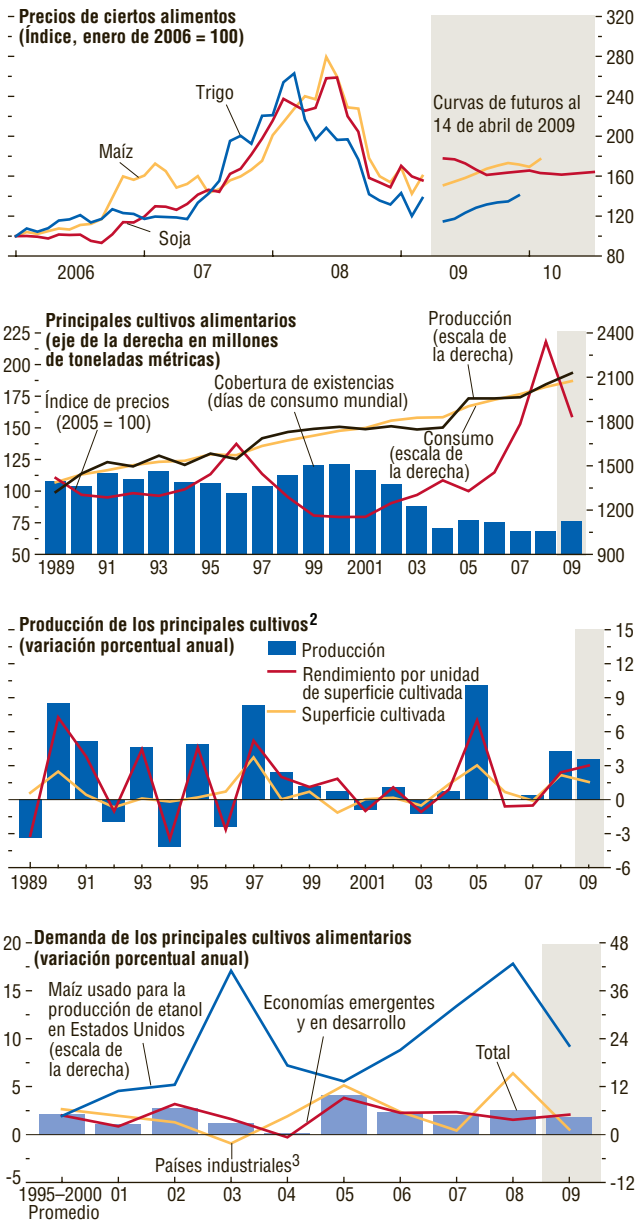


Fuentes: Bloomberg Financial Markets; World Bureau of Metal Statistics; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Diferencial entre el precios de futuros de final de año y el precio de contado disponible más reciente (30 de enero de 2009) en porcentaje.

² Las existencias se refieren a la suma de las reservas mundiales de cobre, aluminio, estaño, cinc, níquel y plomo observadas por la Bolsa de Metales de Londres. El precio se refiere a un índice compuesto de esos metales.

Gráfico 1.20. Evolución reciente de los mercados de los principales cultivos alimentarios¹



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Departamento de Agricultura de Estados Unidos; y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Los principales cultivos alimentarios son maíz, arroz, trigo y soja.

²El rendimiento por unidad de superficie cultivada incluye el maíz, arroz y trigo.

³Se excluye el maíz utilizado para la producción de etanol en Estados Unidos.

crecimiento mundial se han acompañado con de un gráfico de abanico, que ilustra los intervalos de confianza correspondientes a las proyecciones del escenario de referencia para el final del año y el año siguiente. El gráfico de abanico sirve principalmente como un dispositivo de comunicación visual que aborda las tres preguntas siguientes:

- ¿Cuál es la previsión del escenario de referencia para el año en curso y los años futuros?
- ¿Qué nivel de incertidumbre rodea a la previsión?
- ¿Hacia dónde se inclinan los riesgos?

La proyección de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*, sin embargo, no se basa en un único modelo formal, sino más bien en un conjunto de modelos, complementados con las estimaciones fundamentadas de los economistas del FMI encargados del análisis de cada país. Por ello, las proyecciones no están naturalmente vinculadas a indicadores convencionales de los intervalos de confianza. A fin de imponer un mayor grado de objetividad a la construcción del gráfico de abanico, se modificó la metodología existente para permitir la incorporación de la información contenida en los indicadores de mercado que tienen una fuerte vinculación con el nivel de actividad económica mundial. Una vez agregada, esta información es utilizada para graficar el grado de incertidumbre y el balance de riesgos relativos al crecimiento mundial. En este apéndice se presenta un breve panorama de la nueva metodología, así como una evaluación de la lectura actual de los indicadores de mercado con respecto a los riesgos que rodean los pronósticos de crecimiento mundial¹⁵.

Las fuentes de información utilizadas para medir la evaluación que hace el mercado de los riesgos comprenden desde mediciones basadas en encuestas, como las que proporciona Consensus Economics, hasta otras basadas en el mercado, como el precio de las opciones sobre acciones y materias primas. Consensus Economics encuesta cada mes a más de 25 institucio-

¹⁵Véase un análisis más detallado en Elekdag y Kannan (2009).

nes acerca de sus previsiones con respecto a los indicadores macroeconómicos básicos de un amplio conjunto de países. La varianza y el sesgo de la distribución de las previsiones sirven como variables representativas del grado de incertidumbre así como del balance de riesgos. Más allá del hecho de que esos datos son fáciles de obtener, el uso de mediciones basadas en encuestas tiene la ventaja adicional de proporcionar valores cuantitativos de la distribución de los riesgos relacionados con las variables macroeconómicas cuando no existen mercados activos vinculados directamente con estas. Aparte de los datos basados en encuestas, en la nueva metodología también se ha incorporado información contenida implícitamente en el precio de las opciones sobre acciones y materias primas¹⁶.

Para construir bandas de incertidumbre alrededor de las previsiones del escenario de referencia con respecto al crecimiento mundial, deben formularse supuestos acerca de la distribución subyacente del crecimiento mundial, y el conjunto de factores de riesgo que son de mayor interés inmediato. Al igual que en la versión anterior del gráfico de abanico, un supuesto práctico es que tanto el crecimiento mundial como los factores de riesgo fundamentales se extraen de una función de distribución normal de dos partes¹⁷. La distribución normal de dos partes es ampliamente utilizada por los bancos centrales para la construcción de gráficos de abanico porque ofrece la ventaja de una función de densidad sencilla de computar y la posibilidad de incorporar asimetrías (véase, por ejemplo, Britton, Fisher y Whitley, 1998). La asimetría de la distribución permite

determinar el balance de riesgos ilustrado en el gráfico.

Se consideran tres conjuntos de variables macroeconómicas para representar los factores de riesgos clave cuantificables asociados con las perspectivas de crecimiento mundial. Se utilizan los datos de encuesta o del precio de las opciones respecto de estas variables para construir distribuciones de probabilidad a un año para dichas variables. La varianza y el sesgo de estas distribuciones, junto con la relación entre las variables y el crecimiento del PIB real mundial, se utilizan entonces para construir los intervalos de confianza alrededor de las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* respecto del crecimiento del PIB real mundial. Los tres conjuntos de variables abarcan 1) las condiciones financieras, 2) el riesgo de precios del petróleo y 3) el riesgo de inflación. Las condiciones financieras se representan mediante el diferencial entre plazos (medido como la tasa de interés a largo plazo menos la tasa a corto plazo) y el rendimiento del índice Standard & Poor's (S&P) 500. Los datos del mercado financiero son naturalmente prospectivos, y por lo tanto pueden brindar información útil acerca de las perspectivas de crecimiento. Un aumento de la volatilidad del precio de los activos, por ejemplo, es un signo de una mayor incertidumbre y tiende a vincularse con una evolución menos favorable del crecimiento. La pendiente de la curva de rendimiento ha sido un factor de predicción fiable de las recesiones porque incorpora las expectativas sobre la política monetaria y la inflación futuras, que a su vez brindan información acerca de las perspectivas de crecimiento hacia el futuro (véase Estrella y Mishkin, 1996). Como resultado, el riesgo de un descenso de la pendiente del diferencial entre plazos es indicativo de un riesgo a la baja. Entretanto, el factor de riesgo del precio del petróleo recoge los riesgos que conlleva la proyección de precios del petróleo formulada en el escenario de referencia, que sirve como insumo fundamental para definir las proyecciones de crecimiento de cada país. Por último, el riesgo de inflación

¹⁶En Bahra (1997) se presenta una encuesta apropiada que cubre la base teórica para diversas metodologías con las que se extraen distribuciones de probabilidad de los datos referidos al precio de las opciones así como algunas aplicaciones útiles.

¹⁷La distribución normal de dos partes se forma combinando dos mitades de dos distribuciones normales que tienen varianzas diferentes pero comparten la misma media. Véase en John (1982) un resumen de sus principales propiedades.

se caracteriza por una dinámica de precios altos o volátiles, que podría dar lugar a energéticas medidas de restricción monetaria y de ese modo deprimir el crecimiento.

Con la información sobre la distribución de los tres conjuntos de variables macroeconómicas luego se grafica el crecimiento del PIB real a partir de relaciones econométricas. La elasticidad estimada del crecimiento mundial con respecto a las estimaciones estandarizadas del diferencial entre plazos, el rendimiento del índice S&P 500, la inflación y el precio del petróleo es de 0,35, 0,15, -0,4 y -0,35, respectivamente.

Los pronósticos de inflación compilados por Consensus Economics con respecto a Estados Unidos, la zona del euro, Japón y varios mercados emergentes importantes fueron utilizados para obtener información acerca del riesgo de inflación. El cálculo de los factores de riesgo correspondientes al diferencial entre plazos y al precio del petróleo se realiza de manera análoga. En el caso del diferencial entre plazos, sin embargo, solo se usan datos sobre la pendiente de las curvas de rendimiento de Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y Alemania¹⁸. Por último, el balance de riesgos relativo al factor de riesgo del mercado accionario se obtiene estimando la función de distribución del rendimiento de las acciones incorporado en los datos sobre las opciones de compra del índice S&P 500¹⁹.

En los anteriores gráficos de abanico presentados en *Perspectivas de la economía mundial*

¹⁸La distribución de los pronósticos del precio del petróleo se obtuvo de Bloomberg Financial Markets, extrayéndose información sobre la función de densidad de probabilidad a partir del precio de las opciones en el caso de las densidades del rendimiento del petróleo que presentan formas de características peculiares. No obstante, recientes estudios realizados por el personal técnico del FMI en los que se imponen más restricciones a la forma de la densidad han arrojado resultados promisorios y serán utilizados como una medida alternativa en el futuro.

¹⁹Se utilizó el estimador restringido no paramétrico introducido en el estudio de Ait-Sahalia y Duarte (2003) para estimar la densidad neutra al riesgo del rendimiento del índice S&P 500.

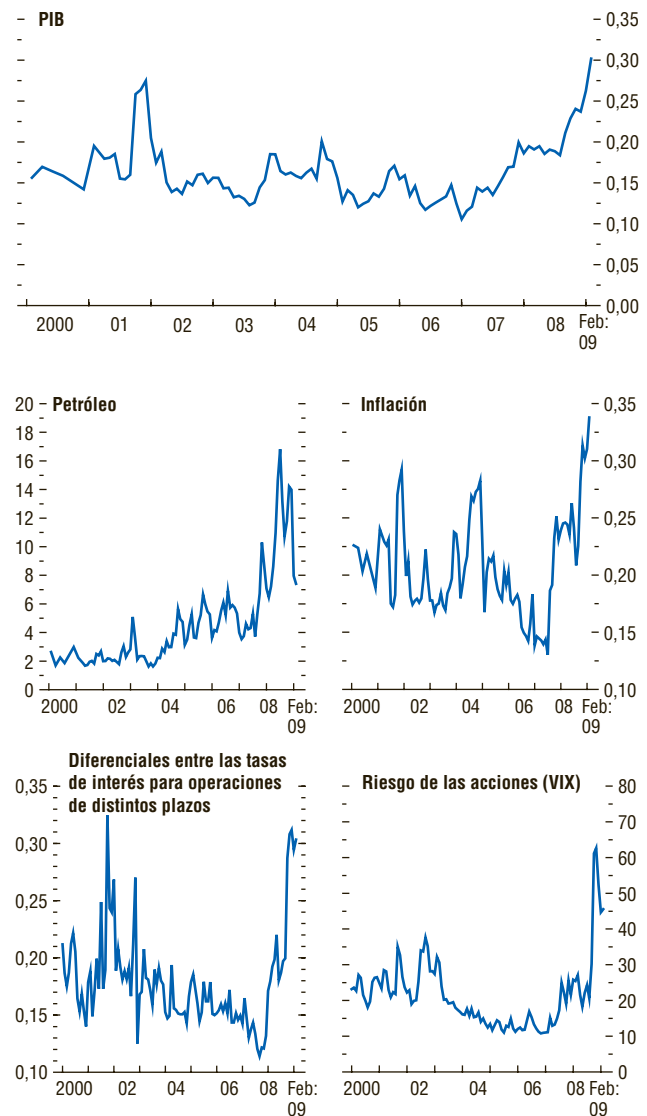
se utilizaron errores históricos de pronóstico para las proyecciones del crecimiento mundial en los horizontes a uno y a dos años como medida del grado de incertidumbre del escenario de referencia para construir la distribución normal de dos partes. En principio, esta medida de la incertidumbre del escenario de referencia podría ser posteriormente aumentada o reducida según el nivel de desviación estándar de los factores de riesgo en relación con sus niveles históricos. Una forma alternativa de incorporar variaciones del grado de incertidumbre en relación con el error histórico de pronóstico, y que se aplica en el presente enfoque, es mediante una agregación de la dispersión de los pronósticos del PIB real relativos a los países individualmente considerados. Comparando la dispersión de estos pronósticos de crecimiento de cada país con sus valores históricos, es posible obtener un indicador de la incertidumbre acerca del crecimiento mundial. En varios estudios, como los de Kannan y Kohler-Geib (2009) y de Prati y Sbracia (2002), se observa que la dispersión de los pronósticos de crecimiento es un factor de predicción significativo de las crisis financieras.

La actual distribución de los pronósticos del crecimiento del PIB en las principales economías, así como los relativos a los factores de riesgo identificados, muestra una dispersión mucho más alta en comparación con los últimos años, lo que indica un mayor grado de incertidumbre vinculado a la proyección del escenario de referencia que el observado históricamente (gráfico 1.21). En la construcción del gráfico de abanico (gráfico 1.10), el aumento de la dispersión de los pronósticos de crecimiento, en relación con el promedio de los últimos 10 años, se traduce en una mayor varianza de la distribución de las proyecciones del crecimiento mundial al aumentar proporcionalmente los errores históricos de pronóstico a uno y a dos años. En este caso en particular, la desviación estándar de la distribución fue incrementada en alrededor del 80% respecto de su promedio histórico.

Los indicadores del mercado también pueden emplearse para obtener información sobre el balance de los riesgos que rodean las previsiones del escenario de referencia. La medición del sesgo constituye un indicador de la dirección y el grado de desequilibrio de la distribución de los pronósticos de la encuesta o de la distribución de las variaciones futuras de precios esperadas implícitas en los precios de las opciones. Según su lectura más reciente, los indicadores del balance de riesgos relativos a las condiciones financieras, los mercados accionarios, la inflación y los precios del petróleo apuntan en forma acumulativa a un riesgo a la baja del crecimiento mundial (gráfico 1.22). El sesgo negativo de las previsiones relativas a la pendiente de la curva de rendimientos y el sesgo negativo implícito en los precios de las opciones del índice S&P 500 indican que las condiciones de los mercados financieros continuarán sometidas a tensiones. El sesgo negativo de la distribución de los pronósticos de inflación refleja en parte el margen limitado existente para adoptar nuevas medidas de distensión monetaria. Por su parte, los indicadores de mercado de los riesgos vinculados con los shocks de precios del petróleo en el año siguiente parecen estar más o menos en equilibrio, con un sesgo ligeramente positivo.

Con la incorporación de los indicadores de mercado en la construcción del gráfico de abanico se avanza hacia el uso de un análisis objetivo como punto de partida para medir el balance de riesgos y el nivel de incertidumbre que conlleva la proyección del crecimiento mundial en el escenario de referencia. Desde este punto de partida, no obstante, puede agregarse luego un elemento de estimación subjetiva fundamentada a fin de incorporar otros factores de riesgo importantes. De hecho, como se muestra explícitamente en el gráfico 1.21, se introduce un factor adicional de estimación discrecional relacionado con el balance de riesgos global vinculado a las proyecciones de crecimiento mundial para este año y el siguiente. Dicho factor tiene por objeto recoger algunos de los

Gráfico 1.21. Dispersión de los pronósticos del PIB y de ciertos factores de riesgo¹



Fuentes: Consensus Economics; Bloomberg Financial Markets; Chicago Board Options Exchange; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ La serie del PIB y la inflación mide la dispersión (desviación estándar) de los pronósticos del PIB y la inflación, respectivamente, de las economías del G-7, Brasil, India, China y México, teniendo en cuenta los pronósticos de covarianza. La serie del diferencial entre tasas de interés para operaciones de distintos plazos mide la dispersión de los pronósticos de ese diferencial (rendimiento del bono del gobierno a 10 años menos tasa de interés a tres meses) en Estados Unidos, el Reino Unido, Alemania y Japón. La serie del precio del petróleo mide la dispersión de los pronósticos del precio del petróleo a un año. Por último, la serie del riesgo de las acciones es la serie VIX, que mide la volatilidad implícita del índice S&P 500.

Cuadro 1.4. Flujos mundiales subyacentes de mercancías

(Porcentaje del PIB mundial)

Importador	Exportador							Importaciones totales
	Estados Unidos	Japón	Zona del euro	Economías emergentes de Asia	América Latina	Economías emergentes de Europa	Resto del mundo	
Estados Unidos	—	0,27	0,50	1,04	0,57	0,04	1,26	3,68
Japón	0,11	—	0,09	0,44	0,04	0,01	0,43	1,14
Zona del euro	0,33	0,14	—	0,76	0,18	0,59	1,74	3,74
Asia emergente	0,41	0,61	0,43	—	0,15	0,05	1,36	3,15
América Latina	0,42	0,06	0,15	0,18	—	0,01	0,16	1,07
Europa emergente	0,03	0,03	0,74	0,16	0,01	—	0,41	1,40
Resto del mundo	0,82	0,20	1,88	1,02	0,17	0,34	—	4,38
Exportaciones totales	2,12	1,31	3,78	3,36	1,06	1,04	4,66	—

 Fuente: FMI, *Direction of Trade Statistics*.

riesgos destacados en el texto del capítulo que no se prestan fácilmente a la cuantificación.

Apéndice 1.3. Supuestos utilizados en el escenario pesimista

El autor de este apéndice es Dirk Muir.

El escenario a la baja presentado en el capítulo se elaboró utilizando un modelo macroeconómico mundial, el Modelo Económico Mundial del Instituto Nacional (NIGEM), basado en una diversidad de supuestos. Un componente fundamental del escenario son los efectos de desbordamiento de una región a otra. Estos se basan en los flujos de comercio bilateral esbozados en el cuadro 1.4.

A partir de la información contenida en el cuadro, el modelo descompone el deterioro adicional del crecimiento del producto que se produce en este escenario, en relación con el escenario de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*, entre los efectos de desbordamiento internacional y los efectos de los shocks internos en cada región (cuadro 1.5). Se consideran tres tipos de shocks internos: 1) un aumento de las tensiones financieras que agrava la restricción del crédito; 2) la profundización de las correcciones en los mercados de la vivienda, que comprime la inversión residencial y el consumo privado, y 3) grandes bajas del precio de las acciones, lo que implica

Cuadro 1.5. Factores que explican la disminución adicional del crecimiento del producto en 2009–10

Estados Unidos		Zona del euro	
Disminución adicional	*	Disminución adicional	*
Efectos de desbordamiento internacional	63%	Efectos de desbordamiento internacional	48%
Factores internos:		Factores internos:	
Financieros	**	Financieros	**
Vivienda	**	Vivienda	**
Mercados bursátiles	*	Mercados bursátiles	*
Japón		Economías emergentes de Asia	
Disminución adicional	*	Disminución adicional	**
Efectos de desbordamiento internacional	61%	Efectos de desbordamiento internacional	78%
Factores internos:		Factores internos:	
Financieros	**	Financieros	*
Vivienda	*	Vivienda	*
Mercados bursátiles	*	Mercados bursátiles	**
América Latina		Economías emergentes de Europa	
Disminución adicional	**	Disminución adicional	***
Efectos de desbordamiento internacional	40%	Efectos de desbordamiento internacional	41%
Factores internos:		Factores internos:	
Financieros	**	Financieros	***
Vivienda	*	Vivienda	***
Mercados bursátiles	**	Mercados bursátiles	*

Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI; y simulaciones del Modelo Económico Mundial del Instituto Nacional.

“Disminución adicional” es un promedio ponderado de los efectos de desbordamiento internacional y los shocks de la demanda interna. “Efectos de desbordamiento internacional” es el porcentaje de la disminución atribuibles a los vínculos comerciales internacionales.

***es un shock severo, en comparación con el escenario de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*.

**es un shock moderado, en comparación con el escenario de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*.

*es un shock leve, en comparación con el escenario de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*.

un menor consumo privado. Cada uno de esos shocks se aplica a cada región en tres diferentes grados de intensidad —leve, moderada o severa— en relación con las previsiones de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*.

Tómese el caso de Estados Unidos. Los efectos de desbordamiento internacional en este caso explican el 63% del nuevo deterioro del PIB durante 2009 y 2010. El 37% restante se atribuye a los shocks vinculados con la demanda interna. Hay shocks moderados adicionales que afectan los sectores financiero e inmobiliario y otro shock de intensidad leve en los mercados accionarios. Si a esto se suman los efectos de desbordamiento internacional, la profundización de la contracción económica de Estados Unidos es relativamente leve.

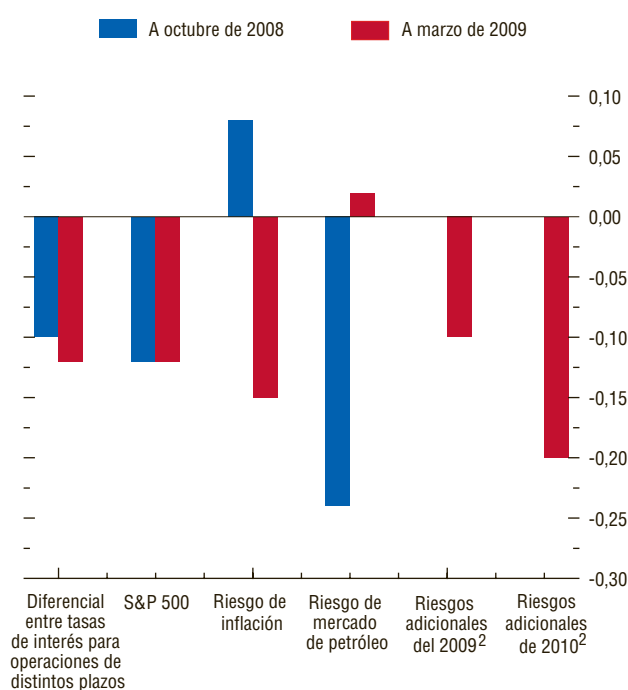
En resumen, las caídas de intensidad leve, en relación con el escenario de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*, son las que se proyectan para Estados Unidos, la zona del euro y Japón. Los países emergentes de Asia y América Latina enfrentan un deterioro moderado, predominando en el caso de los primeros los efectos de desbordamiento internacional. Las economías emergentes de Europa sufren una profundización severa de contracción económica, que es impulsada por grandes shocks en el sector financiero y el mercado de la vivienda y en la cual el mercado accionario interviene solo con un efecto leve.

Por último, hay dos shocks mundiales. En primer lugar, el volumen del comercio mundial disminuye, en promedio, 10% y 15% en 2009 y 2010, en relación con las previsiones de referencia. En segundo lugar, el precio del petróleo baja un 15% adicional en 2009, hasta situarse 20% por debajo del nivel del escenario de referencia a fin de 2010.

Referencias

- Ait-Sahalia, Yacine, y Jefferson Duarte, 2003, “Non-parametric Option Pricing under Shape Restrictions”, *Journal of Econometrics*, vol. 116, págs. 9–47.
- Altman, Edward I., 1968, “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate

Gráfico 1.22. Balance de riesgos relacionados con ciertos factores de riesgo¹
(Puntos porcentuales)



Fuentes: Consensus Economics; Bloomberg Financial Markets; y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Las barras muestran el sesgo de cada factor de riesgo en función de la distribución de los pronósticos de los analistas o la distribución implícita de los precios de las opciones.

² Los riesgos adicionales representan una estimación discrecional sobre la magnitud del impacto de riesgos adicionales no cuantificables destacados en el texto principal.

- Bankruptcy”, *Journal of Finance*, vol. 23, No. 4 (septiembre), págs. 589–609.
- Bahra, Bhupinder, 1997, “Implied Risk-neutral Probability Density Functions From Option Prices: Theory and Application”, Bank of England Working Paper No. 66 (Londres: Banco de Inglaterra).
- Bernanke, Ben S., 2005, “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”, discurso pronunciado en la Conferencia Sandridge, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 14 de abril.
- , 2009, “The Crisis and the Policy Response”, discurso pronunciado en la Conferencia Stamp, London School of Economics, Londres, Inglaterra, 13 de enero.
- Blanchard, Olivier, Francesco Giavazzi y Filipa Sa, 2005, “International Investors, the U.S. Current Account, and the Dollar”, *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, págs. 1–49.
- Britton, Erik, Paul Fisher y John Whitley, 1998, “The Inflation Report Projections: Understanding the Fan Chart”, Bank of England *Quarterly Bulletin* (febrero), págs. 30–37.
- Caballero, Ricardo, Emmanuel Farhi y Pierre-Olivier Gourinchas, 2008, “An Equilibrium Model of ‘Global Imbalances’ and Low Interest Rates”, *American Economic Review*, vol. 98, No. 1 (marzo), págs. 358–93.
- Caballero, Ricardo, y Arvind Krishnamurthy, 2008, “Global Imbalances and Financial Fragility”, inédito.
- Cashin, Paul, y C. John McDermott, 2002, “The Long-Run Behavior of Commodity Prices: Small Trends and Big Variability”, *IMF Staff Papers*, vol. 49, No. 2, págs. 175–99 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , y Alasdair Scott, 2002, “Booms and Slumps in World Commodity Prices”, *Journal of Development Economics*, vol. 69 (octubre), págs. 277–96.
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones, 2008, “What Happens during Recessions, Crunches, and Busts?”, IMF Working Paper 08/274 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Clinton, Kevin, Marianne Johnson, Ondra Kamenik y Douglas Laxton, de próxima publicación, “Assessing Deflation Risks in the G3 Economies under Alternative Monetary and Fiscal Policies”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Cooper, Richard N., 2008, “Global Imbalances: Globalization, Demography, and Sustainability”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, No. 3, págs. 93–112.
- Cuddington, John T., 2007, “Calculating Long-Term Trends in the *Real* Real Prices of Primary Commodities: Deflator Adjustment and the Prebisch-Singer Hypothesis”, CSM Working Paper (Boulder, Colorado: Colorado School of Mines).
- de Larosière Group, 2009, “The High-Level Group on Financial Supervision in the EU” (Bruselas, 25 de febrero).
- Decressin, Jörg, y Douglas Laxton, 2009, “Gauging Risks for Deflation”, IMF Staff Position Note 09/01 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Dooley, Michael, David Folkerts-Landau y Peter Garber, 2004, “The U.S. Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap”, NBER Working Paper No. 10727 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Elektdag, Selim, y Prakash Kannan, 2009, “Taking Apart the Fan Chart” (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Estrella, Arturo, y Frederic S. Mishkin, 1996, “The Yield Curve as a Predictor of U.S. Recessions”, *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 2, No. 7, págs. 1–6.
- Faruqee, Hamid, y Jaewoo Lee, 2008, “Global Dispersion of Current Accounts: Is the Universe Expanding?”, estudio presentado en la 2006 American Economic Association Meetings.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2007, Press Release 07/72 on the Conclusion of Multilateral Consultations (Washington).
- , 2009a, “Initial Lessons of the Crisis”, IMF Policy Paper (Washington). Disponible en www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315.
- , 2009b, “Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF”, IMF Policy Paper. Disponible en www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315.
- , 2009c, “Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy”, IMF Policy Paper. Disponible en www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315.
- , 2009d, “Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management”, IMF Policy Paper. Disponible en www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315.
- , 2009e, “The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis”, IMF Policy Paper. Disponible en www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf.

- , 2009f, “Stocktaking of the G-20 Responses to the Global Banking Crisis”, IMF Staff Note (Washington, 19 de marzo). Disponible en www.imf.org/external/np/g20/031909b.htm.
- , de próxima publicación, “India’s Corporate Sector: Coping with the Global Financial Tsunami”, *India: Selected Issues*, IMF Country Report (Washington).
- Grilli, Enzo, y Maw Cheng Yang, 1988, “Primary Commodity Prices, Manufactured Goods Prices, and the Terms of Trade of Developing Countries: What the Long Run Shows”, *The World Bank Economic Review*, vol. 2, No. 1, págs. 1–47.
- Group of 30, 2009, “Financial Reform: A Framework for Financial Stability” (Washington: The Group of Thirty).
- John, S., 1982, “The Three-Parameter Two-Piece Normal Family of Distributions and Its Fitting”, *Communications in Statistics—Theory and Methods*, vol. 11, págs. 879–85.
- Kannan, Prakash, y Frederike Kohler-Geib, 2009, “The Uncertainty Channel of Contagion” (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lane, Philip R., y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004”, IMF Working Paper 06/69 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Milesi-Ferretti, Gian Maria, 2008, “Fundamentals at Odds? The U.S. Current Account Deficit and the Dollar”, *Economic Notes*, Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, vol. 37, No. 3, págs. 259–81.
- , 2009, “Changing Fortunes”, *Finance and Development*, vol. 46, No. 1 (marzo), págs. 20–22.
- Obstfeld, Maurice, y Kenneth Rogoff, 2005, “Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments”, *Brookings Papers on Economic Activity: I*, págs. 67–123.
- , 2007, “The Unsustainable U.S. Current Account Deficit Revisited”, en *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, Richard H. Clarida, compilador (Chicago: University of Chicago Press), págs. 339–66.
- Pesaran, M. Hashem, y Allan Timmermann, 1992, “A Simple Nonparametric Test of Predictive Performance”, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 10, No. 4 (octubre), págs. 561–65.
- Pfaffenzeller, Stephan, Paul Newbold y Anthony Rayner, 2007, “A Short Note on Updating the Grilli and Yang Commodity Price Index”, *The World Bank Economic Review*, vol. 21, No. 1, págs. 151–63.
- Pindyck, Robert S., 1999, “The Long-Run Evolution of Energy Prices”, *Energy Journal*, vol. 20, No. 2 (abril), págs. 1–27.
- , 2001, “The Dynamics of Commodity Spot and Futures Markets: A Primer”, *Energy Journal*, vol. 22, No. 3 (agosto), págs. 1–29.
- Prati, Alessandro, y Massimo Sbracia, 2002, “Currency Crises and Uncertainty About Fundamentals”, IMF Working Paper 02/3 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Spilimbergo, Antonio, Steven Symansky, Olivier Blanchard y Carlo Cottarelli, 2008, “Fiscal Policy for the Crisis”, IMF Staff Position Note 08/01 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- U.S. Treasury and Federal Reserve, 2008, “Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities, as of June 30, 2007” (Nueva York: Banco de la Reserva Federal de Nueva York), abril.

En este capítulo se analiza cómo la crisis mundial afecta a las diversas regiones de la economía mundial. Estados Unidos está en el epicentro de la crisis, en medio de una grave recesión resultante de una contracción del crédito, fuertes caídas de los precios de las viviendas y las acciones y un alto grado de incertidumbre. Esos tres shocks también están afectando, en diversa medida, al resto del mundo. Asia tenía una escasa exposición a los activos vinculados a las hipotecas de Estados Unidos, pero está siendo perjudicada seriamente por el desplome del comercio mundial, dada su fuerte dependencia de la exportación de manufacturas. En Europa, como en Estados Unidos, el sistema financiero ha sufrido un duro golpe y están intensificándose las correcciones en el mercado de la vivienda, mientras que la producción industrial está siendo afectada por una pronunciada baja de la demanda de bienes duraderos. Debido a su gran dependencia de las entradas de capital para ayudar a que el ingreso se equipare con los niveles de los países occidentales, tanto las economías emergentes de Europa como las de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) sufren graves perjuicios, a los que se suma en muchas de estas últimas el desplome de los precios de las materias primas. América Latina y el Caribe sintieron las repercusiones de la crisis a través de los canales comerciales y financieros, intensificadas por la caída de precios de las materias primas. Las economías de Oriente Medio se ven afectadas principalmente por la baja de los precios de la energía, y las mejoras arduamente logradas por las economías de África corren riesgos debido al derrumbe de los precios de las materias primas y a una potencial disminución de los flujos de ayuda.

Estados Unidos lucha contra el núcleo financiero de la crisis

La mayor crisis financiera desde la Gran Depresión ha colocado a Estados Unidos en un grave proceso recesivo. A pesar de las importantes reducciones de las tasas de interés de política monetaria, el crédito es excepcionalmente

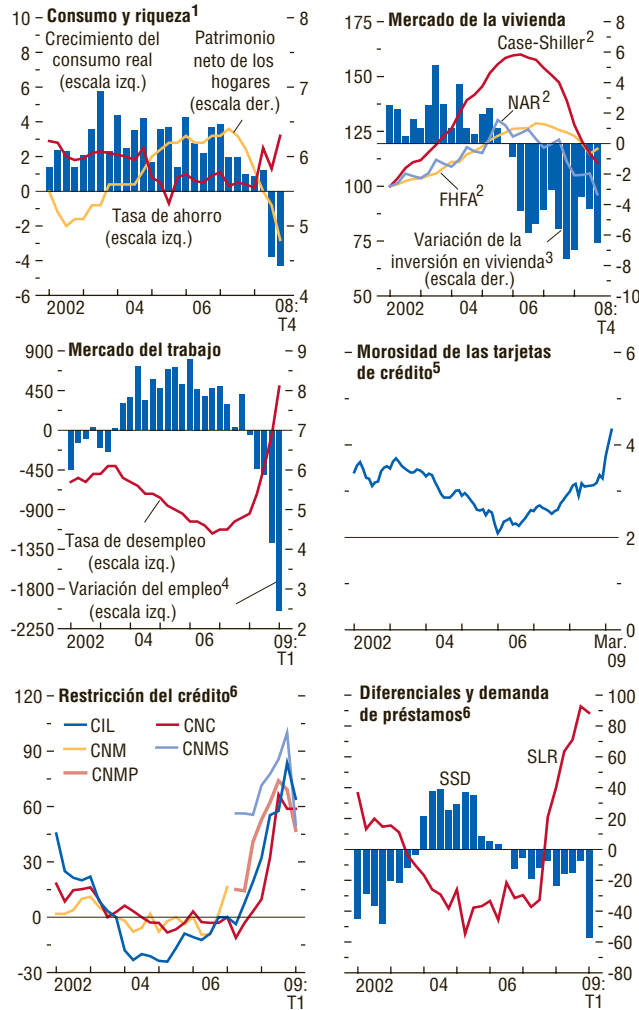
costoso y difícil de obtener para muchos hogares y empresas, lo que refleja la existencia de graves tensiones en las instituciones financieras. Además, los hogares sufren grandes pérdidas de riqueza por la caída del valor de sus viviendas y de sus activos financieros (recuadro 2.1), perspectivas de obtener ganancias mucho menores y un alto grado de incertidumbre acerca de la seguridad en el empleo, todo lo cual ha llevado a la confianza de los consumidores a mínimos sin precedentes. Estos shocks han deprimido el consumo; la tasa de ahorro de los hogares, que había caído durante dos décadas, ha crecido fuertemente de alrededor del ¼% un año atrás a más del 4% en febrero de 2009 (gráfico 2.1).

El avance hacia la normalización de las condiciones financieras ha sido mucho más lento que lo previsto hace unos meses. Los mercados financieros se han estabilizado un tanto desde la quiebra de Lehman Brothers y el rescate de American International Group (AIG) en septiembre, pero siguen sometidos a fuertes tensiones, a pesar de la adopción de medidas oficiales sin precedentes. Los mercados interbancarios siguen inestables, y los diferenciales se mantienen muy por encima de sus niveles normales. Pese a haberse registrado cierto alivio en las últimas semanas, los mercados accionarios siguen todavía ubicándose más del 40% por debajo de sus niveles máximos, porque las perspectivas económicas se han ensombrecido y las acciones de instituciones financieras se han visto castigadas por fuertes pérdidas y dudas acerca de la solvencia de las entidades. El dólar se ha fortalecido significativamente, como resultado de una huída hacia la seguridad que ofrecen los bonos públicos, ya que otras economías están ahora más profundamente atrapadas en la crisis.

El PIB real se contrajo 6,3% en el cuarto trimestre de 2008 y, según se desprende de datos recientes, sufrió otra baja sustancial en el primer trimestre de 2009. Se han observado algunas

Gráfico 2.1. Estados Unidos: El foco de la crisis

La disminución de la riqueza, las condiciones restrictivas en los mercados de crédito y la mayor incertidumbre con respecto a la estabilidad en el empleo están frenando la demanda privada. Las bajas en el producto y el empleo están haciendo que disminuyan los reembolsos de los préstamos. El deterioro de los balances de los bancos está restringiendo el acceso al crédito, lo cual repercute en la inversión y el consumo privados.



Fuentes: Haver Analytics; Fitch Ratings; Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹El crecimiento del consumo real y la tasa de ahorro se expresan en porcentaje; el patrimonio neto de los hogares es una razón del ingreso disponible.

²Índice: 2002:T1 = 100. National Association of Realtors (NAR) es la asociación nacional de agentes inmobiliarios; promedio móvil de tres meses de la variación porcentual en 12 meses; Federal Housing Finance Agency (FHFA) es el organismo federal de financiamiento de la vivienda.

³Variación porcentual trimestral.

⁴Variación trimestral del total de las nóminas no agrícolas, en miles.

⁵Índice Fitch de morosidad de las principales tarjetas de crédito.

⁶Todas las series se obtuvieron de la encuesta Senior Loan Officer Survey. CIL: Bancos que restringen los préstamos comerciales e industriales a las empresas grandes; CNC: Bancos que endurecen las normas de crédito de las tarjetas de crédito de consumo; CNM: Bancos que endurecen las normas de crédito de las hipotecas para personas físicas; CNMS: Bancos que endurecen las normas de crédito de las hipotecas de alto riesgo para personas físicas; CNMP: Bancos que endurecen las normas de crédito de las hipotecas de primera calidad para personas físicas; SSD: Porcentaje neto de encuestados nacionales que indican una mayor demanda de créditos comerciales e industriales para empresas pequeñas; SLR: Porcentaje neto de encuestados nacionales que aumentan los diferenciales de las tasas de interés de los préstamos sobre el costo de los fondos de los bancos para las empresas pequeñas.

señales tentativas de una mejora en la actitud de las empresas y cierta consolidación de la demanda de los consumidores, pero el empleo ha seguido cayendo rápidamente y, con 5,1 millones de puestos de trabajo perdidos desde diciembre de 2007, la tasa de desempleo se elevó al 8,5% en marzo.

La política monetaria fue distendida rápidamente para hacer frente al deterioro de la situación económica, y las tasas de política monetaria están ahora cercanas a cero. Pero las perturbaciones de los mercados de crédito socavan la eficacia de los recortes de las tasas. Dado que el margen para adoptar más medidas convencionales de política monetaria está prácticamente agotado, la Reserva Federal ha actuado con decisión y energía desde el tercer trimestre del año pasado, recurriendo a canales alternativos para distender las condiciones crediticias, y está dispuesta no solo a modificar la composición de su balance, sino también a ampliarlo drásticamente. Se ha creado una amplia variedad de nuevos servicios para garantizar que fluya el crédito a través del sistema financiero, inclusive mediante una reactivación de los mercados en los que se negocian valores respaldados por una amplia variedad de activos basados en créditos de consumo¹. A mediados de marzo, la Reserva Federal anunció planes para comprar títulos del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo e incrementar su compra de valores con garantía hipotecaria respaldados por entidades públicas, así como obligaciones emitidas por estas últimas.

Se proyecta que la economía se contraerá 2,8% en 2009, aunque la tasa de caída se moderaría a partir del segundo trimestre a medida que la distensión fiscal sustente la demanda de consumo y se aminore el ritmo de ajuste de las existencias (cuadro 2.1). Sujeto al estímulo fiscal (equivalente a alrededor del 5% del PIB) en 2009-11, la continuación de una política de distensión

¹La Reserva Federal ha creado una línea de crédito (TALF, por sus siglas en inglés) que le permite otorgar préstamos a plazo sin recurso a quienes inviertan en valores respaldados por una variada serie de préstamos de consumo (por ejemplo, préstamos para la compra de automóviles y préstamos estudiantiles), otorgando en definitiva tanto liquidez como protección frente a pérdidas por préstamos.

Cuadro 2.1. PIB real, precios al consumidor y desempleo en las economías avanzadas¹*(Variación porcentual anual y porcentaje de la población activa)*

	PIB real				Precios al consumidor				Desempleo			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Economías avanzadas	2,7	0,9	-3,8	0,0	2,2	3,4	-0,2	0,3	5,4	5,8	8,1	9,2
Estados Unidos	2,0	1,1	-2,8	0,0	2,9	3,8	-0,9	-0,1	4,6	5,8	8,9	10,1
Zona del euro ²	2,7	0,9	-4,2	-0,4	2,1	3,3	0,4	0,6	7,5	7,6	10,1	11,5
Alemania	2,5	1,3	-5,6	-1,0	2,3	2,8	0,1	-0,4	8,4	7,3	9,0	10,8
Francia	2,1	0,7	-3,0	0,4	1,6	3,2	0,5	1,0	8,3	7,8	9,6	10,3
Italia	1,6	-1,0	-4,4	-0,4	2,0	3,5	0,7	0,6	6,1	6,8	8,9	10,5
España	3,7	1,2	-3,0	-0,7	2,8	4,1	0,0	0,9	8,3	11,3	17,7	19,3
Países Bajos	3,5	2,0	-4,8	-0,7	1,6	2,2	0,3	1,1	3,2	2,8	4,1	5,0
Bélgica	2,6	1,1	-3,8	0,3	1,8	4,5	0,5	1,0	7,5	6,8	9,5	10,5
Grecia	4,0	2,9	-0,2	-0,6	3,0	4,2	1,6	2,1	8,3	7,6	9,0	10,5
Austria	3,1	1,8	-3,0	0,2	2,2	3,2	0,5	1,3	4,4	3,8	5,4	6,2
Portugal	1,9	0,0	-4,1	-0,5	2,4	2,6	0,3	1,0	8,0	7,8	9,6	11,0
Finlandia	4,2	0,9	-5,2	-1,2	1,6	3,9	1,0	1,1	6,8	6,4	8,5	9,3
Irlanda	6,0	-2,3	-8,0	-3,0	2,9	3,1	-0,6	1,0	4,5	6,1	12,0	13,0
República Eslovaca	10,4	6,4	-2,1	1,9	1,9	3,9	1,7	2,3	11,0	9,6	11,5	11,7
Eslovenia	6,8	3,5	-2,7	1,4	3,6	5,7	0,5	1,5	4,9	4,5	6,2	6,1
Luxemburgo	5,2	0,7	-4,8	-0,2	2,3	3,4	0,2	1,8	4,4	4,4	6,8	6,0
Chipre	4,4	3,7	0,3	2,1	2,2	4,4	0,9	2,4	3,9	3,7	4,6	4,3
Malta	3,6	1,6	-1,5	1,1	0,7	4,7	1,8	1,7	6,4	5,8	6,9	7,6
Japón	2,4	-0,6	-6,2	0,5	0,0	1,4	-1,0	-0,6	3,8	4,0	4,6	5,6
Reino Unido ²	3,0	0,7	-4,1	-0,4	2,3	3,6	1,5	0,8	5,4	5,5	7,4	9,2
Canadá	2,7	0,5	-2,5	1,2	2,1	2,4	0,0	0,5	6,0	6,2	8,4	8,8
Corea	5,1	2,2	-4,0	1,5	2,5	4,7	1,7	3,0	3,3	3,2	3,8	3,6
Australia	4,0	2,1	-1,4	0,6	2,3	4,4	1,6	1,3	4,4	4,3	6,8	7,8
Taiwan, provincia china de	5,7	0,1	-7,5	0,0	1,8	3,5	-2,0	1,0	3,9	4,1	6,3	6,1
Suecia	2,6	-0,2	-4,3	0,2	1,7	3,3	-0,2	0,0	6,1	6,2	8,4	9,6
Suiza	3,3	1,6	-3,0	-0,3	0,7	2,4	-0,6	-0,3	2,5	2,7	3,9	4,6
Hong Kong, RAE de	6,4	2,5	-4,5	0,5	2,0	4,3	1,0	1,0	4,0	3,5	6,3	7,5
República Checa	6,0	3,2	-3,5	0,1	2,9	6,3	1,0	1,6	5,3	4,2	5,5	5,7
Noruega	3,1	2,0	-1,7	0,3	0,7	3,8	1,5	1,9	2,5	2,6	3,7	4,7
Singapur	7,8	1,1	-10,0	-0,1	2,1	6,5	0,0	1,1	2,1	3,1	7,5	8,6
Dinamarca	1,6	-1,1	-4,0	0,4	1,7	3,4	-0,3	0,0	2,7	1,7	3,2	4,5
Israel	5,4	3,9	-1,7	0,3	0,5	4,7	1,4	0,8	7,3	6,0	7,5	7,7
Nueva Zelandia	3,2	0,3	-2,0	0,5	2,4	4,0	1,3	1,1	3,6	4,1	6,5	7,5
Islandia	5,5	0,3	-10,6	-0,2	5,0	12,4	10,6	2,4	1,0	1,7	9,7	9,3
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	2,2	0,6	-3,8	0,0	2,1	3,2	-0,4	0,0	5,4	5,9	8,0	9,3
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,7	1,5	-5,6	0,8	2,2	4,5	0,4	2,0	3,4	3,5	4,9	4,9

¹En los casos en que los países no se listan en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de sus economías.²Basado en el índice armonizado de precios al consumidor de Eurostat.

monetaria, las medidas orientadas a estabilizar el precio de las viviendas y frenar la ola de ejecuciones hipotecarias y la adopción de nuevas medidas de política para sanear el sector financiero (véase más abajo), se proyecta que la economía comenzará a recuperarse a mediados de 2010. Se prevé que el crecimiento medio del PIB en 2010 será de cero (comparando el cuarto trimestre con el mismo trimestre del año anterior, se estima que llegaría al 1,5%). El pronóstico presenta riesgos

al alza, ya que las condiciones financieras podrían recuperarse más rápidamente de lo proyectado. No obstante, también plantea marcados riesgos a la baja dada la posibilidad de una mayor intensificación de la interacción negativa entre el lado real y el financiero de la economía: el sector de la vivienda podría seguir deteriorándose, nuevas caídas del precio de los activos podrían agravar los problemas de insolvencia para los bancos y reducir aún más el crédito disponible, la deflación

Recuadro 2.1. El problema de la disminución del patrimonio de los hogares

La crisis financiera ha aniquilado el patrimonio de los hogares en muchas economías avanzadas. La caída vertiginosa de los precios en los mercados de capitales, de bonos y de la vivienda ha erosionado el valor de los activos financieros e inmobiliarios y el patrimonio de los hogares¹. Por ejemplo, durante los tres primeros trimestres de 2008 el valor de los activos financieros de los hogares se redujo en alrededor del 8% en Estados Unidos y el Reino Unido, en casi un 6% en la zona del euro y en un 5% en Japón. La brusca contracción de los mercados mundiales de capital durante el último trimestre de 2008 redujo aún más el patrimonio financiero de los hogares, por ejemplo, en un 10% adicional en Estados Unidos. Al mismo tiempo, el valor de los activos inmobiliarios se deterioró a tono con la caída de los precios, especialmente en Estados Unidos y el Reino Unido.

El acusado deterioro del patrimonio de los hogares plantea varias interrogantes: ¿Qué tan vulnerables eran los hogares en los distintos países con anterioridad a la crisis? ¿A través de qué canales principales podría la evolución de los balances incidir en la actividad real? ¿Cuáles serán los probables efectos en la economía esta vez? En este recuadro se usan los datos disponibles sobre el tema para abordar estas interrogantes.

¿Cuál era la situación imperante al iniciarse la crisis?

Las economías avanzadas afrontaron la crisis financiera con un mayor volumen de activos netos, pero sus balances eran más vulnerables y estaban más apalancados.

- El patrimonio de los hogares aumentó considerablemente en las cuatro principales economías durante el período 2002–06 (primer gráfico)². Por el lado del activo, el

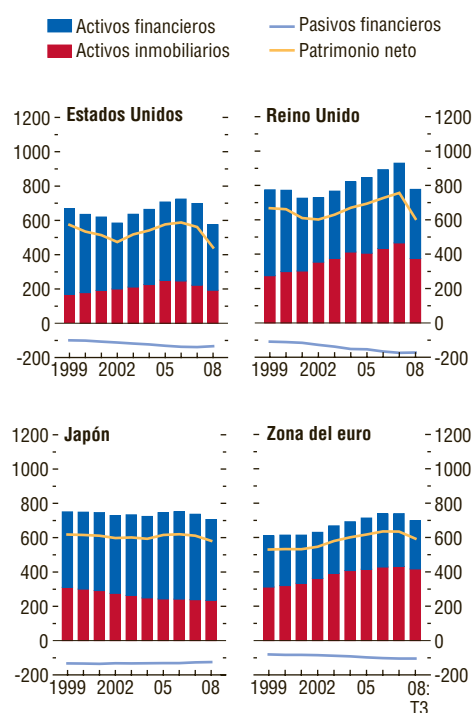
La autora principal de este recuadro es Petya Koeva Brooks.

¹El patrimonio se define como los activos totales (inmobiliarios y financieros) menos los pasivos financieros.

²Como porcentaje del ingreso disponible, durante el período 2002–06 el patrimonio aumentó en 114 puntos porcentuales en Estados Unidos, 90 puntos en la zona del euro, 125 puntos en el Reino Unido y 23 puntos en Japón.

patrimonio financiero e inmobiliario bruto aumentó —paralelamente con el precio de los activos— en más de 100 puntos porcentuales (como porcentaje del ingreso disponible) en Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido. Por el lado del pasivo, las obligaciones

Activos, pasivos y patrimonio neto de los hogares¹ (Porcentaje del ingreso bruto disponible)



Fuentes: Banco de Japón; Oficina del Gabinete (Japón); Banco Central Europeo; Eurostat; Oficina de Estadísticas Nacionales; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Los datos abarcan hogares y organizaciones sin fines de lucro en Estados Unidos, y hogares e instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares en la zona del euro, el Reino Unido y Japón. Los datos sobre patrimonio inmobiliario se refieren al valor de las edificaciones residenciales en Estados Unidos; el valor de las tenencias de propiedades inmobiliarias en el Reino Unido, el patrimonio inmobiliario al valor actual de reemplazo en la zona del euro, y los activos tangibles no producidos (excluida la pesca) de los hogares y las operaciones privadas no constituidas como empresas en Japón. Las estimaciones de los datos sobre patrimonio inmobiliario corresponden a 2007 y 2008 en el caso de Japón y a 2008 en los casos de la zona del euro y el Reino Unido, y se basan en las variaciones observadas de los precios de la vivienda. Los datos de Estados Unidos, el Reino Unido y Japón se recopilaban hasta el cuarto trimestre de 2008; los datos de la zona del euro se recopilaban hasta el tercer trimestre de 2008.

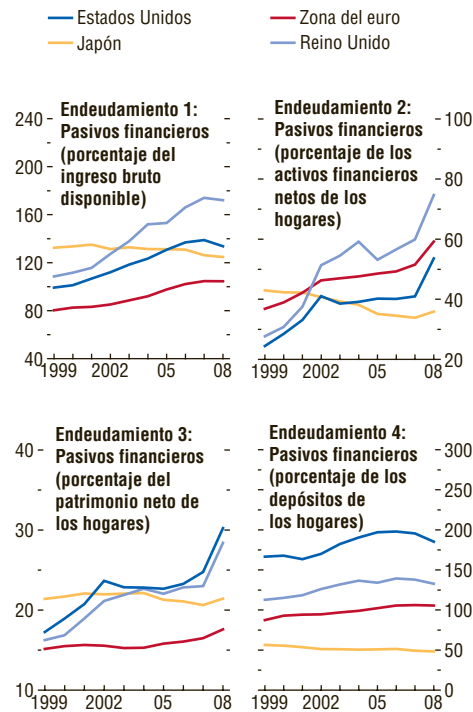
financieras brutas aumentaron aproximadamente entre 20 y 40 puntos porcentuales en las tres economías, mientras que en Japón no registraron grandes variaciones.

- El incremento y la composición de los activos de los hogares conllevó también un aumento de la vulnerabilidad frente a los shocks de precios de las acciones y la vivienda, aunque con importantes diferencias entre los países. De la composición general de los activos se desprende que en el Reino Unido y la zona del euro el patrimonio bruto de los hogares depende en mayor medida de los activos inmobiliarios, mientras que en Estados Unidos y Japón depende más de los activos financieros (primer gráfico). En lo que respecta a la composición de los activos financieros, el aspecto más destacado es la alta proporción de depósitos que mantienen los hogares en Japón. En conjunto, estas observaciones parecen indicar que, en términos relativos, los hogares en Estados Unidos eran más vulnerables frente a los shocks de precios de las acciones y en el Reino Unido y la zona del euro, frente a los shocks de precios de la vivienda.
- En general, el balance de los hogares alcanzó un mayor grado de endeudamiento (segundo gráfico). En las economías avanzadas, aparte de Japón, los pasivos financieros aumentaron como porcentaje del ingreso disponible, los activos financieros netos, el patrimonio neto y los depósitos de los hogares. Sin embargo, se observan importantes diferencias en el coeficiente de apalancamiento de los distintos países. Por ejemplo, en términos generales, en Japón los pasivos financieros de los hogares no variaron en relación con el patrimonio neto, y en la zona del euro registraron un aumento moderado, mientras que en Estados Unidos y el Reino Unido aumentaron considerablemente, de alrededor del 17% del patrimonio neto en 1999 a más del 28% al final de 2008.

¿Cómo influyen los balances de los hogares en la actividad económica?

En teoría, existen varios canales de transmisión posibles.

Coefficientes de endeudamiento de los hogares¹



Fuentes: Banco de Japón; Oficina del Gabinete (Japón); Banco Central Europeo; Eurostat; Oficina de Estadísticas Nacionales; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Los datos de la zona del euro se refieren al tercer trimestre de 2008.

- El canal de transmisión más tradicional es el *efecto de riqueza*. Al producirse una pérdida inesperada de patrimonio neto, los consumidores probablemente reducirán el gasto corriente en un nivel equivalente a una fracción del cambio en el patrimonio y mantendrán este nuevo nivel de gasto a lo largo del tiempo. No obstante, la supuesta existencia del efecto de riqueza inmobiliaria es objeto de cierta controversia. Algunos sostienen que, incluso si se reduce el precio de las viviendas, estas siguen disponibles, y los servicios que proveerán en el futuro (albergue) no cambian. Por tanto, puede considerarse que la caída de precios solo representa una variación de los precios relativos (entre la vivienda o los servicios de

Recuadro 2.1 (continuación)

la vivienda y todos los otros bienes y servicios) que empobrece a los que tienen vivienda en abundancia y enriquece a los que no la tienen, sin que se produzca un efecto de riqueza agregado evidente³. No obstante, este argumento pierde validez si existe una burbuja en el mercado de la vivienda, si la propensión marginal al consumo en un grupo es diferente a la del otro o si el patrimonio inmobiliario puede ser usado como garantía (véase más adelante)⁴.

- El otro mecanismo posible son los *efectos del crédito o las garantías*. Los hogares pueden obtener préstamos con cargo a su patrimonio inmobiliario y usarlos para financiar el consumo. Si afrontan restricciones de la liquidez, una reducción de su patrimonio puede aumentar los costos y reducir la disponibilidad del financiamiento, y contraer aún más el consumo.
- El tercer mecanismo es el posible *efecto sobre la distribución*. Puesto que la reacción de los hogares frente a un shock puede variar dependiendo de sus niveles de endeudamiento, el consumo agregado también puede ser afectado por el monto de la deuda pendiente y por su distribución. Además, la composición de los activos de los hogares y su liquidez o iliquidez relativa pueden ser uno de los factores que determinan la reacción del consumo frente a los shocks.

La evaluación de la importancia empírica de los distintos mecanismos de transmisión ha sido extremadamente problemática, dada la dificultad de neutralizar los efectos de las expectativas de ingreso y de otros factores no observados⁵. Por tanto, podría ser más apropiado considerar que las estimaciones del efecto de riqueza (propensión marginal al consumo con cargo a los activos

financieros o inmobiliarios) registran una relación más general (forma reducida) entre el patrimonio y el consumo, y no un puro efecto de riqueza. Estas estimaciones generalmente varían entre 0 y 0,10, dependiendo del tipo de activo (inmobiliario o financiero), los datos (microdatos o macrodatos), el sistema financiero (orientado a la banca o al mercado), el país y otros factores de este tipo⁶.

Además, no existe consenso en cuanto a las diferencias que existen entre los efectos de riqueza en el caso del patrimonio inmobiliario y los relacionados con el patrimonio financiero, si bien algunos estudios indican que los efectos de riqueza del patrimonio inmobiliario son más fuertes, a pesar de los argumentos teóricos en sentido contrario⁷. En general, las estimaciones del efecto de riqueza del patrimonio inmobiliario producen resultados más altos para Estados Unidos y el Reino Unido que para la zona del euro y Japón⁸. Para efectos de formulación de políticas, en el modelo FRB/US usado por la Reserva Federal se incorpora una propensión marginal a largo plazo al consumo con cargo al patrimonio inmobiliario de 0,038, que es idéntica a la del patrimonio financiero, mientras que en el modelo del Banco de Inglaterra no se incluye un efecto a largo plazo.

⁶En el caso de las economías avanzadas, la propensión marginal al consumo con cargo al patrimonio financiero generalmente se estima dentro de un rango entre 0,00 y 0,09; si el patrimonio aumenta en \$1, el gasto asciende entre cero y nueve centavos. Por ejemplo, véanse Catte *et al.* (2004) y el capítulo 3 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*. En el modelo FRB/US de la Reserva Federal la magnitud es de 0,0375.

⁷Véanse Ludwig y Sløk (2004) y Case, Quigley y Shiller (2005).

⁸En el caso de la zona del euro, Slacalek (2006) observa que la propensión marginal al consumo con cargo al patrimonio inmobiliario es cero, aunque al parecer existen importantes diferencias entre sus países miembros, y en Italia y Francia los efectos son positivos (Sierminska y Takhtamanova, 2007; Grant y Peltonen, 2008; Paiella, 2004; Boone y Girouard, 2002). En los casos de Estados Unidos y el Reino Unido, los resultados de las estimaciones generalmente son más altos (entre 0,03 y 0,10). Véanse Bertaut (2002), Carroll, Otsuka y Slacalek (2006), Slacalek (2006), Skinner (1993), Lehnert (2004), Campbell y Cocco (2007) y Boone y Girouard (2002).

³Por ejemplo, King (1998) y Buiter (2008).

⁴Véase Buiter (2008).

⁵En particular, ha sido difícil cuantificar la importancia del mecanismo distributivo, si bien existen indicios de que la reacción frente a los shocks fue más fuerte cuando el nivel de endeudamiento era más alto (Balke, 2000). Debelle (2004), en base a la experiencia adquirida en el Reino Unido y los países escandinavos a comienzos de los años noventa, sostiene también que un nivel elevado de endeudamiento de los hogares amplificó el efecto de transmisión de otros shocks.

La incidencia a largo plazo de la pérdida de riqueza en la tasa de ahorro de los hogares: Efectos ilustrativos

	2007:T4–2008:T4		2008:T4–2009:T4		Efecto acumulativo a largo plazo	
	Estados Unidos	Reino Unido	Estados Unidos	Reino Unido	Estados Unidos	Reino Unido
<i>(Porcentaje)</i>						
Variación del patrimonio inmobiliario ¹	-11	-16	-10	-10		
Variación del patrimonio financiero ^{1,2}	-10	-9	-4	-3		
<i>(Puntos porcentuales)</i>						
Efecto a largo plazo en la tasa de ahorro (PMC baja = 0,02) ^{3,4}	2,6	3,2	0,7	1,2	3,3	4,5
Efecto a largo plazo en la tasa de ahorro (PMC alta = 0,07) ⁴	8,9	11,2	2,5	4,1	11,5	15,6

Fuentes: Oficina de Estadísticas Nacionales del Reino Unido; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹En el caso del Reino Unido, los datos actualmente disponibles sobre patrimonio inmobiliario abarcan hasta el cuarto trimestre de 2007. Las variaciones supuestas del patrimonio inmobiliario ocurridas durante 2007:T4–2008:T4 corresponden a la variación media de los índices de precios Nationwide y Halifax durante el mismo período.

²Las variaciones supuestas del patrimonio financiero ocurridas durante 2008:T4–2009:T4 se basan en 1) las variaciones observadas en los mercados de acciones (índice Wilshire 5000 en el caso de Estados Unidos e índice FTSE All Share en el caso del Reino Unido) entre el 31 de diciembre de 2008 y el 12 de marzo de 2009, y 2) el supuesto de que la variación en el valor de los activos financieros distintos de depósitos es la mitad de la variación en el precio de las acciones.

³Se supone que la propensión marginal al consumo (PMC) con cargo al patrimonio es la misma en el caso de los activos inmobiliarios y financieros.

⁴El efecto en la tasa de ahorro se calcula multiplicando la PMC y el déficit de patrimonio (con respecto a un escenario en el que el patrimonio aumenta en concordancia con el ingreso disponible) y dividiendo el resultado por el nivel inicial de ingreso disponible. El ingreso disponible nominal creció 2,9% en Estados Unidos y 4,7% en el Reino Unido durante 2007:T4–2008:T4, y se supone que es igual al 0% en Estados Unidos y al 1% en el Reino Unido durante 2008:T4–2009:T4.

¿Cuáles son los efectos probables de la evolución de los balances de los hogares en la coyuntura actual?

Si bien es difícil evaluar sus efectos con exactitud, la reciente evaporación de la riqueza probablemente contribuirá a aumentar la tasa de ahorro de los hogares y a reducir el consumo en las economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos y el Reino Unido, donde la merma del patrimonio neto ha sido la más cuantiosa hasta la fecha. Por ejemplo, como se indica en el cuadro, las pérdidas de patrimonio de los hogares en 2008 ascendieron a alrededor de \$11 billones en Estados Unidos (\$8,5 billones en activos financieros y \$2,5 billones en activos inmobiliarios) y £1 billón en el Reino Unido (£0,4 billones en activos financieros y £0,6 billones en activos inmobiliarios)⁹. El impacto a largo plazo de estas

pérdidas en la tasa de ahorro podría oscilar entre 2½ y 9 puntos porcentuales en Estados Unidos y entre 3¼ y 11¼ puntos porcentuales en el Reino Unido, dependiendo de la supuesta propensión marginal al consumo¹⁰.

Los precios de las acciones y la vivienda ya han registrado un apreciable ajuste, sobre todo en Estados Unidos. No obstante, podrían seguir retrocediendo y —dada la mayor vulnerabilidad del balance de los hogares frente a los shocks de precios de los activos— reducir aún más el patrimonio y el consumo de los hogares. Por

que el valor de los activos inmobiliarios se reduce de acuerdo con la variación del precio nominal de la vivienda (véase también la nota de pie 1 en el cuadro).

¹⁰Estas estimaciones solo deberán considerarse como un ejemplo, pues los datos obtenidos están sujetos a un alto grado de incertidumbre. Además, esos datos no recogen los efectos de todos los otros factores que están influyendo en el ahorro privado al mismo tiempo.

⁹En el caso del Reino Unido, el patrimonio inmobiliario a fines de 2008 se calcula bajo el supuesto de

Recuadro 2.1 (conclusión)

ejemplo, supongamos que el valor del patrimonio financiero de los hogares registra una baja del 3%–4% entre el cuarto trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2009 —nivel congruente con la reducción observada en los mercados bursátiles durante el primer trimestre de 2009—, y que no se producen nuevas variaciones del patrimonio financiero durante el resto del año y el valor de los activos inmobiliarios disminuye en un 10%. Esto podría estar vinculado a otro incremento de la tasa de ahorro de los hogares de alrededor de $\frac{3}{4}$ a $2\frac{1}{2}$ puntos porcentuales en Estados Unidos y de entre $1\frac{1}{4}$ y 4 puntos porcentuales en el Reino Unido en los

próximos años (véase el cuadro). En consecuencia, en el largo plazo el efecto acumulativo de la contracción del patrimonio inmobiliario y financiero en la tasa de ahorro de los hogares podría ser de entre $3\frac{1}{4}$ y $11\frac{1}{2}$ puntos porcentuales en Estados Unidos y entre $4\frac{1}{2}$ y $15\frac{1}{2}$ puntos porcentuales en el Reino Unido. En resumen, se prevé que en estos países el ahorro de los hogares aumentará y se mantendrá en un nivel muy superior al de la década pasada, incluso al disminuir el efecto de otros factores que actualmente limitan el consumo (por ejemplo, escasez de crédito, inquietudes sobre desempleo y ahorro precautorio).

podría aumentar la carga real de la deuda y la demanda proveniente de otras economías podría caer más de lo previsto.

Las perspectivas dependen fundamentalmente de las iniciativas de política que se adopten para mitigar la gravedad de la recesión y estimular la recuperación. La tarea más apremiante desde el punto de vista de las políticas es restaurar la salud de las instituciones que componen el núcleo del sistema financiero. Al mismo tiempo, es importante estimular la demanda privada (no solo por los efectos directos, sino también para quebrar el ciclo de caída de los precios de los activos, las crecientes pérdidas de las instituciones financieras y la restricción del crédito); atenuar el riesgo de una desvalorización exagerada de los activos, especialmente de las viviendas, y reducir la incertidumbre que enfrentan los hogares, las empresas y los mercados financieros. A este respecto, la mayor parte de la carga recaerá en la política fiscal, dado que el alcance de la política monetaria se ha limitado en múltiples frentes.

Es crucial que las políticas aborden los problemas que aquejan al corazón del sistema financiero: la creciente carga de activos problemáticos y la incertidumbre acerca de la solvencia de los bancos. Es preciso reparar los balances, eliminando esos activos e inyectando nuevo capital

de manera transparente, a fin de convencer a los mercados de que esas instituciones han recordado la solvencia. La estrategia para los bancos tiene dos aspectos, ambos orientados a mejorar la calidad de sus balances y permitirles incrementar su actividad crediticia. Primero, los bancos que tienen activos por más de US\$100.000 millones deben someterse a una prueba de tensión obligatoria para determinar si sus niveles actuales de capital resisten nuevos deterioros de los precios de los activos y de la actividad económica. Los bancos que no puedan captar más capital de inversionistas privados para cubrir los déficits de capitalización identificados recibirán más fondos estatales. Segundo, se anunció un programa de inversión público-privada (PPIP, por sus siglas en inglés) cuyo objeto es eliminar los activos problemáticos de los balances de los bancos. El objeto del plan, que tiene múltiples aspectos y elementos, es captar capital privado a través de asociaciones público-privadas para comprar activos en dificultades, lo que podría permitir que se efectúen compras por un monto de \$500.000 millones a \$1 billón. La participación de los bancos en el plan, no obstante, es totalmente voluntaria, ya que no se exige que estos vendan sus activos. La idea sobre la que se sustenta el plan es que si las instituciones

financieras se deshacen de los activos desvalorizados, estarán en mejores condiciones de atraer capital nuevo del sector privado. Por otra parte, la creación de un mercado viable de activos a los que actualmente es casi imposible asignar un precio reducirá la incertidumbre acerca de la solvencia de las instituciones financieras. Además, reconociendo que nuevas caídas del precio de los valores con garantía hipotecaria también perjudicarán a los bancos, el gobierno está aplicando fondos públicos por un monto de \$75.000 millones para frenar las ejecuciones hipotecarias, ofreciendo incentivos en efectivo para que los prestamistas modifiquen los préstamos a fin de permitir que aquellos deudores cuyas hipotecas presenten una elevada relación préstamo-valor puedan refinanciarlas reemplazándolas por otras con respaldo del Estado a menores tasas de interés, y dotando a Fannie Mae y Freddie Mac de mayor capacidad para comprar hipotecas.

El desafío que enfrentará cualquier plan público para eliminar los activos problemáticos es cómo inducir a los bancos a venderlos —los accionistas no estarán dispuestos a aceptar precios “de liquidación”— sin pagar un precio demasiado alto, ya que esto equivaldría a una subvención a cargo de los contribuyentes en beneficio de los propietarios de los bancos y los tenedores de bonos y podría agotar rápidamente los fondos del programa de rescate de activos en dificultades (TARP, por sus siglas en inglés)². La recientemente anunciada creación de un programa de inversión público-privada servirá para mejorar la liquidez y la transparencia de los mercados subyacentes, pero su eficacia en cuanto a la remoción de los activos problemáticos dependerá esencialmente de que los bancos que tengan tales activos en su cartera estén dispuestos a venderlos a un precio compatible con los recursos disponibles en el marco del programa. El método de recapitalización tampoco está exento de potenciales problemas. En las actuales circunstancias, evaluar la viabilidad a largo plazo de las instituciones financieras es una tarea muy

difícil, ya que en la evaluación es necesario tener en cuenta las perspectivas de su rentabilidad futura y su modelo de negocios, así como la calidad del capital y la gestión. Una vez que se haya establecido un parámetro sobre el nivel adecuado de capital regulatorio que refleje la necesidad de contar con recursos suficientes para absorber pérdidas futuras, debe procederse rápidamente a la recapitalización de los bancos viables pero insuficientemente capitalizados, con fondos públicos de ser necesario. Para mejorar la confianza y las perspectivas de financiamiento, la inyección de capital debe instrumentarse mediante la adquisición de acciones ordinarias, aun cuando el gobierno se convierta en accionista mayoritario. Al mismo tiempo, en el caso de las instituciones no viables, las intervenciones deberían ocurrir sin demora y conducir a una resolución ordenada mediante cierre o fusión con otra institución.

Mucho depende de que la estrategia logre restaurar la estabilidad financiera, tanto en términos de sus efectos directos como de las medidas de política monetaria y fiscal subyacentes. Si bien la economía política de la implementación de estas últimas plantea complicaciones debido a las dudas del público acerca de la conveniencia de rescatar a los agentes financieros, existe el grave peligro de que nuevas demoras, la aplicación de las medidas en forma poco sistemática y con excesivo gradualismo y la incertidumbre puedan agravar más la situación de la economía real y aumentar los importantes daños colaterales infligidos por la corrección de errores anteriores y por consiguiente el costo final de la resolución de bancos.

La política fiscal debe cumplir una función importante como medio de sustentar la demanda ante las restricciones de disponibilidad de crédito (véase el capítulo 3). Las devoluciones de impuestos contribuyeron a elevar moderadamente el consumo a mediados de 2008, pero sus efectos ya se han disipado. Ahora se ha sancionado un programa de estímulo discrecional mucho mayor, que combina nuevas exoneraciones tributarias con asistencia del gobierno federal a los estados y gastos adicionales (principalmente en programas sociales e infraestructura) y que, según se

²El nuevo proyecto de presupuesto enviado al Congreso agregaría un monto neto de \$250.000 millones a esos fondos.

espera, generará un estímulo del 2,0% del PIB en 2009 y del 1,8% en 2010. Al sumar este gasto a las pérdidas que probablemente surjan de las operaciones de respaldo al sistema financiero, el impacto del ciclo económico y la caída de los precios de los activos, se prevé que el déficit presupuestario federal equivaldrá a alrededor del 10% del PIB en 2010. En este contexto, será importante formular estrategias para revertir la acumulación de deuda en el mediano plazo. El actual proyecto de presupuesto es transparente a este respecto, pero se basa en supuestos de crecimiento más optimistas que los considerados en estas proyecciones. Quizá se requieran más medidas para garantizar la sostenibilidad fiscal a largo plazo. De lo contrario, existe el riesgo de que una presión al alza de las tasas de interés demore la recuperación del sector privado.

Aunque ya no queda margen para bajar más las tasas de interés, la Reserva Federal debe proseguir con su estrategia de usar su balance para respaldar los mercados de crédito, sin olvidar la necesidad de contar con una estrategia de salida. Algunas posiciones podrían desarmarse rápidamente una vez que se normalice la situación, pero puede ser más difícil deshacerse de activos a largo plazo, y de ahí la necesidad de considerar nuevos instrumentos para absorber liquidez, como por ejemplo la emisión de títulos de la Reserva Federal. Además, las autoridades deben tener en claro qué objetivos se persiguen con las medidas de política no convencionales empleadas.

Asia se esfuerza por aprovechar mejor las fuentes internas de crecimiento

La crisis mundial ha tenido un impacto sorprendentemente fuerte en los países de Asia. Existían muchas razones para suponer que Asia estaría relativamente resguardada frente a la crisis: a diferencia de Europa, en esa región la exposición al riesgo creado por los activos titulizados estadounidenses no era elevada, y se previó que la mejora de las variables macroeconómicas fundamentales y (con algunas excepciones) la relativa solidez del balance de los bancos y empresas mitigarían los efectos de la crisis. No

obstante, desde septiembre de 2008 esta se ha propagado rápidamente a la región y ha tenido un efecto radical en sus economías. La economía de Japón se contrajo a un ritmo (anualizado) del 12% durante el cuarto trimestre. En las economías recientemente industrializadas (Corea, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur) se observó una desaceleración de entre el 10% y el 25%, y en las economías emergentes de Asia sudoriental el daño también ha sido considerable. Esta contracción se debió principalmente a la caída de la demanda de bienes de consumo duraderos y bienes de capital en las economías avanzadas (no asiáticas) y, en menor medida, al deterioro de la situación financiera mundial. China e India también han sido afectadas por la contracción del sector exportador, aunque sus economías han seguido creciendo, pues en ellas la parte correspondiente al comercio es menor y las medidas de política han alentado la actividad interna. Además, durante el primer trimestre de 2009 surgieron señales de un cambio de tendencia de la actividad económica en China. Al mismo tiempo, en la mayoría de las economías las presiones inflacionarias están menguando rápidamente debido a la disminución del ritmo de crecimiento y los menores precios de las materias primas.

El impacto de la crisis en la economía real por vía del comercio ha sido agudo y ha tenido características similares en toda la región. La caída de la demanda mundial ha tenido un efecto especialmente fuerte en el sector de automotores, productos electrónicos y otros bienes de consumo duraderos, que son una parte integral de la estructura de producción de Asia oriental. En consecuencia, las exportaciones y la producción industrial han caído vertiginosamente (gráfico 2.2).

La crisis financiera mundial también ha tenido fuertes repercusiones en los mercados financieros internos de toda Asia. Los precios de las acciones y los bonos se han desplomado, y han aumentado los diferenciales de los bonos soberanos y empresariales y de las tasas de interés interbancarias. En varias economías (Singapur, China) han persistido las tensiones

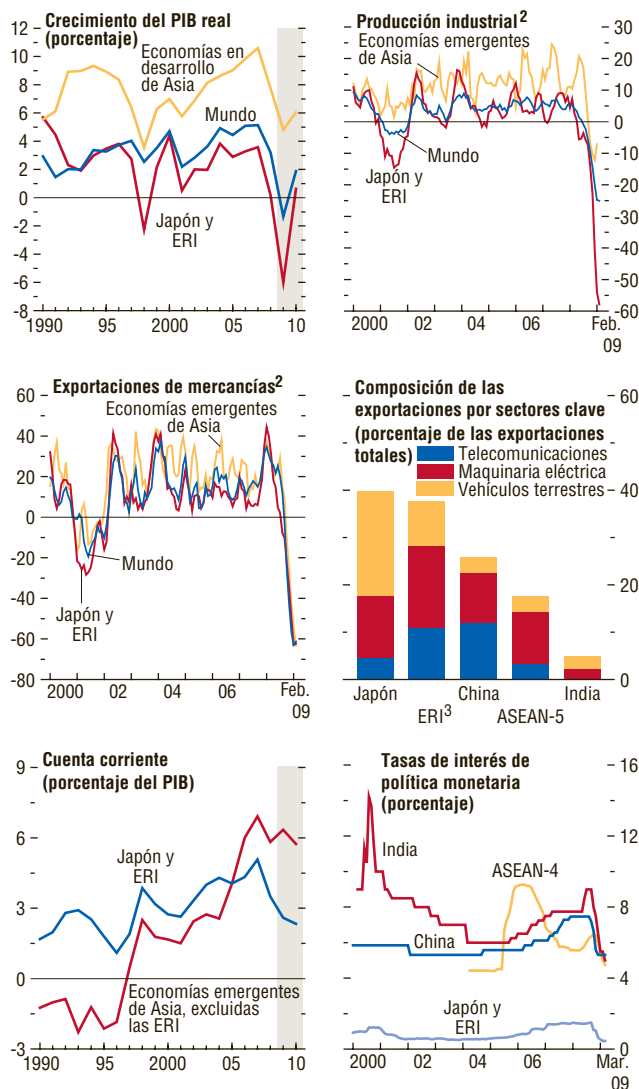
en el mercado de bienes raíces. La moneda se ha depreciado en la mayoría de las economías emergentes de la región, aunque el yen se ha apreciado considerablemente desde septiembre de 2008 (debido a la liquidación de *carry trades*, u operaciones de arbitraje de tasas de interés) y en general el renminbi no ha fluctuado en relación con el dólar. Se han reducido los flujos de inversión de cartera, entre otros flujos, debido a la compresión del crédito interno. En vista de esto, muchos bancos y empresas han comenzado a experimentar graves dificultades.

Las proyecciones de crecimiento para la región se han ido reduciendo a tono con la caída de la demanda mundial y el endurecimiento de las condiciones para el financiamiento externo, y a pesar de la adopción de políticas macroeconómicas anticíclicas. Se prevé una aguda contracción de la actividad económica en las economías avanzadas de la región, y en algunas economías hasta podría producirse deflación. Las economías emergentes probablemente seguirán creciendo, especialmente China e India (cuadro 2.2). Para 2010 se proyecta una leve recuperación alimentada por un renovado impulso del crecimiento mundial y las políticas fiscales y monetarias expansivas. A pesar de la caída de las exportaciones, se prevé que el superávit en cuenta corriente de Asia en general no presentará cambios, y equivaldrá a aproximadamente el 4¼ del PIB, observándose mejoras notables en los saldos de Corea y la provincia china de Taiwan en 2009 (cuadro 2.3).

Los mecanismos específicos de transmisión de los shocks externos y la intensidad de su impacto varían considerablemente entre las economías de la región. En las economías avanzadas de Asia el impacto ha sido más fuerte, dado que están más expuestas a los efectos de la disminución de la demanda externa —especialmente de automóviles, productos electrónicos y bienes de inversión— en otras economías avanzadas. Se prevé que en el grupo de economías el PIB real, que en 2007 (antes de la crisis) creció aproximadamente un 3½%, se contraerá en alrededor del 6% en 2009. La economía japonesa probablemente se contraerá en un 6¼% en 2009, ya que la fortaleza del

Gráfico 2.2. Economías avanzadas y emergentes de Asia: El colapso del comercio mundial hace estragos¹

La crisis mundial ha tenido duras repercusiones en Asia, sobre todo a través de los canales comerciales, ya que la producción y las exportaciones se han desplomado en toda la región. Las economías avanzadas de la región están entre las más afectadas, debido a su fuerte dependencia de las exportaciones y a que están muy expuestas a la contracción de la demanda mundial de automóviles, artículos electrónicos y otros bienes de consumo duraderos. Los menores flujos de capital y las condiciones más restrictivas del crédito también están reduciendo la actividad real en las economías emergentes de Asia, que se ha desacelerado drásticamente a pesar del estímulo considerable proporcionado mediante políticas monetarias y fiscales.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Dealogic; Haver Analytics; Base de datos Comtrade de las Naciones Unidas, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Las economías de reciente industrialización (ERI) de Asia comprenden Corea, la RAE de Hong Kong, Singapur y la provincia china de Taiwan. ASEAN-4 comprende Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. ASEAN-5 comprende los países de ASEAN-4 más Vietnam. Las economías emergentes de Asia son China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia.

²Variación porcentual anualizada del promedio móvil de tres meses con respecto al anterior promedio de tres meses.

³Excluida la provincia china de Taiwan.

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

	PIB real				Precios al consumidor ¹				Saldo en cuenta corriente ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Asia emergente³	9,8	6,8	3,3	5,3	4,9	7,0	2,5	2,4	6,6	5,5	6,3	5,8
China	13,0	9,0	6,5	7,5	4,8	5,9	0,1	0,7	11,0	10,0	10,3	9,3
Asia meridional⁴	8,7	7,0	4,3	5,3	6,9	9,0	7,7	4,5	-1,4	-3,4	-2,6	-2,7
India	9,3	7,3	4,5	5,6	6,4	8,3	6,3	4,0	-1,0	-2,8	-2,5	-2,6
Pakistán	6,0	6,0	2,5	3,5	7,8	12,0	20,0	6,0	-4,8	-8,4	-5,9	-4,9
Bangladesh	6,3	5,6	5,0	5,4	9,1	8,4	6,4	6,1	1,1	0,9	0,9	-0,1
ASEAN-5	6,3	4,9	0,0	2,3	4,3	9,2	3,6	4,5	4,9	2,8	2,2	1,5
Indonesia	6,3	6,1	2,5	3,5	6,0	9,8	6,1	5,9	2,4	0,1	-0,4	-0,7
Tailandia	4,9	2,6	-3,0	1,0	2,2	5,5	0,5	3,4	5,7	-0,1	0,6	0,2
Filipinas	7,2	4,6	0,0	1,0	2,8	9,3	3,4	4,5	4,9	2,5	2,3	1,6
Malasia	6,3	4,6	-3,5	1,3	2,0	5,4	0,9	2,5	15,4	17,4	12,9	10,7
Vietnam	8,5	6,2	3,3	4,0	8,3	23,1	6,0	5,0	-9,8	-9,4	-4,8	-4,2
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,7	1,5	-5,6	0,8	2,2	4,5	0,4	2,0	5,7	4,4	6,3	6,1
Corea	5,1	2,2	-4,0	1,5	2,5	4,7	1,7	3,0	0,6	-0,7	2,9	3,0
Taiwan, provincia china de	5,7	0,1	-7,5	0,0	1,8	3,5	-2,0	1,0	8,6	6,4	9,7	10,7
Hong Kong, RAE de	6,4	2,5	-4,5	0,5	2,0	4,3	1,0	1,0	12,3	14,2	7,2	5,2
Singapur	7,8	1,1	-10,0	-0,1	2,1	6,5	0,0	1,1	23,5	14,8	13,1	11,2

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.

³Comprende los países en desarrollo de Asia, las economías asiáticas recientemente industrializadas y Mongolia.

⁴Incluye Maldivas, Nepal y Sri Lanka.

yen y la contracción del crédito en general han aumentado las dificultades del sector exportador; también se prevé que la deflación se mantendrá a un nivel moderado al menos hasta 2010, inclusive. Las otras economías avanzadas de la región —Corea, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur— también sufrirán los efectos de la crisis dados su extraordinario nivel de apertura y su fuerte dependencia de la demanda externa. En Singapur y la RAE de Hong Kong, la exposición al riesgo es particularmente alta debido a su importancia como centros financieros mundiales. En Corea, la vulnerabilidad del balance de las empresas y los hogares exacerbará el impacto de los shocks externos.

En el caso de China se prevé que el crecimiento disminuirá a alrededor del 6½% en 2009, o sea, a la mitad de la tasa de crecimiento del 13% registrada en 2007, aunque en el contexto mundial actual ese porcentaje sigue siendo elevado. En ese país, dos factores contribuyen a mantener el ímpetu pese a la caída de las exportaciones. Primero, el sector exportador representa una proporción más pequeña de la

economía, sobre todo si se toma en cuenta el alto porcentaje de insumos importados. Segundo, el gobierno ha actuado resueltamente a fin de proveer importantes estímulos fiscales y adoptar una política monetaria más expansiva, lo que ha contribuido a fomentar el consumo y la inversión en infraestructura.

En las economías de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN), el impacto de la disminución de la demanda mundial y las condiciones más restrictivas del crédito ha sido profundo, aunque el efecto ha sido menor que en las economías avanzadas. En este grupo de países, el crecimiento —que en 2007 fue de más del 6%— probablemente se reducirá a cero en 2009. Si bien estos países también han sido perjudicados por el desplome del comercio mundial, la composición de sus exportaciones está menos concentrada en los bienes duraderos, que han sido los más afectados por la desaceleración mundial.

En India, el comercio representa una menor proporción de la economía, y por eso —al igual que en China— el país está menos expuesto a los efectos de la disminución de la demanda

mundial, aunque el empeoramiento de las condiciones de financiamiento externo para los bancos y empresas sigue teniendo un efecto perjudicial en la economía. Puesto que en India el margen de maniobra para adoptar políticas macroeconómicas más expansivas es menor, se prevé un agudo retroceso del crecimiento, desde un nivel superior al 9% en 2007 hasta un 4½% en 2009. Esta desaceleración obedece sobre todo a un descenso de la inversión provocado por el endurecimiento de las condiciones de financiamiento y por un giro en el ciclo del crédito interno.

Los riesgos sobre las perspectivas de la región se inclinan claramente a la baja. La posibilidad de que una recesión más profunda o prolongada en las economías avanzadas de otras regiones reduzca aún más la demanda —lo cual sería perjudicial para las exportaciones, la inversión y el crecimiento— es uno de los principales motivos de inquietud. Además, un deterioro más pronunciado de la situación financiera mundial podría restringir aún más el financiamiento y perjudicar a los sectores financiero y empresarial de la región. Por añadidura, el impacto de los shocks externos en esos sectores podría ser mayor que lo actualmente previsto debido a posibles repercusiones: una desaceleración de la demanda mundial combinada con las difíciles condiciones del financiamiento externo aumentaría cada vez más la presión sobre las empresas de la región, lo que a su vez reduciría la calidad del crédito bancario y crearía nuevas tensiones en la banca.

Los principales retos en materia de política para la región son los de mitigar los efectos de la crisis y lograr una reducción sostenida del grado en que la región depende de las exportaciones como fuente del crecimiento. Para lograr estos objetivos será necesario reorientar las economías de la región para que dependan menos de las exportaciones y la inversión y más del consumo privado. La primera línea de defensa es la adopción de vigorosas medidas anticíclicas para apoyar la demanda agregada y medidas de política para garantizar la solidez de los sectores financiero y empresarial. Si bien ya

Cuadro 2.3. Saldos en cuenta corriente de las economías avanzadas

(Porcentaje del PIB)

	2007	2008	2009	2010
Economías avanzadas	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0
Estados Unidos	-5,3	-4,7	-2,8	-2,8
Zona del euro ¹	0,2	-0,7	-1,1	-1,2
Alemania	7,5	6,4	2,3	2,4
Francia	-1,0	-1,6	-0,4	-0,9
Italia	-2,4	-3,2	-3,0	-3,1
España	-10,1	-9,6	-5,4	-4,4
Países Bajos	6,1	4,4	2,4	2,1
Bélgica	1,7	-2,5	-2,4	-3,0
Grecia	-14,1	-14,4	-13,5	-12,6
Austria	3,2	2,9	1,3	1,3
Portugal	-9,5	-12,0	-9,1	-8,8
Finlandia	4,1	2,5	1,0	0,6
Irlanda	-5,4	-4,5	-2,7	-1,8
República Eslovaca	-5,4	-6,3	-5,7	-5,0
Eslovenia	-4,2	-5,9	-4,0	-5,0
Luxemburgo	9,8	9,1	7,6	7,0
Chipre	-11,6	-18,3	-10,3	-10,1
Malta	-6,1	-6,3	-5,1	-5,2
Japón	4,8	3,2	1,5	1,2
Reino Unido	-2,9	-1,7	-2,0	-1,5
Canadá	0,9	0,6	-0,9	-0,7
Corea	0,6	-0,7	2,9	3,0
Australia	-6,3	-4,2	-5,8	-5,3
Taiwan, provincia china de	8,6	6,4	9,7	10,7
Suecia	8,6	8,3	6,9	7,4
Suiza	10,1	9,1	7,6	8,1
Hong Kong, RAE de	12,3	14,2	7,2	5,2
República Checa	-3,2	-3,1	-2,7	-3,0
Noruega	15,9	18,4	11,0	12,6
Singapur	23,5	14,8	13,1	11,2
Dinamarca	0,7	0,5	-1,2	-1,1
Israel	2,8	1,2	1,1	0,3
Nueva Zelanda	-8,2	-8,9	-7,8	-7,0
Islandia	-15,4	-34,7	0,6	-2,1
<i>Partidas informativas</i>				
Principales economías avanzadas	-1,4	-1,4	-1,2	-1,3
Zona del euro ²	0,4	-0,7	-1,1	-1,1
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,7	4,4	6,3	6,1

¹Calculados como la suma de los saldos de cada uno de los países de la zona del euro.

²Con corrección de discrepancias en las declaraciones sobre transacciones dentro de la zona.

se han adoptado numerosas medidas para lograr esos objetivos, en muchas economías esto podría resultar insuficiente para contrarrestar la recesión mundial, y quizá sea necesario hacer más.

En vista del rápido deterioro de las perspectivas económicas, la mayoría de las economías han actuado con decisión para relajar las condiciones monetarias. En Japón, el banco

central —para afrontar la desaceleración del crecimiento y el endurecimiento de las condiciones de financiamiento— ha tomado medidas para reducir las tasas prácticamente a cero, incrementar el suministro de liquidez, ampliar el tipo de garantías admisibles y poner en marcha la compra de papel comercial y bonos para atenuar las dificultades de financiamiento de las empresas. En China, el banco central ha disminuido las tasas de interés y el encaje legal y ha flexibilizado los topes de crédito. En India se redujeron la tasa de interés de política monetaria y el encaje legal, y las importantes inyecciones de liquidez han mitigado la presión en el mercado monetario; también se ha aliviado la falta de liquidez en moneda extranjera mediante una liberalización de los controles sobre las entradas de capital y la introducción de *swaps* de divisas para los bancos. Otros bancos centrales de la región —Camboya, Corea, Filipinas, Malasia, Singapur y Tailandia— también han reducido la tasa de política monetaria (u otras tasas pertinentes) o el encaje legal. Además, han optado por inyectar liquidez en el mercado monetario, hacer uso de sus reservas e incrementar los márgenes de liquidez disponible. Corea ha concertado *swaps* de divisas con Estados Unidos, Japón y China.

No obstante estas medidas, muchas economías todavía cuentan con un margen de maniobra para seguir distendiendo la política monetaria. En India, la tasa de política monetaria sigue siendo alta en términos reales, y una nueva reducción de las tasas de interés ayudaría a fomentar un incremento del crédito. Dada la aguda contracción de la actividad económica, en algunas economías —como China, Corea y Malasia— una nueva distensión de la política monetaria también parece ser apropiada. Para Japón, donde las tasas de interés se redujeron a cero, el problema será aplicar condiciones más expansivas mediante una ampliación del número y el alcance de los instrumentos disponibles para apoyar el crédito a fin de hacer frente al progresivo endurecimiento de las condiciones de financiamiento.

La mayoría de las economías de Asia ya han adoptado políticas fiscales expansivas. Los

programas de mayor alcance se anunciaron en China y Japón. No obstante, en las economías que disponen de margen de maniobra fiscal podría hacerse más para fomentar la demanda interna. En China, la adopción de nuevas medidas para alentar el consumo contribuiría a recuperar el equilibrio de la economía en el mediano plazo y brindaría respaldo en el corto plazo. Estas medidas podrían incluir mejoras en la prestación de servicios públicos de atención de la salud y educación, así como una reforma del sistema de pensiones, transferencias a los grupos de menores ingresos, un aumento de la inversión para el desarrollo rural y la reducción de los impuestos sobre el consumo y la renta. En Singapur y Corea también existe un amplio margen para aumentar el apoyo fiscal. Estas posibilidades son más limitadas en economías como Filipinas e India, donde los niveles de endeudamiento público ya son altos. En Japón, a comienzos de abril el gobierno anunció un importante programa de estímulo que debería impulsar la actividad económica en 2009 y 2010. Dado que el déficit probablemente alcanzará un nivel cercano al 10% del PIB en 2009 y la deuda neta excederá el 100% del PIB, prácticamente se han agotado las posibilidades para suministrar un nuevo estímulo. La atención deberá reorientarse ahora a la adopción de un programa a mediano plazo de gran alcance para lograr la sostenibilidad fiscal.

En el sector financiero, las políticas deben garantizar que los sistemas de la región se mantengan bien capitalizados y que se reduzcan a un mínimo los riesgos de una compresión del crédito. Para preservar la estabilidad financiera, algunas economías han ampliado las garantías de depósitos (Malasia, la RAE de Hong Kong, Singapur, Tailandia) o han aumentado los límites de las garantías de depósitos (Filipinas, Indonesia). Varias economías han anunciado la adopción de medidas para reforzar el capital del sistema financiero (India, Japón) y brindar respaldo crediticio a los sectores empresariales (China, Corea). No obstante, las autoridades deberán estar preparadas para hacer más en caso de ser necesario. En general, será impor-

tante asegurarse de que existen suficientes instrumentos para inyectar capital del sector público en las instituciones que atraviesan dificultades y que el marco de incentivos aliente a las instituciones a reconocer oportunamente sus pérdidas, para resolver los problemas antes de que estos se propaguen a los bancos sanos. Además, es necesario reforzar los sistemas de reestructuración de empresas a fin de abordar las tensiones en ese sector.

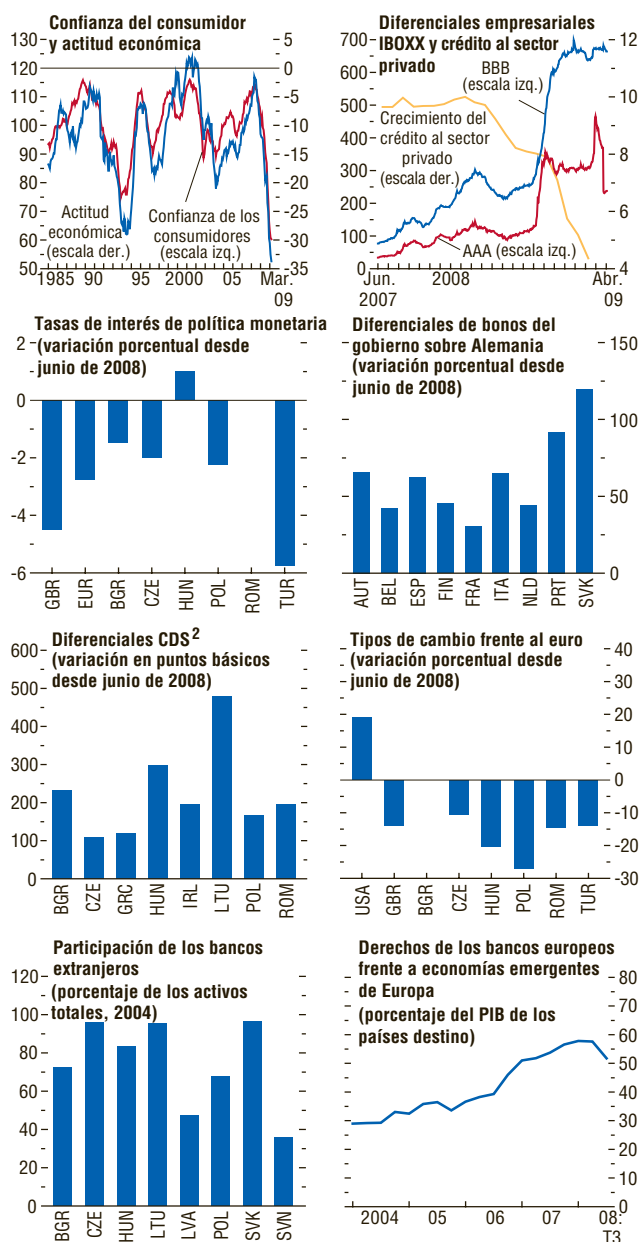
Europa busca una respuesta de política coherente

En gran parte de las economías avanzadas de Europa, la actividad económica ya había comenzado a contraerse antes de que estallara la crisis financiera en septiembre de 2008, debido principalmente al alza de precios del petróleo. No obstante, la percepción inicial era que esas economías avanzadas de Europa escaparían a una recesión de gran alcance, mientras que las economías emergentes seguirían creciendo a un ritmo menor pero igualmente firme, a pesar de sus vulnerabilidades. Al igual que en Asia, la mayor solidez de los balances de los hogares de la mayoría de las principales economías y la estructura diferente de los mercados inmobiliarios y financieros se consideraban como factores de protección. Sin embargo, los sistemas financieros sufrieron un shock mucho más profundo y sostenido que el esperado, las políticas macroeconómicas tardaron en reaccionar, la confianza se desmoronó cuando cayeron drásticamente las expectativas de los hogares y de las empresas acerca de sus ingresos futuros y el comercio mundial se desplomó (gráfico 2.3).

En las economías avanzadas, los temores acerca de las crecientes pérdidas que sufrían grandes bancos europeos por sus tenencias de activos vinculados a Estados Unidos paralizaron la actividad de los mercados mayoristas en septiembre de 2008, mientras que una serie de bancos al borde de la quiebra debieron recibir intervención estatal. Al principio, los problemas estaban concentrados en unos pocos bancos y obedecían a diversas causas. En general, las consecuencias macroeconómicas no se consideraban

Gráfico 2.3. Europa: Un frente común¹

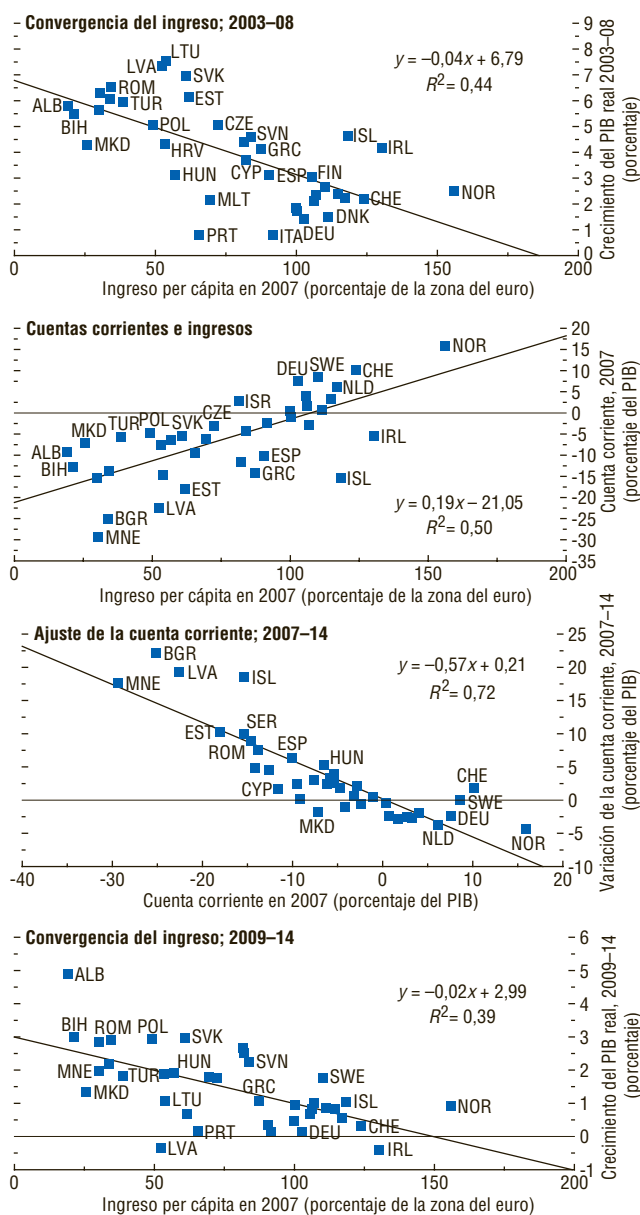
La actitud del mercado se ha desmoronando, y los costos de financiamiento se han disparado pese a una masiva expansión monetaria. Con el vertiginoso aumento de los déficits fiscales se han incrementado las primas de riesgo soberano. En medio de la aversión al riesgo, los tipos de cambio en las economías emergentes de Europa se han depreciado en términos generales. Un desafío clave es evitar una reducción desordenada del apalancamiento, como por ejemplo en el caso de los bancos de Europa occidental, dadas sus importantes exposiciones crediticias en las economías emergentes de Europa.



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; Banco Central Europeo; Comisión Europea; Eurostat; Haver Analytics; Thomson Datastream, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹AUT: Austria; BEL: Bélgica; BGR: Bulgaria; CZE: República Checa; ESP: España; EUR: zona del euro; FIN: Finlandia; FRA: Francia; GBR: Reino Unido; GRC: Grecia; HUN: Hungría; ITA: Italia; LVA: Letonia; LTU: Lituania; NLD: Países Bajos; POL: Polonia; PRT: Portugal; ROM: Rumanía; SVK: República Eslovaca; SVN: Eslovenia; TUR: Turquía; USA: Estados Unidos.
²Swaps de cobertura por incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés).

Gráfico 2.4. Europa: Perspectivas moderadas de crecimiento a mediano plazo¹

Los países de economías emergentes de Europa crecieron más rápido que sus similares de Europa occidental durante 2003–08. La convergencia se vio facilitada por las afluencias de capital, que han permitido a las economías menos ricas mantener cuantiosos déficits en cuenta corriente. Sin embargo, los déficits en cuenta corriente y las entradas de capital se reducirán apreciablemente a mediano plazo. Se prevé que el crecimiento será notablemente más flojo y que la convergencia económica se desacelerará en todas las economías europeas, como lo demuestra el menor punto de intercepción y la pendiente menos pronunciada de la regresión en el panel inferior en comparación con el panel superior.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹Véanse las abreviaturas de los países en el gráfico 2.3. ALB: Albania; BIH: Bosnia y Herzegovina; CHE: Suiza; CYP: Chipre; DEU: Alemania; DNK: Dinamarca; EST: Estonia; HRV: Croacia; MKD: ex República Yugoslava de Macedonia; IRL: Irlanda; ISL: Islandia; MLT: Malta; MNE: Montenegro; NOR: Noruega; SER: Serbia; SWE: Suecia.

importantes, y por esa razón las primeras respuestas de política fiscal y monetaria fueron limitadas. No obstante, los problemas rápidamente provocaron amplias repercusiones debido a las estrechas vinculaciones entre las principales instituciones financieras de Europa y su alto grado de apalancamiento³. Al estar congelados los mercados de financiamiento, la crisis financiera rápidamente se convirtió en una crisis para la economía real durante el cuarto trimestre de 2008. Con celeridad se adoptaron políticas financieras para corregir la situación pero, como en otros lugares, estas no han sido (y todavía no lo son) suficientemente amplias y coordinadas, lo que socava la eficacia de sus efectos a nivel transfronterizo en lugar de reforzarla. Los precios de las acciones sufrieron una profunda caída, y se ha recortado fuertemente la inversión empresarial. Además, la inversión residencial ha caído abruptamente en los países donde se había registrado un auge de la vivienda (por ejemplo, España, Irlanda y el Reino Unido). Pese al significativo estímulo que representó la importante caída del precio del petróleo, el consumo disminuyó hacia fines de 2008, y es dable esperar que se reduzca más al extenderse el desempleo.

Como consecuencia, en la mayoría de las economías avanzadas la actividad registra una fuerte contracción desde mediados de 2008 (cuadro 2.1). El PIB real cayó a una tasa anual de aproximadamente 6% durante el cuarto trimestre, tanto en la zona del euro como en el Reino Unido.

Se prevé que el PIB real de la zona del euro caerá más del 4% en 2009, para luego acelerarse solo gradualmente y continuar en baja por varios trimestres más, lo que marca la peor recesión desde la segunda guerra mundial. El crecimiento se contraería alrededor del ½%, como promedio anual, en 2010; en una comparación del cuarto trimestre con el mismo trimestre

³Unas 16 entidades internacionales importantes concentran alrededor de un tercio de los activos bancarios de la Unión Europea (UE), mantienen en promedio el 38% de esos activos fuera de sus países de origen y operan en casi la mitad de los demás países de la UE (véase Trichet, 2007).

Cuadro 2.4. PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías emergentes de Europa

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real				Precios al consumidor ¹				Saldo en cuenta corriente ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Economías emergentes de Europa	5,4	2,9	-3,7	0,8	6,2	8,0	4,7	4,2	-7,7	-7,6	-3,9	-3,4
Turquía	4,7	1,1	-5,1	1,5	8,8	10,4	6,9	6,8	-5,8	-5,7	-1,2	-1,6
Excluido Turquía	5,9	4,1	-2,9	0,3	4,5	6,5	3,3	2,5	-9,0	-8,8	-5,6	-4,4
Estados bálticos	8,7	-0,7	-10,6	-2,3	7,3	12,2	3,6	-1,0	-18,0	-11,6	-5,4	-5,4
Estonia	6,3	-3,6	-10,0	-1,0	6,6	10,4	0,8	-1,3	-18,1	-9,2	-6,5	-5,4
Letonia	10,0	-4,6	-12,0	-2,0	10,1	15,3	3,3	-3,5	-22,6	-13,2	-6,7	-5,5
Lituania	8,9	3,0	-10,0	-3,0	5,8	11,1	5,1	0,6	-14,6	-11,6	-4,0	-5,3
Europa central	5,4	3,8	-1,3	0,9	3,7	4,6	2,4	2,6	-5,2	-6,1	-4,3	-3,8
Hungría	1,1	0,6	-3,3	-0,4	7,9	6,1	3,8	2,8	-6,4	-7,8	-3,9	-3,4
Polonia	6,7	4,8	-0,7	1,3	2,5	4,2	2,1	2,6	-4,7	-5,5	-4,5	-3,9
Europa meridional y sudoriental	6,1	6,1	-3,6	-0,2	5,1	8,4	4,9	3,2	-14,2	-13,8	-8,2	-5,5
Bulgaria	6,2	6,0	-2,0	-1,0	7,6	12,0	3,7	1,3	-25,1	-24,4	-12,3	-3,6
Croacia	5,5	2,4	-3,5	0,3	2,9	6,1	2,5	2,8	-7,6	-9,4	-6,5	-4,1
Rumania	6,2	7,1	-4,1	0,0	4,8	7,8	5,9	3,9	-13,9	-12,6	-7,5	-6,5
<i>Partidas informativas</i>												
República Eslovaca	10,4	6,4	-2,1	1,9	1,9	3,9	1,7	2,3	-5,4	-6,3	-5,7	-5,0
República Checa	6,0	3,2	-3,5	0,1	2,9	6,3	1,0	1,6	-3,2	-3,1	-2,7	-3,0

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

²Porcentaje del PIB.

tre del año anterior, su recuperación resulta más evidente, ya que se pasa de una caída de más del 3½% del PIB real en 2009 a un aumento en torno al ½% en 2010. Se prevé que la recesión será particularmente grave en Irlanda, cuando se sientan los penosos efectos del fin del auge de la construcción. Fuera de la zona del euro, se espera que la recesión sea excepcionalmente profunda en Islandia, que está recibiendo apoyo del FMI tras el colapso de su sobreextendido sector financiero, y bastante severa en el Reino Unido, al cesar la bonanza de la actividad inmobiliaria y financiera. Como resultado de la caída generalizada del producto, se proyecta que las tasas de desempleo de las economías avanzadas llegarán a más del 10% a fines de 2009 y seguirán en alza hasta 2011 inclusive.

La actividad económica ha dado un vuelco particularmente desfavorable en muchas economías emergentes de Europa (cuadro 2.4 y gráfico 2.4). Debido a su fuerte dependencia de toda clase de entradas de capital —en especial, financiamiento de los bancos occidentales para

sostener el auge local del crédito— esas economías han sido afectadas mucho más severamente por la crisis financiera que las economías emergentes de Asia. Durante las etapas iniciales resistieron bien, y los diferenciales de los *swaps* de cobertura por incumplimiento crediticio de las entidades soberanas subieron solo de manera gradual. No obstante, al contraerse los mercados de exportación occidentales y generalizarse la aversión al riesgo durante el tercer trimestre de 2008, las perspectivas para las exportaciones locales, el crecimiento y los ingresos públicos empeoraron drásticamente, lo que hizo trepar los diferenciales soberanos de niveles de alrededor de 50–100 puntos básicos a 150–900 puntos básicos. Hungría, Letonia y Serbia han recibido respaldo del FMI para sostener su balanza de pagos. Rumania ha solicitado un respaldo similar, y Turquía lo está negociando. Por su parte, Polonia procura acceder a una Línea de Crédito Flexible del FMI. Otros países con una menor exposición a los capitales occidentales a corto plazo, como Bulgaria y Lituania, han tenido

que lidiar con la pérdida de financiamiento y de inversión extranjera directa pero, hasta el momento, no han necesitado respaldo del FMI⁴.

Por todo ello, se proyecta que el PIB real de las economías emergentes se contraerá alrededor del 3¼% en 2009 y se recuperará hasta alcanzar un ritmo de crecimiento del 1% en 2010, menor que las tasas de 4%–7% registradas durante 2002–07. Las razones de este drástico cambio son, en diverso grado, el recalentamiento económico durante los auges previos a la recesión, una excesiva dependencia del capital extranjero a corto plazo que permitió financiar tales auges, el hecho de que los bancos pertenecieran a instituciones financieras extranjeras en dificultades y una gran participación de la industria manufacturera en la actividad económica. La caída de la actividad sería especialmente importante en las economías bálticas, cuyos regímenes de tipo de cambio fijo dejan un margen limitado de maniobra (recuadro 2.2).

Los riesgos a la baja que pesan sobre las proyecciones correspondientes tanto a las economías avanzadas como a las emergentes son importantes, particularmente en el caso de estas últimas, donde las restricciones financieras externas podrían empeorar aún más. El riesgo fundamental es un desapalancamiento desordenado de las grandes exposiciones bancarias transfronterizas dentro de Europa. De producirse tal eventualidad, muchas economías emergentes podrían verse impedidas de refinanciar grandes montos de deuda a corto plazo y quizás habría un efecto similar en algunas economías avanzadas cuyas primas de riesgo soberano han aumentado de manera sustancial. El resultado podría ser un colapso de los sectores financiero y real en la mayoría de las economías emergentes y en unas pocas economías avanzadas, que repercutiría con fuerza en el resto de las economías. No obstante, también hay algunos riesgos al alza: si los países de la Unión Europea (UE) logran aplicar una respuesta contundente, integral y coordinada a

las tribulaciones del sector financiero, la confianza y la toma de riesgos podrían recuperarse antes de lo esperado.

Las presiones inflacionarias están cediendo rápidamente, mientras que los riesgos de una deflación sostenida, aunque todavía bajos, aumentan en las economías avanzadas al derrumbarse los precios del petróleo y caer la demanda. Se espera que en 2010 —el horizonte hoy relevante para quienes deben formular las políticas— la inflación se ubicará entre el ½% y el 1½% en la mayoría de las economías avanzadas (cuadro 2.1), nivel inferior a las tasas de 3%–4% registradas en 2008. Por ese motivo, se ha distendido la política monetaria. El Banco de Inglaterra respondió precozmente, recortando las tasas de interés de política monetaria en pasos sucesivos de 5,75% en 2007 a 0,5% en 2009, y ahora avanza con medidas menos convencionales para flexibilizar el crédito. La respuesta del Riksbank de Suecia ha sido de contundencia similar, ya que la tasa de política monetaria también es ahora de 1% y se esperan nuevas reducciones. La reacción del Banco Central Europeo (BCE) llegó más tarde, pero desde entonces ha sido considerable. Preocupado por la fuerte presión inflacionaria, el BCE elevó las tasas en julio de 2008 a 4,25%, pero luego cambió de táctica, bajando las tasas de sus principales operaciones de refinanciamiento a 1,25%. No obstante, la tasa efectiva de los préstamos a la vista está más cerca de la tasa de 0,25% cobrada por el servicio de depósito. Dadas las previsiones de que la inflación se mantendrá bien por debajo del objetivo de una tasa “inferior pero cercana al 2%” en el mediano plazo, hay margen para reducir más la principal tasa de refinanciamiento.

En las economías emergentes de Europa, también se prevé que las tasas de inflación caerán sensiblemente, de alrededor del 8% en 2008 a cerca del 4% en 2010. En consonancia con la aversión al riesgo, los tipos de cambio ya se han depreciado fuertemente en las economías emergentes que tienen un régimen cambiario flotante, pero las brechas del producto cada vez más amplias están conteniendo los efectos en la inflación. Como las presiones que impulsan una depreciación de las

⁴El Banco Europeo de Inversión, el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo y el Banco Mundial se han unido para prestar asistencia financiera con el objeto de fortalecer a los bancos y respaldar el crédito a la economía real.

Recuadro 2.2. Factores de vulnerabilidad en las economías emergentes

Ciclo de auge y caída de los mercados de vivienda y de crédito

En muchas economías emergentes —entre ellas varias de Europa central y oriental— se observa actualmente un fuerte incremento de las primas por riesgo país y una caída vertical de los precios de la propiedad. Esto puede tener graves repercusiones económicas, dado que el acceso más limitado y más caro de los hogares y empresas a los préstamos y los fondos externos frena considerablemente la actividad económica. Si los shocks traen aparejada una depreciación marcada de la moneda, la situación puede deteriorarse aún más en los países que tienen descalces apreciables de moneda en el balance. Si bien en algunos países el balance está protegido mediante un régimen de tipo de cambio dirigido, la incertidumbre con respecto a la sostenibilidad de la política cambiaria puede elevar las primas por riesgo. Así se observa al cotejar en un gráfico los aumentos de los diferenciales de los *swaps* de cobertura por incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés)¹ con el porcentaje de préstamos denominados en moneda extranjera² en siete países de Europa central y oriental (primer gráfico).

En este recuadro se describen los mecanismos subyacentes del ciclo de auge y caída relacionados con variaciones en las primas de financiamiento usando un modelo de economía abierta estructurado para representar una economía genérica de Europa central y oriental³. Se consideran dos

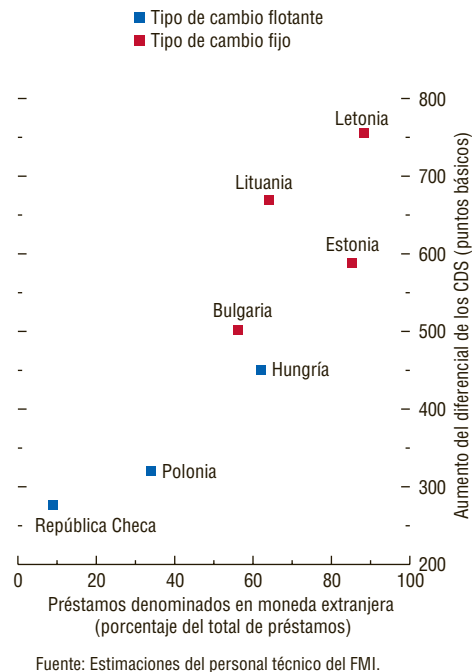
Los autores principales de este recuadro son Jaromir Benes, Kevin Clinton y Douglas Laxton.

¹Aumentos de los diferenciales de los CDS empresariales a cinco años denominados en euros (Bulgaria: diferenciales de CDS empresariales a cinco años denominados en dólares de EE.UU.) entre enero de 2008 y febrero de 2009, según datos provenientes de Bloomberg Financial Markets y estimaciones del personal técnico del FMI.

²Préstamos bancarios al sector no financiero, incluidos los hogares, hasta diciembre de 2008 (Hungria: cuarto trimestre de 2008), según datos provenientes de bancos centrales y estimaciones del personal técnico del FMI.

³Los detalles del modelo pueden consultarse en Benes, Clinton y Laxton (de próxima publicación).

La exposición del tipo de cambio está estrechamente vinculada al riesgo de incumplimiento percibido en el mercado, independientemente del régimen cambiario



tipos de primas de financiamiento. En primer lugar, las tasas interbancarias internas contienen una prima exógena sobre las tasas mundiales cuando se ajustan en función de la depreciación o apreciación prevista. En segundo lugar, los hogares, que son deudores netos, utilizan el patrimonio inmobiliario como garantía para obtener préstamos, y el diferencial de los préstamos al por menor aumenta en función de la relación préstamo/valor.

Por otro lado, la economía tiene una deuda externa considerable y un sistema financiero que depende mucho del refinanciamiento externo. La relación importación/PIB es elevada porque se utiliza una proporción significativa de bienes importados para elaborar bienes de exportación. Se supone que los precios y salarios son más flexibles que en las economías avanzadas. Dos

Recuadro 2.2 (continuación)

diferencias entre estas economías de Europa central y oriental las hacen más o menos vulnerables frente a los shocks externos. La gravedad del problema puede depender, en particular, de 1) la proporción de deuda denominada en moneda extranjera y 2) el régimen de política monetaria. En nuestras simulaciones mostramos cómo podrían cambiar los resultados en función de variaciones de estas dos características.

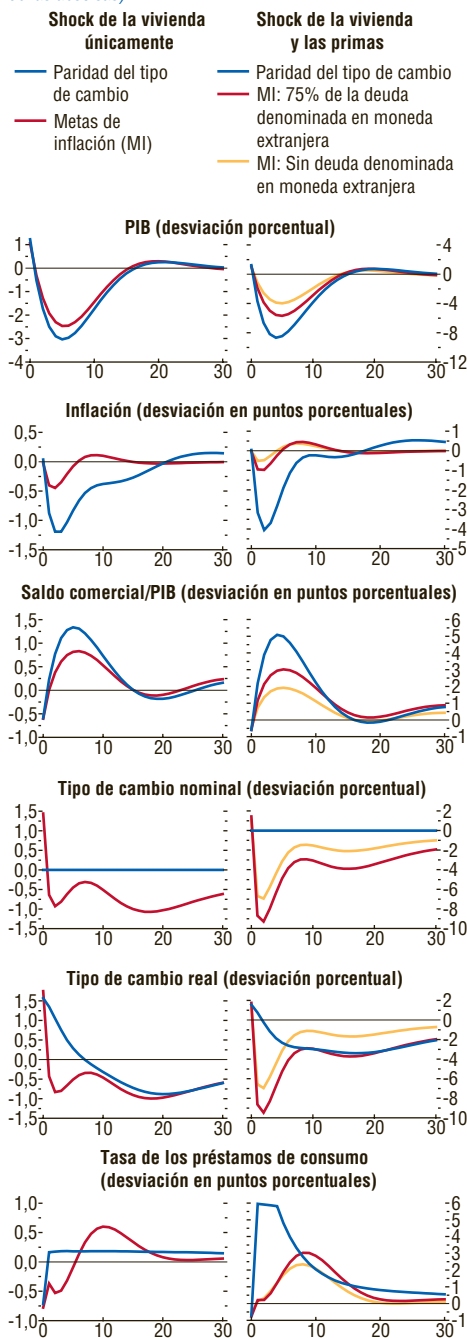
Para establecer las condiciones iniciales, primero simulamos un auge inmobiliario. Los precios suben más allá de los parámetros fundamentales y se supone que permanecerán en niveles altos. Esto hace que disminuyan los coeficientes préstamo/valor y que se reduzcan las primas por riesgo para los empréstitos a hogares. Los menores costos de financiamiento y las expectativas de futuras ganancias de capital promueven el consumo, la inversión en bienes raíces y, de ese modo, el crecimiento del PIB. Los aumentos de la demanda causan un incremento de las importaciones, que se financia con flujos de capital externo, lo que con el tiempo implica un aumento de la deuda externa. A la larga, la economía se torna vulnerable frente a las perturbaciones internas y externas. En las simulaciones se aplica un shock de la prima por riesgo país durante el colapso de los precios de la vivienda. Un colapso de los precios de la vivienda desencadenado por una crisis financiera mundial reduce el valor de las garantías y eleva las primas de financiamiento de los hogares. Al mismo tiempo, el país en general se enfrenta a aumentos de la prima por riesgo en los mercados financieros internacionales.

Corrección de los precios de la vivienda

Primero se muestra la reacción simulada frente a una corrección de los precios de la vivienda bajo regímenes de tipo de cambio fijo y flexible (segundo gráfico, primera columna). Inicialmente, los pasivos externos de la economía son equivalentes al 100% del PIB, y el 75% de esos pasivos está denominado en moneda extranjera. Se da por supuesto que, en su punto máximo, los precios de la vivienda se sitúan un 20% por encima de su nivel antes del shock, y que la

Simulaciones

(Desviaciones con respecto al control; trimestres en el eje de las abscisas)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

corrección tiene lugar en el curso de los siguientes cuatro trimestres⁴. El PIB se contrae por un período prolongado pues el aumento del costo del crédito —derivado del incremento de la relación préstamo/valor— amplifica el efecto que tiene en el gasto la percibida pérdida de riqueza. Esta reacción del sector financiero se denomina *acelerador financiero*⁵. La disminución de la demanda se traduce en una menor inflación; y puesto que el descenso de los ingresos reduce la demanda de importaciones, se produce una mejora del saldo comercial. Estos cambios tienen lugar tanto con un tipo de cambio fijo como con uno flexible. Sin embargo, el régimen monetario influye en otros aspectos del proceso de ajuste. La corrección de los precios de la vivienda implica una depreciación cuando el tipo de cambio es flotante, ya que el banco central reduciría su tasa de interés en vista de los menores niveles de producción e inflación⁶. Las mejoras del saldo comercial sirven para compensar el mayor costo del servicio de la deuda que supone la depreciación. Esa depreciación también tiene por efecto un menor descenso de la inflación, de modo que esta no se reduce muy por debajo de la meta.

En el caso del tipo de cambio fijo, no puede haber una meta de inflación propiamente dicha, y la inflación se reduce de manera apreciable, por debajo del valor de control. Esto se manifiesta en una constante depreciación real, en tanto que el tipo de cambio nominal se mantiene fijo. En efecto, el tipo de cambio real tiene que reducirse por un cierto período. Este proceso es rápido si el tipo de cambio es flexible, pero es lento, por vía del diferencial de inflación, si el tipo de cambio es fijo. Los salarios y los precios en las economías de Europa central y oriental son relativamente flexibles; si fueran tan rígidos como

en los países avanzados, la reducción del tipo de cambio real y del producto sería más prolongada⁷. En el caso de la paridad, la tasa de los préstamos de consumo aumenta inmediatamente porque refleja íntegramente el incremento de la prima de financiamiento después de la desvalorización de la garantía. Si el tipo de cambio es flexible, una reducción de la tasa de interés de política monetaria modera el aumento inicial del costo del crédito. A medida que se recupera el producto, la tasa de política monetaria aumenta, y por un cierto período las tasas rebasan los niveles a largo plazo.

Corrección de precios de la vivienda combinada con un shock de la prima por riesgo país

Para describir los efectos en la confianza de los prestamistas internacionales de un shock que tiene lugar paralelamente con el desplome del mercado de la vivienda, consideramos un incremento de 500 puntos básicos de la prima por riesgo país por un período de cuatro trimestres⁸; seguidamente, el ritmo del incremento se reduce gradualmente (segundo gráfico, segunda columna).

En lo que respecta al tipo de cambio flexible, se presentan dos casos: uno en que el 75% de la deuda externa está denominada en moneda extranjera y otro en el que la deuda está denominada solo en moneda nacional. Al final de la segunda columna se indican los efectos en la tasa de los préstamos de consumo. Con un tipo de cambio flexible, el incremento es atenuado en gran medida con un recorte de la tasa de política

⁷Por ejemplo, el coeficiente de sacrificio supuesto en el modelo es aproximadamente 1,4. Pueden consultarse datos sobre las rigideces reales y nominales en los nuevos Estados miembros de la Unión Europea en Gray *et al.* (2007).

⁸Esto guarda relación, por ejemplo, con los incrementos observados en los niveles de los diferenciales de los CDS en algunos de los países de Europa central y oriental. Recientemente, los diferenciales a cinco años han aumentado a niveles de hasta 300 puntos básicos (República Checa), 600 puntos básicos (Hungría) y más de 1.000 puntos básicos (Letonia), desde los niveles de uno o dos dígitos registrados en 2007, según datos provenientes de Bloomberg Financial Markets.

⁴Por ejemplo, en 2008 los precios de los apartamentos en Riga (Letonia) registraron una reducción interanual del 35%, cuando en 2006 habían aumentado un 62%, según la publicación Global Property Guide (www.globalpropertyguide.com).

⁵Véase, por ejemplo, Bernanke (2007).

⁶En este modelo, la prima por riesgo de incumplimiento de los hogares no afecta el mercado interbancario mayorista ni el mercado cambiario.

Recuadro 2.2 (conclusión)

monetaria, que reacciona frente a la desaceleración de la economía.

En el primer caso, el descenso del PIB, agravado por las mayores tasas de los préstamos, es de gran magnitud. En su punto mínimo, tras cuatro trimestres, es inferior en casi un 6% a su valor de control. La recuperación toma casi cuatro años. La inflación se reduce durante unos pocos trimestres, y después fluctúa en torno a la tasa fijada como meta. El saldo comercial como proporción del PIB registra un superávit fuerte y prolongado en relación con el nivel de control. Este es un componente necesario del proceso de ajuste. La depreciación eleva el costo del servicio de la deuda externa en moneda nacional, con un desgaste de la cuenta de servicios de la balanza de pagos. Al mismo tiempo, el proceso de desapalancamiento reduce las entradas de capital. Para mantener el equilibrio de la balanza de pagos frente a estos cambios, es necesario aumentar los ingresos netos provenientes del comercio. Este incremento se logra mediante la reducción del gasto interno y una depreciación de la moneda.

El tipo de cambio real cae casi un 10% en relación con el valor de control después de dos trimestres. Esto es consecuencia de un ajuste excesivo de tipo Dornbusch, como reacción al aumento de la prima por riesgo país y la reducción de la tasa de política monetaria⁹. De ahí en adelante la moneda se aprecia lentamente, y permanece por debajo del valor de control por varios trimestres. La depreciación inicial entraña un acusado deterioro del balance nacional, que aumenta el valor en moneda nacional de la deuda externa en un nivel equivalente a alrededor del 7,5% del PIB anual.

En el caso en que toda la deuda está denominada en moneda nacional, no se observan efectos negativos de valoración en la riqueza

⁹El modelo contiene una condición de paridad de tasas de interés sin cobertura, que hace necesaria una reducción del tipo de cambio por debajo de su valor a largo plazo cuando la política monetaria mantiene la tasa interbancaria por debajo de su valor de equilibrio. Las expectativas de un incremento del valor de la moneda nacional proveen el incentivo necesario para mantener la moneda.

nacional. La reducción del PIB es mucho más leve, aproximadamente 4% en el punto mínimo. Las implicaciones para la inflación y el saldo comercial también son menos pronunciadas.

En el marco de un tipo de cambio fijo, no se observa un impacto inmediato en el valor de la deuda, independientemente de su composición monetaria. Un supuesto importante de la simulación es que la paridad es totalmente creíble; de no haber esa credibilidad, el shock sería más dañino. Incluso con una credibilidad perfecta, el efecto negativo del shock combinado en el PIB es mayor que en el caso del tipo de cambio flexible con una deuda fuerte en moneda extranjera. Además, el efecto en la inflación es mucho mayor, porque el tipo de cambio fijo fuerza la necesaria depreciación real mediante una disminución de los precios.

Cuando el shock de la vivienda está unido al de la prima por riesgo, la diferencia entre los dos regímenes cambiarios es mucho más marcada que cuando el shock de la vivienda se produce solo. Esto se debe a que el aumento de la prima por riesgo país afecta plenamente el costo de los empréstitos a los hogares: la decisión de mantener fijo el nivel del tipo de cambio no permite reducir la tasa de interés de política monetaria.

Implicaciones en materia de políticas

Las simulaciones parecen indicar que las variables macroeconómicas fundamentales reaccionan mejor a los shocks de la prima de financiamiento con tipo de cambio flexible. Sin embargo, esto no significa que la flexibilidad es, necesariamente, la mejor opción.

Tras un shock adverso en el mercado de divisas, el banco central puede elegir entre estabilizar el tipo de cambio o controlar las tasas de interés. Si se adopta la primera opción, las tasas de interés altas incrementan el costo de los préstamos y el precio intertemporal del gasto en el presente en relación con el futuro. Esto reduce la demanda interna al reducirse el gasto en productos nacionales e importados. Con la otra opción, el precio intratemporal de los productos nacionales frente a los importados se reduce, y la demanda se reorienta de las importaciones a los productos nacionales, lo cual a su vez mejora la competitivi-

dad de las exportaciones. Visto de este punto de vista, el control de las tasas de interés da mejores resultados que la estabilización del tipo de cambio.

No obstante, en este análisis no se consideran posibles fuentes de inestabilidad a las que está expuesto el tipo de cambio flexible, especialmente si el ajuste es fuerte y acelerado. Algunas de esas fuentes son los mercados poco profundos, los descalces de monedas en el balance de los hogares y las empresas o la preponderancia de una deuda externa a corto plazo.

En este sentido, las simulaciones del modelo brindan más información sobre medidas preventi-

vas que sobre las medidas que se deben tomar una vez desatada la crisis. Una de las principales lecciones es que en el futuro se debe incentivar comportamientos más prudentes, evitando la acumulación rápida de deuda y desalentando los descalces entre activos y pasivos. Los resultados negativos de los shocks exógenos en las primas por riesgo destacan el papel que el mundo industrializado avanzado desempeñará en la solución de la crisis: el restablecimiento de la estabilidad financiera en los principales centros financieros ayudará a aliviar las fuertes restricciones financieras que actualmente afrontan las economías de mercados emergentes.

monedas han sido sustanciales (y lo siguen siendo) y podrían desestabilizar los balances de los hogares o de las empresas en los países que tienen un nivel importante de créditos en moneda extranjera, algunos bancos centrales han optado por no hacer cambios o han bajado las tasas de interés solo en forma gradual (por ejemplo, Hungría). En Turquía, donde los balances de los hogares están relativamente menos expuestos a la depreciación cambiaria, el banco central ha bajado las tasas de manera bastante drástica.

La política fiscal se ha unido ahora a la política monetaria para combatir la recesión en muchas economías avanzadas, aun cuando algunas enfrentan restricciones generadas por las duras condiciones imperantes en los mercados de capital. Más allá del funcionamiento de los estabilizadores automáticos, el Plan Europeo de Recuperación Económica exige que se adopten medidas fiscales discretionales principalmente a nivel nacional y está orientado a proporcionar un estímulo de alrededor del 1½% del PIB de la UE, del cual aproximadamente 1% está previsto para 2009 y ½% para 2010. Hasta el momento, los países de la UE en general han cumplido los compromisos asumidos en el marco del plan, que dependen del déficit inicial, los niveles de deuda pública y otros factores. De ahí que se prevea que el déficit del gobierno general de los países de la zona del euro aumentará de alrededor del ¾% del PIB en

2007 al 5½% en 2009 y 6% en 2010 (cuadro A8). El estímulo proviene principalmente de los países de la zona del euro que aprovecharon la fase ascendente del ciclo para llevar sus presupuestos a un nivel cercano al equilibrio o a un superávit en 2007, como por ejemplo Alemania, Chipre, España y Finlandia. Entretanto, los diferenciales soberanos de Bélgica, España e Irlanda se han ampliado fuertemente —lo que refleja la preocupación (en diverso grado) acerca de los pasivos contingentes derivados de las políticas de respaldo del sector financiero—, limitando las alternativas futuras de acción en materia fiscal. Se espera que el estímulo sea pequeño o nulo en Grecia, Italia y Portugal, países que tenían déficits cercanos al 3% del PIB en 2008 y una alta deuda pública o elevadas primas por riesgo país. Se prevé que las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro registrarán superávits o déficits pequeños, con excepción de Islandia y el Reino Unido. Se proyecta que el déficit del Reino Unido alcanzará el 11% del PIB en 2010, debido principalmente al funcionamiento de los estabilizadores automáticos y a los ingresos menores de lo previsto a causa de los precios de los activos, más que al efecto de medidas de estímulo discretionales.

Las economías emergentes de Europa enfrentan un aumento sin precedentes de sus primas de riesgo soberano. Como el acceso al financiamiento está ahora fuertemente restringido, la mayoría de

ellas no permiten el libre juego de los estabilizadores automáticos, y ninguna está implementando medidas de estímulo importantes.

En general, se han aplicado políticas financieras contundentes e innovadoras para encarar la falta de liquidez, pero insuficientes para resolver los problemas de solvencia y atender la coordinación transfronteriza. Como sucede en otros casos, esto refleja un desafío de economía política. Los bancos centrales están proveyendo liquidez a plazos más largos y aceptando una amplia variedad de garantías en sus operaciones de recompra, entre ellas activos para los que prácticamente ya no hay mercados. Además, la mayoría de los países han adoptado medidas para garantizar el financiamiento mayorista y dar respaldo para la recapitalización de los bancos considerados viables. Sin embargo, aún deben eliminarse de los balances los activos problemáticos originados en Estados Unidos, un paso clave para restaurar la confianza en el sistema bancario. Para lograrlo, los países tendrán que idear y coordinar mecanismos de fijación de precios, tema sobre el cual la Comisión Europea y el BCE han ofrecido dar orientación. No obstante, hasta ahora la coordinación dista mucho de haber sido óptima. Las autoridades se vieron reiteradamente sorprendidas por la virulencia de la crisis y sucumbieron a la tendencia nacionalista de actuar de manera independiente del resto e improvisar medidas que terminaron por socavar en lugar de potenciar las intervenciones de otros países, actitud contraria a los compromisos asumidos en mayo de 2008 por el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (ECOFIN) para la prevención, gestión y resolución de la crisis⁵.

⁵Por ejemplo, las garantías generales o los fondos públicos para la recapitalización de bancos que otorgaron algunos gobiernos europeos socavaron las perspectivas de negocio de los bancos de otros países, obligando a sus autoridades a implementar medidas similares y ejerciendo una grave presión sobre los balances y las primas de riesgo de los emisores soberanos. En este momento, crecen las presiones para que los bancos atiendan primero a los mercados nacionales. Esta tendencia adopta diversas formas: declaraciones de las autoridades, límites a los dividendos que las filiales pueden pagar a sus casas matrices del extranjero, amenazas de impedir a las filiales o sucursales de bancos extranjeros participar en operaciones de política monetaria interna si no se mantie-

Detener el avance de los problemas de trascendencia mucho más amplia que se están acumulando en los sistemas financieros de Europa —entre los que se destaca el deterioro de las perspectivas de las carteras de préstamo de los bancos, particularmente por su exposición a las economías emergentes de la región— exige una respuesta de política financiera mucho más enérgica y coordinada ante la crisis. Hay una urgente necesidad de establecer nuevos mecanismos de asistencia mutua o de robustecer los existentes en la UE a fin de facilitar la rápida adopción de una respuesta común a las dificultades de pago que surjan en los países de la UE y, de ser posible, en cualquier país vecino. Hacerlo es esencial para evitar que un ajuste desordenado en un país pueda arrastrar a otros en su caída. La reciente decisión de la UE de elevar al doble el límite de sus préstamos de emergencia (a 50.000 millones de euros) para los países miembros que son economías emergentes de Europa es un paso acertado en esa dirección.

En una perspectiva de más largo alcance, la crisis actual ha resaltado la importancia de fortalecer los mecanismos institucionales para coordinar e integrar la política económica en toda la UE. Una lección fundamental es que el marco de estabilidad financiera de la UE debe ser modernizado. El informe emitido por el Grupo de Larosière el 25 de febrero de 2009 aporta útiles propuestas en tal sentido. En última instancia, lo que se necesita es una estructura institucional de regulación y supervisión firmemente sustentada en el principio de responsabilidad conjunta y rendición de cuentas por la estabilidad financiera, lo que también supone compartir las cargas financieras de las crisis. De lo contrario, durante las crisis seguirán predominando las perjudiciales tendencias nacionalistas.

Tres golpes para las economías de la CEI

Los países de la CEI experimentarán el retroceso económico a corto plazo más acusado de todas las regiones. Esto se debe a que actual-

nen las líneas de crédito y la creación de cámaras compensadoras interbancarias nacionales.

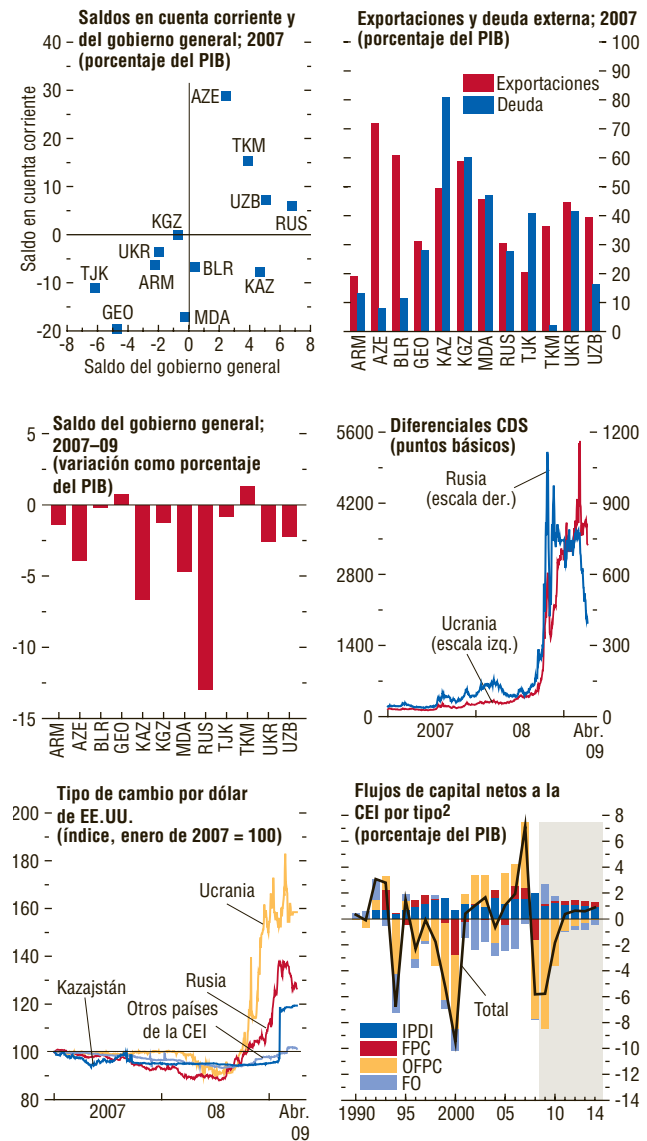
mente esas economías están siendo sacudidas por tres shocks de gran magnitud: la turbulencia financiera, que ha reducido considerablemente el acceso al financiamiento externo; la contracción de la demanda en las economías avanzadas, y la consiguiente caída del precio de las materias primas, especialmente de la energía.

El fuerte impacto directo de la turbulencia del mercado financiero en las economías de la CEI obedece a una abrupta reorientación del financiamiento externo que recibían las principales empresas no financieras y, en particular, los sistemas bancarios de la región (gráfico 2.5). Antes de la crisis, las economías de la región —exceptuando Azerbaiyán, Tayikistán, Turkmenistán y Uzbekistán, cuyos vínculos financieros con el exterior eran menos fuertes— se valían en gran medida del financiamiento externo para un endeudamiento interno que superaba con creces la demanda interna de bonos. Poco después de desatarse la crisis, las empresas no financieras y los bancos encontraron grandes dificultades para obtener nuevo financiamiento de los inversionistas, que limitaron sus actividades a los activos más seguros. Por añadidura, los hogares empezaron a reemplazar sus activos denominados en moneda nacional por activos en moneda extranjera. En Rusia, Kazajistán, Belarús y Ucrania el golpe fue fuerte. Los dos primeros redujeron considerablemente sus reservas de divisas a fin de mitigar el impacto del shock en el tipo de cambio. Se prevé que, en el corto plazo, el acceso de estas economías al financiamiento externo —con excepción de Rusia, que probablemente podrá mantener mejores porcentajes de refinanciamiento— será muy limitado. Belarús y Ucrania han tenido dificultades para cumplir sus obligaciones externas y han recibido financiamiento del FMI; Armenia y Georgia también reciben apoyo del FMI, aunque el acuerdo con Georgia es anterior a la crisis financiera.

El comienzo de la crisis financiera coincidió con un deterioro de las expectativas de exportación y de los precios de las materias primas debido a la rápida contracción de la actividad en las economías avanzadas. Esto ha acentuado las presiones en las economías de la CEI que tienen un sistema

Gráfico 2.5. Comunidad de Estados Independientes (CEI): El problema de las salidas de capital¹

La tensión financiera ha vapuleado a las economías de la CEI. Incluso las que tienen superávits presupuestarios y en cuenta corriente han sufrido las consecuencias, sobre todo debido a sus pasivos de deuda externa y al descenso de los precios de exportación de la energía. Los países que disponían de margen para relajar la política fiscal lo han hecho. Pero con el aumento de los diferenciales soberanos, el margen de maniobra para proporcionar estímulo se ha reducido. Los tipos de cambio están depreciándose. Los flujos de capital demorarán muchos años en recuperarse del shock de la crisis.



Fuentes: Thomson Datastream y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹ARM: Armenia; AZE: Azerbaiyán; BLR: Belarús; GEO: Georgia; KAZ: Kazajistán; KGZ: República Kirguisa; MDA: Moldova; RUS: Rusia; TJK: Tayikistán; TKM: Turkmenistán; UKR: Ucrania; UZB: Uzbekistán.
²IPD: inversión privada directa; FPC: flujos privados de cartera; OFPC: otros flujos privados de capital; FO: flujos oficiales.

Cuadro 2.5. PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de la Comunidad de Estados Independientes*(Variación porcentual, salvo indicación en contrario)*

	PIB real				Precios al consumidor ¹				Saldo en cuenta corriente ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Comunidad de Estados Independientes	8,6	5,5	-5,1	1,2	9,7	15,6	12,6	9,5	4,2	5,0	0,1	1,5
Rusia	8,1	5,6	-6,0	0,5	9,0	14,1	12,9	9,9	5,9	6,1	0,5	1,4
Ucrania	7,9	2,1	-8,0	1,0	12,8	25,2	16,8	10,0	-3,7	-7,2	0,6	1,4
Kazajistán	8,9	3,2	-2,0	1,5	10,8	17,2	9,5	8,7	-7,8	5,3	-6,4	1,1
Belarús	8,6	10,0	-4,3	1,6	8,4	14,8	12,6	6,0	-6,8	-8,4	-8,1	-5,6
Turkmenistán	11,6	9,8	6,9	7,0	6,3	15,0	10,0	8,0	15,4	19,6	15,7	9,2
Azerbaiyán	23,4	11,6	2,5	12,3	16,6	20,8	4,0	7,0	28,8	35,5	10,8	18,4
Países de bajo ingreso	14,3	8,8	2,7	7,2	12,6	15,9	7,4	7,9	8,1	12,0	1,5	5,2
Armenia	13,8	6,8	-5,0	0,0	4,4	9,0	3,6	7,2	-6,4	-12,6	-11,5	-11,0
Georgia	12,4	2,0	1,0	3,0	9,2	10,0	5,0	6,5	-19,6	-22,6	-16,4	-16,7
República Kirguisa	8,5	7,6	0,9	2,9	10,2	24,5	12,4	8,6	-0,2	-6,5	-6,3	-8,4
Moldova	4,0	7,2	-3,4	0,0	12,4	12,7	2,6	4,7	-17,0	-19,4	-19,4	-16,6
Tayikistán	7,8	7,9	2,0	3,0	13,2	20,4	11,9	11,5	-11,2	-8,8	-9,7	-8,3
Uzbekistán	9,5	9,0	7,0	7,0	12,3	12,7	12,5	9,5	7,3	13,6	7,7	6,8
<i>Partidas informativas</i>												
Exportadores netos de energía ³	8,6	5,8	-4,9	1,2	9,4	14,5	12,3	9,7	5,6	7,0	0,7	2,2
Importadores netos de energía ⁴	8,4	4,3	-6,1	1,3	11,4	21,3	14,2	8,7	-5,5	-8,7	-4,1	-2,8

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.

³Incluye Azerbaiyán, Kazajistán, Rusia, Turkmenistán y Uzbekistán.

⁴Incluye Armenia, Belarús, Georgia, Moldova, la República Kirguisa, Tayikistán y Ucrania.

bancario abierto, y además ha deteriorado drásticamente las perspectivas en los países exportadores de materias primas, como Rusia, Kazajistán y Ucrania, pero también en las economías menos abiertas, como Turkmenistán. Se prevé además que otros países —como la República Kirguisa, Tayikistán y Uzbekistán— verán reducirse las remesas del extranjero, especialmente las de trabajadores migrantes en Rusia. Se prevé que el saldo en cuenta corriente de toda la región será igual a cero en 2009, en marcado contraste con el cuantioso superávit registrado en 2007–2008 (cuadro 2.5). Sin embargo, en los países exportadores de energía las perspectivas son claramente distintas que en los importadores: los primeros probablemente verán evaporarse los grandes superávits en cuenta corriente debido a la caída de los precios de las materias primas, mientras que en los segundos, el déficit de balanza de pagos se contraerá marcadamente debido a las condiciones de financiamiento más restrictivas.

En la actualidad muchas economías de la CEI están mejor preparadas para resistir a una crisis

que en el período posterior a la cesación de pagos por parte de Rusia en 1998, pero aun así las secuelas serán profundas. Se prevé que el PIB real de la región, que en 2007 creció un 8½%, se contraerá en un poco más del 5% en 2009, el menor ritmo de reducción entre todas las economías emergentes. En 2010 se espera que el crecimiento repuntará a más de un 1%. Dadas las presiones sobre las monedas, la inflación probablemente se mantendrá en un nivel cercano a los dos dígitos en los países que son exportadores netos de energía, a pesar de la decreciente actividad económica. También se prevé una disminución más rápida de las presiones en los importadores netos de energía.

Para los responsables de la política en la región, el reto fundamental es encontrar un equilibrio adecuado entre el uso de políticas macroeconómicas destinadas a mitigar los efectos de las salidas netas de capital en la actividad económica y la necesidad de mantener la confianza en la moneda nacional. Puesto que la mayoría de los países tienen un régimen de tipo de cambio fijo, las autoridades monetarias han tenido que

optar entre reducir las reservas, elevar las tasas de interés de política monetaria para defender las paridades y permitir una depreciación del tipo de cambio. Inicialmente, los países que disponían de la capacidad necesaria, como Rusia y Kazajstán, recurrieron a sus reservas de divisas. Pero las fuertes presiones los obligaron a modificar esa estrategia: Rusia ha permitido que el rublo se deprecie muy por debajo de su banda anterior y ha aumentado las tasas de interés, mientras que Kazajstán optó por una devaluación discreta de su moneda equivalente a un 18% (gráfico 2.5). En otros países, incluidos Ucrania y Belarús, se produjo una importante depreciación de la moneda en la etapa inicial de la crisis.

Para estas economías, el problema es que una depreciación acelerada de la moneda incrementa la carga efectiva de la deuda de las empresas no financieras que han obtenido préstamos en moneda extranjera. De hecho, la proporción del crédito bancario interno que corresponde a préstamos denominados en moneda extranjera varía entre niveles cercanos al 30% en Belarús y Rusia, alrededor del 50% en Kazajstán y Ucrania y aproximadamente un 70% en Georgia. Para cumplir con estas obligaciones en moneda extranjera a medida que se deprecia el tipo de cambio ha sido necesario reducir considerablemente la inversión y el empleo en varias de estas economías. Además, el incumplimiento de los pagos exacerbaría más aún las ya fuertes tensiones en los balances de los bancos y debilitaría las perspectivas de un nuevo crecimiento del crédito.

En estas circunstancias, el respaldo del sector público para el sistema bancario es esencial. Los países cuyos sistemas bancarios afrontan la necesidad de refinanciar deuda externa —por ejemplo, Belarús, Georgia, Kazajstán, Rusia y Ucrania— ya han adoptado medidas correctivas. Estas incluyen el suministro por parte del banco central de abundante liquidez, garantías públicas, financiamiento para la recapitalización (incluidos fondos provenientes de instituciones financieras internacionales) y la nacionalización. Será esencial evaluar minuciosamente los balances de los bancos para proceder a la cancelación contable anticipada de sus activos problemáticos y para deter-

minar qué bancos tienen buenas perspectivas a mediano plazo y, en la medida que sea necesario, reponer su capital con recursos presupuestarios, más que con el apoyo del banco central.

En vista del considerable nivel de respaldo estatal que necesitan los bancos y las difíciles condiciones imperantes en los mercados de capital, el margen de maniobra para aplicar un estímulo fiscal es limitado en la mayoría de los países de la CEI. En Belarús y Ucrania ha sido necesario aplicar una política fiscal más restrictiva. Georgia y la República Kirguisa están en condiciones de permitir el funcionamiento de estabilizadores automáticos, siempre que exista suficiente apoyo de los donantes. Azerbaiyán, Kazajstán, Rusia y Uzbekistán —que antes de la crisis tenían un superávit fiscal— han permitido la activación de los estabilizadores automáticos y han distendido la política fiscal para sustentar el crecimiento.

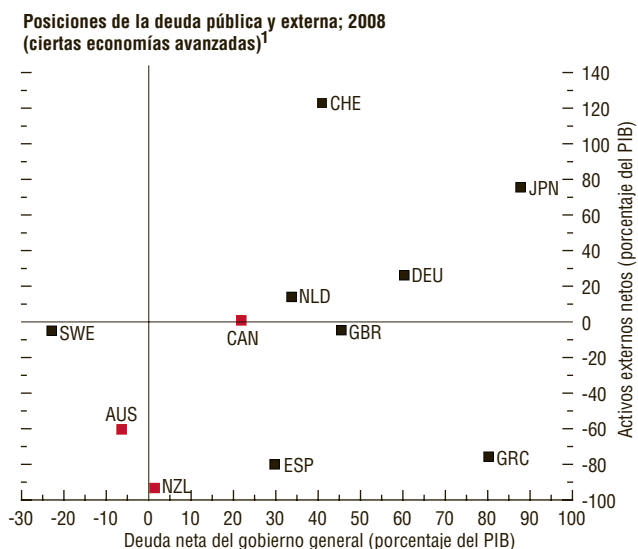
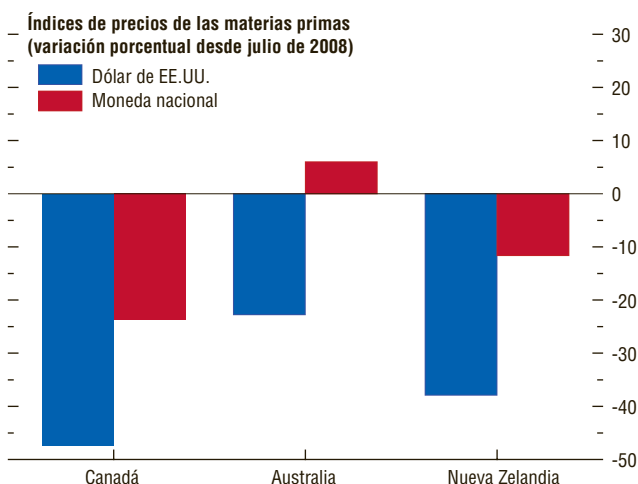
Las otras economías avanzadas se enfrentan a shocks adversos de los términos de intercambio

La caída de la demanda en Estados Unidos y Asia y la contracción de precios de las materias primas afectan desfavorablemente a la actividad económica en Canadá, Australia y Nueva Zelanda. El patrimonio de los hogares también se ha reducido debido al desplome de los mercados bursátiles y, en menor medida, de los precios de la vivienda tras los rápidos incrementos observados hasta 2007, inclusive. En los últimos años, estas economías se han beneficiado de términos de intercambio sumamente favorables, debido sobre todo a los elevados precios de la energía, los minerales y las exportaciones de alimentos. Esto les ha permitido registrar un sólido crecimiento: las tasas medias de crecimiento en general se situaron entre 2½% y 4% durante los cinco años anteriores a 2008.

Dada la disminución de los precios de las materias primas y del patrimonio de los hogares, además de las expectativas de una escasa demanda de exportaciones en Estados Unidos, Europa y Asia, las proyecciones para Canadá, Australia y Nueva Zelanda en 2009 apuntan a una reducción moderada del producto, que no obstante se

Gráfico 2.6. Canadá, Australia y Nueva Zelanda: Hacer frente a los shocks de los términos de intercambio

Los precios mundiales de las materias primas han descendido apreciablemente con respecto a los máximos registrados recientemente, pero los efectos se han visto mitigados por la depreciación del tipo de cambio. Los gobiernos han creado un considerable margen de maniobra para proporcionar un estímulo fiscal, pero la mayor deuda externa neta privada ha colocado a Australia y Nueva Zelanda en una situación más vulnerable frente a los shocks de financiamiento externo.



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
 1 Economías avanzadas sobre las cuales se disponen datos de 2008: Alemania (DEU), Australia (AUS), Canadá (CAN), España (ESP), Grecia (GRC), Japón (JPN), Nueva Zelanda (NZL), Países Bajos (NLD), el Reino Unido (GBR), Suecia (SWE) y Suiza (CHE).

recuperaría en 2010 (cuadro 2.1). Los riesgos a la baja incluyen la posibilidad de una reducción más aguda de la demanda mundial y un aumento de los diferenciales de las tasas de interés del financiamiento externo debido a la mayor aversión al riesgo entre los prestamistas extranjeros. Los riesgos parecen ser mayores en Australia y Nueva Zelanda, en vista de los niveles relativamente altos de sus pasivos frente al exterior: a fines de 2008, los pasivos externos netos de Australia y Nueva Zelanda equivalían a más del 60% y el 90% de sus ingresos, respectivamente, aunque la mayor parte de la deuda está denominada en moneda local o cuenta con cobertura de riesgos.

Afortunadamente, gracias a una gestión prudente de las políticas monetaria y fiscal, las autoridades en estas economías están en mejores condiciones que las de otras para mitigar nuevas reducciones de la demanda. Las tasas de política monetaria han sido recortadas rápidamente y pueden ser reducidas aún más. Estos recortes, junto con el deterioro de los términos de intercambio, han dado origen a una considerable depreciación del tipo de cambio en términos nominales, de modo que los ingresos fiscales en moneda nacional derivados de las materias primas se han contraído mucho menos que los precios mundiales (gráfico 2.6). Hasta ahora, las iniciativas adoptadas por los gobiernos y los bancos centrales —en forma de garantías de depósitos y otros tipos de financiamiento bancario— han apoyado los flujos de crédito externo, así como lo han hecho otras medidas destinadas a estabilizar el sistema financiero. Tras años de superávits, la situación de las finanzas públicas es robusta, y se está ofreciendo un importante estímulo fiscal. No obstante, la dependencia relativamente alta de la demanda de Estados Unidos y Asia y del financiamiento externo impone límites a lo que pueden lograr estas medidas de política interna.

Aumentan las presiones en América Latina y el Caribe

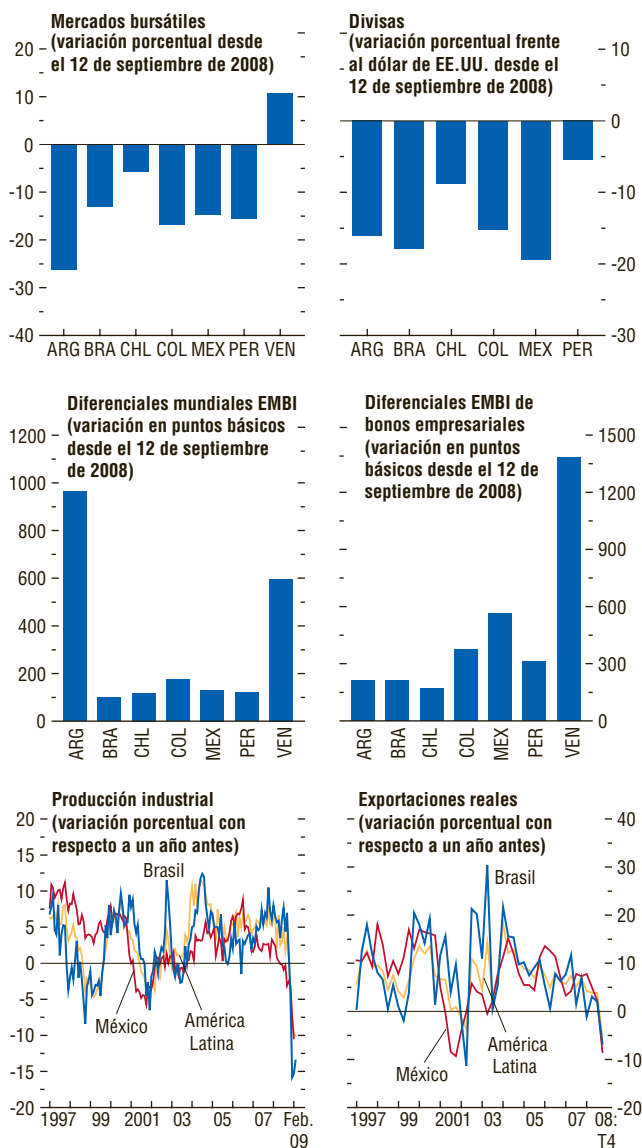
Al igual que en las demás regiones de economías emergentes, las tensiones y el desapalancamiento del sector financiero en las economías

avanzadas están elevando el costo del crédito y reduciendo los flujos de capital a todos los países de América Latina y el Caribe. Además, el deterioro de los precios de las materias primas está afectando a las grandes economías de la región —Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela—, que figuran entre los mayores exportadores de productos primarios del mundo. Por otra parte, la recesión económica en las economías avanzadas —especialmente Estados Unidos, el mayor socio comercial de la región— está deprimiendo la demanda externa y reduciendo los ingresos provenientes de las exportaciones, el turismo y las remesas. Por consiguiente, la región está sufriendo el mismo trío de shocks que aquejan a las economías de la CEI, pero, al contrario de ellas, los balances públicos y privados eran relativamente sólidos al comienzo de la crisis en estas economías, que también tenían menores vínculos financieros con los sistemas bancarios de las economías avanzadas. En consecuencia, las proyecciones generalmente indican que el deterioro del crecimiento será menos extremo que en las economías de la CEI o las economías emergentes de Europa.

La crisis financiera mundial se propagó rápidamente hacia los mercados de América Latina y el Caribe después de mediados de septiembre de 2008. Las bolsas de valores locales han registrado fuertes liquidaciones de posiciones, ocurriendo las mayores pérdidas (alrededor del 25%) en Argentina (gráfico 2.7). Las monedas locales se han depreciado considerablemente, especialmente en Brasil y México, que son grandes exportadores de materias primas con regímenes cambiarios flexibles. Los costos de financiamiento de los bancos locales han aumentado, sobre todo en el caso de los bancos pequeños y medianos. El costo del crédito externo también ha subido, ya que los mayores diferenciales para la deuda soberana y de las empresas se ha visto solo parcialmente compensado por la disminución de los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, y los flujos de capital hacia la región disminuyeron en el último trimestre de 2008. No obstante, los mercados financieros han diferenciado entre los prestatarios: el costo del financiamiento ha aumentado considerablemente

Gráfico 2.7. América Latina: Se agudizan las presiones¹

La crisis financiera mundial se propagó rápidamente a América Latina y el Caribe, con ventas masivas en los mercados bursátiles locales y depreciación de las monedas nacionales. Los costos de endeudamiento externo aumentaron drásticamente, sobre todo en los países cuyos parámetros fundamentales de la economía son más débiles. La baja simultánea de la demanda externa y de los precios de las materias primas hizo que se desplomaran la producción industrial y las exportaciones.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ARG: Argentina; BRA: Brasil; CHL: Chile; COL: Colombia; MEX: México; PER: Perú; VEN: Venezuela.

Cuadro 2.6. PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de América*(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)*

	PIB real				Precios al consumidor ¹				Saldo en cuenta corriente ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
América	5,7	4,2	-1,5	1,6	5,4	7,9	6,6	6,2	0,4	-0,7	-2,2	-1,6
América del Sur y México³	5,7	4,2	-1,6	1,6	5,3	7,7	6,7	6,3	0,7	-0,3	-1,9	-1,3
Argentina ⁴	8,7	7,0	-1,5	0,7	8,8	8,6	6,7	7,3	1,6	1,4	1,0	1,8
Brasil	5,7	5,1	-1,3	2,2	3,6	5,7	4,8	4,0	0,1	-1,8	-1,8	-1,8
Chile	4,7	3,2	0,1	3,0	4,4	8,7	2,9	3,5	4,4	-2,0	-4,8	-5,0
Colombia	7,5	2,5	0,0	1,3	5,5	7,0	5,4	4,0	-2,8	-2,8	-3,9	-3,3
Ecuador	2,5	5,3	-2,0	1,0	2,3	8,4	4,0	3,0	2,3	2,4	-3,5	-2,3
México	3,3	1,3	-3,7	1,0	4,0	5,1	4,8	3,4	-0,8	-1,4	-2,5	-2,2
Perú	8,9	9,8	3,5	4,5	1,8	5,8	4,1	2,5	1,4	-3,3	-3,3	-3,2
Uruguay	7,6	8,9	1,3	2,0	8,1	7,9	7,0	6,7	-0,8	-3,6	-1,7	-2,4
Venezuela, República Bolivariana de	8,4	4,8	-2,2	-0,5	18,7	30,4	36,4	43,5	8,8	12,3	-0,4	4,1
América Central⁵	6,9	4,3	1,1	1,8	6,8	11,2	5,9	5,5	-7,0	-9,2	-6,1	-7,1
El Caribe⁵	5,8	3,0	-0,2	1,5	6,7	11,9	4,0	5,8	-1,5	-2,8	-5,1	-4,1

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.

³Incluye Bolivia y Paraguay.

⁴Las estimaciones de analistas privados indican que la inflación según el índice de precios al consumidor (IPC) ha sido considerablemente más alta.

⁵Los países que integran estos grupos regionales se presentan en el cuadro F del apéndice estadístico.

para algunos países (por ejemplo, Argentina, Ecuador y Venezuela), pero se mantiene relativamente bajo para otros países con mejor posición inicial y mayores protecciones contra el impacto, entre ellos Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Algunos de estos últimos han emitido deuda externa con éxito en los últimos meses.

No tardaron en aparecer efectos perniciosos sobre la actividad del sector real. El descenso de los precios de las materias primas ha empañado las perspectivas de crecimiento de los productores de la región (principalmente Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Trinidad y Tabago, Uruguay y Venezuela), pero ha beneficiado a los importadores de materias primas de América Central y el Caribe. Asimismo, el desplome del crecimiento en las economías avanzadas, particularmente en Estados Unidos, ha frenado la demanda de exportaciones, debilitado el turismo y mermado las remesas de trabajadores, todos estos puntales básicos para América Central y el Caribe. Al combinarse estos factores, se frenó repentinamente el crecimiento del crédito, la producción industrial y las exportaciones se desploma-

ron y la confianza de los consumidores en toda la región cayó vertiginosamente.

Si se considera la gravedad de la situación externa, la mayoría de los países está capeando la tormenta relativamente bien en comparación con episodios anteriores de turbulencia mundial, gracias a las mejoras en los marcos de política económica y al fortalecimiento de los balances. No obstante, las previsiones indican que el PIB real se contraerá en 1½% en 2009, y registrará una leve recuperación en 2010 (cuadro 2.6). Se prevé que la demanda interna disminuirá cerca del 2¼% en 2009, a raíz del encarecimiento y la escasez de financiamiento externo, así como la disminución de la demanda de productos nacionales. Gracias al efecto amortiguador del tipo de cambio, se prevé que el crecimiento bajará de una manera menos tajante, o incluso llegará a aumentar moderadamente, en unas cuantas economías que aplican metas de inflación (Brasil, Chile, Perú, Uruguay)⁶.

⁶No obstante, en algunos de estos países el sector empresarial ha sufrido grandes pérdidas en posiciones fuera del balance debido a la depreciación de la moneda.

Según las previsiones, la contracción será más aguda en México —dados los vínculos estrechos con la economía de Estados Unidos, y a pesar del efecto mitigante del tipo de cambio flexible—, en Venezuela y en algunas economías muy pequeñas que dependen del turismo (Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Jamaica).

A medida que aumentan las brechas del producto, se prevé que las presiones inflacionarias cederán, pese a los efectos de traslado de la depreciación de las monedas en unos cuantos países. Para la región en su conjunto, las proyecciones permiten prever un descenso de la inflación del 8% en 2008 a cerca del 6½% en 2009. Al mismo tiempo, se prevé que el déficit en cuenta corriente de la región trepará a un poco más del 2% en 2009 (desde un nivel cercano al ¾% en 2008), a raíz del deterioro de los términos de intercambio.

Los riesgos para estas perspectivas se orientan firmemente a la baja. El principal peligro es que un prolongado desapalancamiento financiero en las economías avanzadas conduzca a una larga interrupción en la afluencia de capital, lo cual requeriría un ajuste interno más fuerte aún. En vista de las elevadas necesidades de refinanciamiento, los sectores público y empresarial serían particularmente vulnerables en unos cuantos países. Además, un nuevo descenso en los precios de las materias primas sería nocivo para las exportaciones y el crecimiento de la mayoría de los países de la región.

El desafío general para la política económica es amortiguar el impacto del ajuste frente a los shocks externos. No obstante, en vista del alto grado de apertura de la región y su dependencia de los flujos de capital, los beneficios potenciales de las políticas anticíclicas deben ser evaluados frente a los costos potenciales de desestabilizar la confianza de los inversionistas extranjeros, elevar el costo del endeudamiento externo y reducir aún más los flujos de capital. El margen de maniobra para las medidas de política económica difiere mucho de un país a otro: las economías con marcos más sólidos y mayores factores de amortiguamiento podrán atenuar los efectos de la crisis mundial en diversos grados, mientras que otras economías podrían verse obligadas a

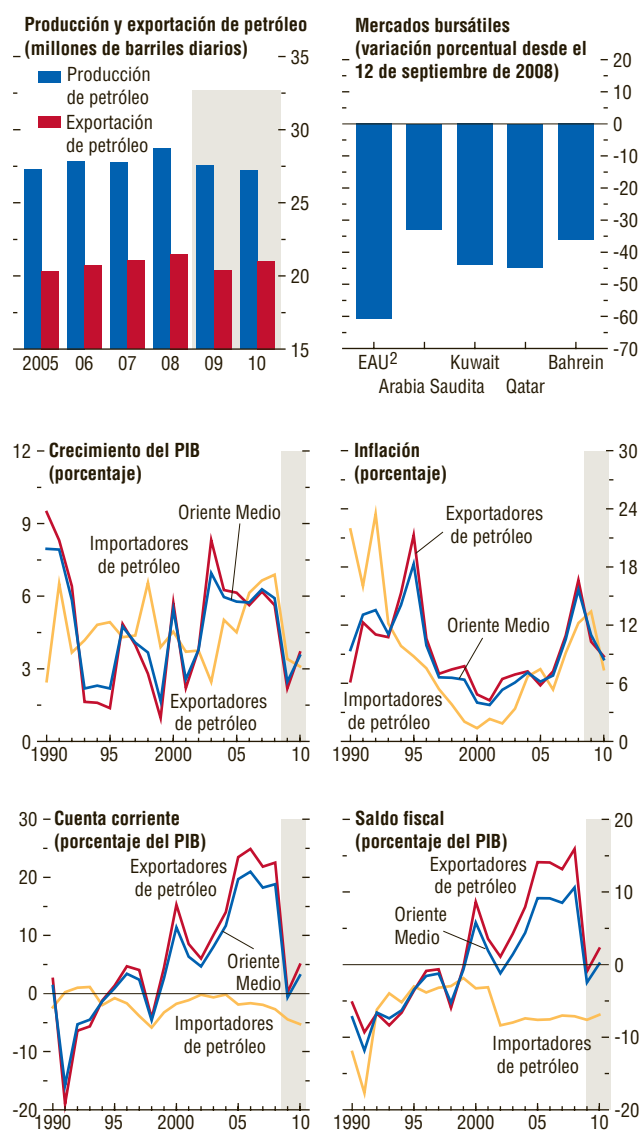
adoptar políticas restrictivas para luchar contra la inestabilidad.

La tarea para las políticas monetaria y cambiaria será particularmente difícil. La región llegó a la crisis con un nivel de inflación relativamente elevado. En los países con régimen de metas de inflación, el nivel de la inflación se mantuvo por encima de los rangos fijados como objetivo en todos los casos, salvo en Brasil. Ante los shocks negativos sobre los flujos de capital y la presión de la demanda sobre los tipos de cambio, los bancos centrales en estos países se abstuvieron de recortar las tasas hasta diciembre, cuando el Banco de la República de Colombia redujo su tasa de interés de política monetaria en 50 puntos básicos. Cuando se hizo más evidente el fuerte deterioro de la actividad real y la inflación empezó a desacelerarse, los bancos centrales de Brasil, Chile, México y Perú siguieron el ejemplo. En toda la región se han usado las reservas existentes para aliviar las presiones cambiarias y suavizar el ajuste frente a los shocks. El equilibrio entre las presiones internas y externas podría resultar más difícil, sobre todo si la situación financiera mundial siguiera deteriorándose. No obstante, los bancos centrales de países con tipos de cambio más flexibles y anclados a marcos de metas de inflación creíbles (por ejemplo, Brasil, Chile, Colombia y México) tendrían margen para recortar aún más las tasas de política monetaria, sobre todo si la inflación sigue desacelerándose con rapidez.

El margen de maniobra de la política fiscal para mitigar los efectos adversos de los shocks externos es muy desigual de un país a otro. Según las proyecciones, la desaceleración de la actividad económica y el deterioro de los precios de las materias primas debilitarán los saldos fiscales en toda la región durante 2009. En los países con altos costos del endeudamiento externo y grandes necesidades de financiamiento, las autoridades verán muy limitada su capacidad para aplicar políticas fiscales anticíclicas. De hecho, estos esfuerzos podrían surtir un efecto contrario y desembocar en un aumento del costo del crédito y mayores pérdidas de reservas. En otros países, ya se está utilizando parte del margen de

Gráfico 2.8. Oriente Medio: Afrontar los precios más bajos del petróleo¹

La fuerte caída del precio del petróleo está asestando un golpe duro a la región. El deterioro de las condiciones de financiamiento externo y el cambio de sentido de los flujos de capital han ocasionado pérdidas importantes en muchos mercados de acciones y propiedades. A pesar de las políticas de apoyo, se proyecta que el crecimiento y las presiones inflacionarias se moderarán considerablemente en 2009. Al mismo tiempo, se prevé un deterioro marcado en los saldos externos y fiscales, ya que los países exportadores de petróleo están recurriendo las reservas acumuladas durante los años prósperos para amortiguar el impacto de la crisis.



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

¹Los países exportadores de petróleo son Arabia Saudita, Bahrein, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Libia, Omán, Qatar, la República del Yemen y la República Islámica del Irán.

²Emiratos Árabes Unidos.

maniobra fiscal existente, y se han anunciado programas de estímulo fiscal en unos cuantos países con menores niveles de deuda, entre ellos Brasil, Chile, México y Perú.

Ante las dificultades del entorno externo, cobra importancia la necesidad de asegurar el buen funcionamiento de los mercados financieros nacionales. A medida que los bancos mundiales y los inversionistas extranjeros reducen sus exposiciones en las economías de la región, aumentará la importancia relativa del financiamiento interno. Para evitar una escasez de crédito a gran escala, será importante mantener condiciones estables para el financiamiento (en moneda nacional) y facilitar el flujo de crédito. Muchos países ya han tomado medidas para suministrar liquidez y fomentar el flujo de crédito, especialmente para el sector empresarial (destacándose los casos de Brasil y México). Varios han solicitado respaldo del FMI, en algunos casos mediante acuerdos precautorios (Costa Rica, El Salvador), y en otros, como el caso de México, a través de la nueva Línea de Crédito Flexible. Si bien los sistemas financieros nacionales actualmente son más resistentes que en el pasado, no se puede descartar la posibilidad de que se presenten dificultades bancarias en ciertos casos, ante el desfavorable entorno externo. Por lo tanto, se necesitarán nuevas mejoras en las redes de protección financiera y en los marcos de resolución bancaria.

Las economías de Oriente Medio se preparan para hacer frente a los shocks mundiales

La crisis mundial no ha eximido a los países de Oriente Medio. La fuerte caída del precio del petróleo está afectando severamente a la región (gráfico 2.8). El deterioro de las condiciones del financiamiento externo y el cambio de sentido en los flujos de capital también están causando perjuicios: en toda la región, los mercados locales de bienes raíces y de acciones están bajo intensas presiones, se han deteriorado las condiciones de liquidez interna, los diferenciales de crédito para algunas empresas han aumentado

Cuadro 2.7. PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de Oriente Medio

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real				Precios al consumidor ¹				Saldo en cuenta corriente ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Oriente Medio	6,3	5,9	2,5	3,5	10,5	15,6	11,0	8,5	18,2	18,8	-0,6	3,2
Exportadores de petróleo³	6,2	5,6	2,2	3,7	10,9	16,7	10,3	8,8	21,9	22,5	0,2	5,0
Irán, República Islámica del	7,8	4,5	3,2	3,0	18,4	26,0	18,0	15,0	11,9	5,2	-5,2	-3,6
Arabia Saudita	3,5	4,6	-0,9	2,9	4,1	9,9	5,5	4,5	25,1	28,9	-1,8	4,5
Emiratos Árabes Unidos	6,3	7,4	-0,6	1,6	11,1	11,5	2,0	3,1	16,1	15,8	-5,6	-1,0
Kuwait	2,5	6,3	-1,1	2,4	5,5	10,5	6,0	4,8	44,7	44,7	25,8	29,3
Mashreq	6,7	6,9	3,4	3,1	9,1	12,2	13,4	7,5	-1,9	-2,7	-4,4	-5,3
Egipto	7,1	7,2	3,6	3,0	11,0	11,7	16,5	8,6	1,4	0,5	-3,0	-4,1
República Árabe Siria	4,2	5,2	3,0	2,8	4,7	14,5	7,5	6,0	-3,3	-4,0	-3,1	-4,4
Jordania	6,6	6,0	3,0	4,0	5,4	14,9	4,0	3,6	-16,8	-12,7	-11,2	-10,6
Líbano	7,5	8,5	3,0	4,0	4,1	10,8	3,6	2,1	-7,1	-11,4	-10,5	-10,0
<i>Partida informativa</i>												
Israel	5,4	3,9	-1,7	0,3	0,5	4,7	1,4	0,8	2,8	1,2	1,1	0,3

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.

³Incluye Arabia Saudita, Bahrein, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Libia, Omán, Qatar, la República Árabe Siria, la República del Yemen y la República Islámica del Irán.

drásticamente, en unos cuantos países han surgido tensiones en el sistema financiero y los fondos soberanos de inversión han sufrido pérdidas en sus inversiones en los mercados mundiales. Además, el considerable descenso de la demanda externa (incluso la proveniente de los países de la región del Golfo) está frenando el crecimiento de las exportaciones, las remesas de trabajadores y los ingresos del turismo (Egipto, Jordania, Líbano).

Aunque se han adoptado políticas muy expansivas para mitigar el impacto, se prevé que estos shocks producirán graves efectos negativos sobre la actividad económica. Según las previsiones, el crecimiento en la región en su conjunto caerá del 6% en 2008 al 2½% en 2009 (cuadro 2.7). Las desaceleraciones del crecimiento serán similares, en términos generales, en los países petroleros y no petroleros⁷, aunque las causas son bastante diferentes. Entre los países petroleros, se prevé que la desacelera-

ción más tajante ocurrirá en los Emiratos Árabes Unidos, donde la salida de fondos externos (que habían ingresado al país basándose en la especulación en torno a una revaluación de la moneda) ha contribuido a una gran contracción de la liquidez, una considerable caída en los precios de los bienes raíces y las acciones y una apreciable presión sobre el sistema bancario. Los Emiratos Árabes Unidos, que son un importante centro financiero, también sufrirán los efectos de la menor actividad en el ámbito de las operaciones financieras y las fusiones y adquisiciones a escala mundial. Al otro lado del espectro se encuentra Qatar, que según las proyecciones crecerá un 18% en 2009 (frente al 16½% en 2008), ya que se prevé que su producción de gas natural se duplicará en el presente año. Entre los países no petroleros, Líbano puede experimentar la desaceleración más profunda, puesto que la difícil situación de liquidez externa eleva el costo del servicio de la deuda, y la desaceleración en el Golfo reduce las remesas. Al mismo tiempo, para la región en su conjunto, se proyecta una rápida moderación de las presiones inflacionarias, a raíz de

⁷El grupo incluye a Arabia Saudita, Bahrein, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Libia, Omán, Qatar, la República del Yemen y la República Islámica del Irán.

la disminución de los precios de las materias primas, los arrendamientos y la actividad económica. Se prevé que el saldo en cuenta corriente de la región pase a una pequeña situación de déficit. La merma de los superávits en los países petroleros siembra las condiciones para un considerable deterioro de los saldos fiscales, ya que al disminuir los ingresos los gobiernos recurrirán a las reservas acumuladas durante el auge reciente para sostener la demanda interna y mantener los proyectos de inversión en curso.

Al igual que en las demás regiones, los riesgos a la baja que pesan sobre las perspectivas son considerables. Primero, un prolongado período de perturbación económica mundial podría llevar a los países exportadores de petróleo a reevaluar sus expectativas con respecto a los precios del petróleo a largo plazo y, en consecuencia, a restringir sus planes de gasto en infraestructura e inversión en producción de petróleo, lo cual empañaría las perspectivas de crecimiento para toda la región. Segundo, la profundización de las correcciones de precios de los activos repercutiría en los balances de las empresas y, en última instancia, de los bancos, creando presiones aún mayores sobre las instituciones financieras de la región. Tercero, una recesión mundial más prolongada implicaría un nivel aún más bajo de exportaciones, turismo y remesas para los países de la región.

Las políticas de apoyo, que se basan en las reservas acumuladas durante los años de auge, procuran amortiguar el impacto de la crisis mundial. En muchos países, el alto nivel del gasto público está llenando el vacío dejado por la reducción de la actividad del sector privado (Arabia Saudita, Kuwait, Libia, Omán, Qatar) y será esencial para el crecimiento en toda la región. En cuanto a la política monetaria, los bancos centrales de la región han actuado acertadamente al suministrar liquidez y al reducir el encaje legal y las tasas de interés (Arabia Saudita, Egipto, los Emiratos Árabes Unidos, Jordania, Kuwait). Al respecto, los países con regímenes cambiarios de paridad fija (Arabia Saudita, Bahrein, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Libia, Omán, Qatar, la República Árabe

Siria) se han beneficiado con la continuidad de la política monetaria expansiva en Estados Unidos. En el sector financiero, los diversos países de la región están viéndose sometidos a distintos grados de presión debido a la exposición de los bancos al riesgo de crédito derivado del hundimiento de los mercados inmobiliarios y las bolsas de valores y a las condiciones más restrictivas de la liquidez externa. En los países más afectados hasta el momento, la aplicación de medidas de política ha sido relativamente rápida, y las autoridades han adoptado un gran número de medidas para reforzar la confianza e impedir una crisis bancaria sistémica. Entre esas medidas figura la adopción de una garantía general de depósitos (los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait), el suministro de liquidez y la inyección de capital a los bancos (Arabia Saudita, los Emiratos Árabes Unidos, Qatar). No obstante, en unos cuantos países podría requerirse un respaldo adicional del gobierno.

Peligran los progresos económicos en África, logrados con tanto esfuerzo

Los vínculos relativamente tenues con las economías avanzadas no han protegido a los países africanos de la turbulencia económica mundial (gráfico 2.9). El principal shock que sacude al continente es el fuerte deterioro del crecimiento externo, que está reduciendo la demanda de exportaciones de África y mermando las remesas de los trabajadores. La caída vertiginosa de los precios de las materias primas también está castigando a los países con abundantes recursos naturales de la región⁸. Además, el endurecimiento de las condiciones de crédito en todo el mundo está reduciendo los flujos de inversión extranjera directa y revirtiendo los flujos de cartera, especialmente los dirigidos hacia mer-

⁸El grupo de países exportadores de petróleo incluye a Angola, Argelia, Camerún, Chad, Gabón, Guinea Ecuatorial, Nigeria, la República del Congo y Sudán. El grupo de países no exportadores de combustibles incluye a Burkina Faso, Burundi, Guinea, Guinea-Bissau, Malawi, Malí, Mauritania, Mozambique, Namibia, la República Democrática del Congo y Sierra Leona.

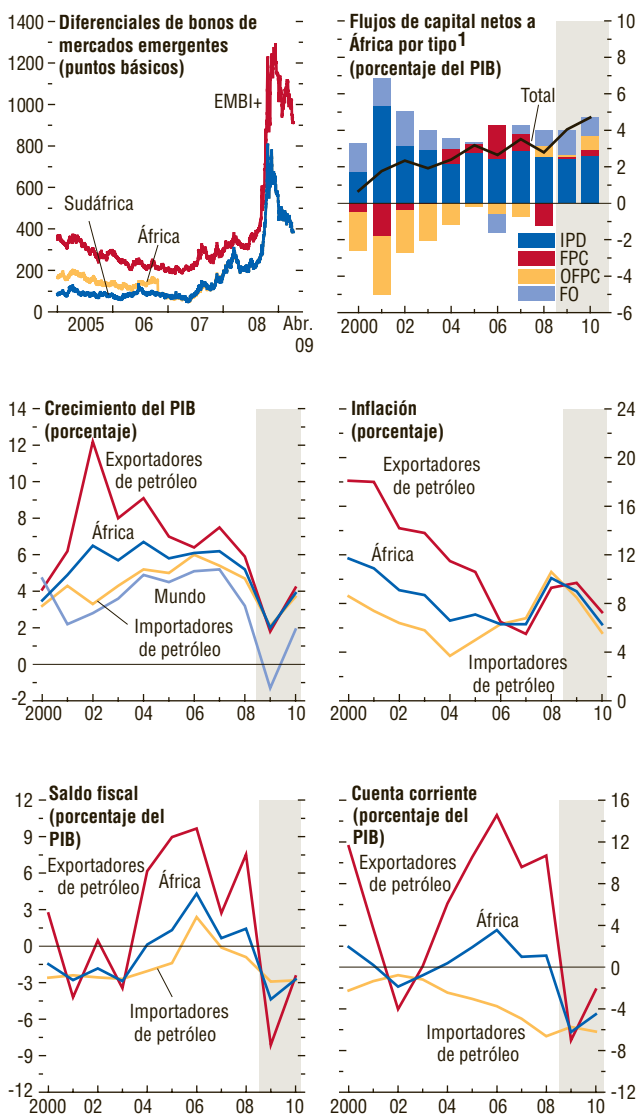
cados emergentes y fronterizos (Ghana, Kenya, Nigeria, Sudáfrica, Túnez). Estos shocks externos están causando una aguda desaceleración de la actividad económica. Para la región en su conjunto, se prevé que el crecimiento bajará del 5¼% registrado en 2008 a menos del 2% en 2009 (cuadro 2.8). En promedio, la caída será más pronunciada en los países exportadores de petróleo (Angola, Guinea Ecuatorial) y en mercados emergentes y fronterizos clave (Botswana, Mauricio, Sudáfrica), que se han visto afectados por los tres shocks que azotan al continente. Se prevé que la economía de Sudáfrica, por ejemplo, se contraerá aproximadamente ¼% en 2009, su menor tasa de crecimiento en un decenio, ya que las salidas de capital están forzando un drástico ajuste en los precios de los activos (principalmente en los mercados de acciones, bonos y divisas) y en la actividad real.

La profunda caída de la actividad económica en toda la región y el fuerte deterioro de los precios de los alimentos y los combustibles contendrán las presiones de inflación. No obstante, para la región en su conjunto, se prevé que la inflación disminuirá gradualmente, pasando del 10% en 2008 al 9% en 2009, ya que el efecto de traslado de las variaciones de los precios de las materias primas a los precios al consumidor es más reducido que en las economías avanzadas.

Al mismo tiempo, se prevé que los saldos fiscales y externos se deteriorarán considerablemente. A medida que merman los ingresos provenientes de las materias primas, se prevé que el saldo fiscal de toda la región se deteriorará cerca de 5¾ puntos porcentuales, hasta situarse en un déficit del 4½% del PIB en 2009. Ello obedecerá principalmente a la enorme variación de los saldos fiscales de los países exportadores de petróleo (Angola, Guinea Ecuatorial, Nigeria, la República del Congo). También se proyecta un deterioro del saldo en cuenta corriente de la región, que pasará de un superávit del 1% en 2008 a un déficit del 6½% del PIB en 2009. Asimismo, se prevé un deterioro más pronunciado (de dos dígitos) en muchos exportadores de materias primas (Angola, Argelia, Gabón, Guinea Ecuatorial, Nigeria), que se verán doblemente

Gráfico 2.9. África: Peligran los avances logrados con tanto esfuerzo

África tampoco ha sido inmune a la crisis financiera mundial; el desplome de la demanda externa y de los precios de las materias primas y el endurecimiento de las condiciones mundiales de crédito han hecho que se eleve el costo de endeudamiento externo y que disminuyan los flujos de capital al continente. Por esta razón, se prevé una desaceleración considerable del crecimiento y la inflación. Los saldos fiscales y externos se deteriorarán drásticamente, sobre todo en los países exportadores de materias primas.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets y cálculos del personal técnico del FMI.
 1IPD: inversión privada directa; FPC: flujos privados de cartera; OFPC: otros flujos privados de capital; FO: flujos oficiales.

Cuadro 2.8. PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de África
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real				Precios al consumidor ¹				Saldo en cuenta corriente ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
África	6,2	5,2	2,0	3,9	6,3	10,1	9,0	6,3	1,0	1,0	-6,5	-4,7
Magreb	3,5	4,0	3,0	4,0	3,0	4,4	3,9	3,2	12,1	10,6	-2,1	-0,8
Argelia	3,0	3,0	2,1	3,9	3,6	4,5	4,6	3,4	22,6	23,2	-1,7	1,4
Marruecos	2,7	5,4	4,4	4,4	2,0	3,9	3,0	2,8	0,2	-5,6	-2,5	-3,0
Túnez	6,3	4,5	3,3	3,8	3,1	5,0	3,2	3,4	-2,6	-4,5	-2,9	-4,3
Subsahariana	6,9	5,5	1,7	3,8	7,2	11,7	10,4	7,1	-2,2	-1,8	-7,7	-5,9
Cuerno de África³	10,7	8,9	5,1	5,7	11,3	18,9	22,1	10,2	-10,3	-8,6	-9,4	-8,5
Etiopía	11,5	11,6	6,5	6,5	15,8	25,3	42,2	13,3	-4,5	-5,8	-5,8	-5,8
Sudán	10,2	6,8	4,0	5,0	8,0	14,3	9,0	8,0	-12,5	-9,3	-11,6	-10,0
Grandes Lagos³	7,3	6,1	4,3	5,1	9,1	11,9	13,1	7,5	-4,8	-8,1	-8,6	-9,2
Congo, Rep. Dem. del	6,3	6,2	2,7	5,5	16,7	18,0	33,9	19,9	-1,5	-15,4	-26,1	-28,7
Kenya	7,0	2,0	3,0	4,0	9,8	13,1	8,3	5,0	-4,1	-6,7	-3,6	-4,6
Tanzanía	7,1	7,5	5,0	5,7	7,0	10,3	10,9	5,7	-9,0	-9,7	-8,7	-8,8
Uganda	8,6	9,5	6,2	5,5	6,8	7,3	13,7	7,4	-3,1	-3,2	-6,2	-6,5
África meridional³	11,8	9,4	-1,7	7,2	10,1	11,6	10,3	7,6	7,0	8,1	-8,5	-4,0
Angola	20,3	14,8	-3,6	9,3	12,2	12,5	12,1	8,9	15,9	21,2	-8,1	0,1
Zimbabwe ⁴	-6,1	...	...	...	10.452,6	...	...	...	-1,4	...	...	...
África occidental y central³	5,6	4,9	2,8	3,1	4,7	10,0	10,0	7,1	1,0	0,9	-8,2	-4,9
Ghana	6,1	7,2	4,5	4,7	10,7	16,5	14,6	7,6	-11,7	-18,2	-10,9	-14,0
Nigeria	6,4	5,3	2,9	2,6	5,5	11,2	14,2	10,1	5,8	4,5	-9,0	-3,5
Zona del franco CFA³	4,6	4,1	2,6	3,4	1,5	7,0	3,9	3,1	-3,3	-1,1	-6,8	-5,4
Camerún	3,5	3,4	2,4	2,6	1,1	5,3	2,3	2,0	0,8	0,4	-5,8	-5,1
Côte d'Ivoire	1,6	2,3	3,7	4,2	1,9	6,3	5,9	3,2	-0,7	2,4	1,6	-1,6
Sudáfrica	5,1	3,1	-0,3	1,9	7,1	11,5	6,1	5,6	-7,3	-7,4	-5,8	-6,0
<i>Partidas informativas</i>												
Importadores de petróleo	5,4	4,7	2,1	3,7	6,8	10,6	8,5	5,6	-5,0	-6,9	-6,1	-6,6
Exportadores de petróleo ⁵	7,5	5,9	1,8	4,2	5,5	9,3	9,7	7,3	9,6	10,7	-7,0	-2,2

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.

³Los países que integran este grupo regional figuran en el cuadro F del apéndice estadístico.

⁴No se muestran proyecciones para el año 2008 y siguientes. Las cifras de inflación para 2007 son estimaciones.

⁵Incluye Chad y Mauritania.

afectados por disminuciones en los volúmenes de exportación y en los precios. En vista de las condiciones restrictivas que siguen afectando al crédito mundial, se prevé que el financiamiento de los déficits externos seguirá siendo difícil en unos cuantos mercados emergentes y fronterizos (Ghana, Nigeria, Sudáfrica, Tanzania).

Al igual que en las demás regiones, los riesgos para las perspectivas siguen inclinándose a la baja. El principal peligro se deriva de una caída más profunda y prolongada en el crecimiento mundial, que reduciría la demanda de exportaciones y los ingresos por turismo y haría

menguar aún más las remesas de trabajadores. La compresión del crédito mundial también podría reducir la inversión extranjera directa y los flujos de cartera mucho más de lo previsto actualmente. Además, los sistemas bancarios nacionales podrían perder solidez con el tiempo a raíz del deterioro de la calidad del crédito (debido a la desaceleración del crecimiento), pérdidas en activos financieros y repatriaciones de capital por parte de las casas matrices de los bancos (extranjeros). Un factor sumamente importante podría ser que, ante la ausencia de redes de protección social adecuadas, la crisis

podría generar un considerable aumento de la pobreza en varios países.

Con este telón de fondo, la prioridad clave para las autoridades a cargo de la política económica debe ser contener los efectos perniciosos de la crisis sobre el crecimiento económico y la pobreza, preservando al mismo tiempo las mejoras obtenidas con tanto esfuerzo en los últimos años, como la estabilidad macroeconómica y la sostenibilidad de la deuda. Las recomendaciones concretas son las siguientes:

- En lo posible, la política fiscal debería amortiguar los efectos adversos de la crisis. Las circunstancias varían considerablemente de un país a otro: algunos países tienen espacio fiscal para un estímulo adicional mediante políticas, ya que sus niveles de endeudamiento son bastante bajos; otros estarían en condiciones de sostener (o ajustar gradualmente) los planes de gasto actuales, dejando que operen los estabilizadores automáticos, por lo menos hasta cierto punto.
- La política monetaria y cambiaria puede servir como apoyo en algunos casos. Si bien los regímenes cambiarios limitan las opciones de política en muchos países, la política monetaria puede estimular la demanda interna en otros países con mayor flexibilidad cambiaria, especialmente si las presiones inflacionarias siguen cediendo. De hecho, el Banco de la Reserva de Sudáfrica ya ha recortado su tasa de política monetaria en una cifra acumulativa de 200 puntos básicos desde principios de diciembre. Incluso en los países con menor flexibilidad cambiaria —como los que pertenecen a la Unión Económica y Monetaria del África Occidental (UEMAO) y la Comunidad Económica y Monetaria de África Central (CEMAC)— se podría crear un margen limitado de maniobra para aplicar políticas expansivas, en vista de las decisiones de política del BCE, el descenso de la inflación, el debilitamiento de la demanda y, especialmente en lo que respecta a la CEMAC, las reservas existentes que permiten amortiguar el impacto. En este sentido, el nuevo servicio establecido por el banco central de la

UEMAO intenta aliviar la escasez de liquidez en los mercados internos.

- En el sector financiero, dadas las posibles repercusiones de la desaceleración de la actividad en el sector real, los esfuerzos deben centrarse en vigilar de cerca los balances de las instituciones financieras y prepararse para actuar sin demora de ser necesario. Al respecto, será importante aclarar las facultades de intervención de bancos y estar dispuestos a adoptar los mecanismos de garantía de depósitos que sean necesarios.

Si bien unos cuantos países tienen margen de maniobra para aplicar políticas, otros tienen limitaciones muy serias en cuanto al financiamiento externo e interno. Para estos últimos, un apoyo adicional por parte de donantes es crucial para atenuar las secuelas sociales de la crisis y preservar los avances en estabilidad macroeconómica conseguidos con tanto esfuerzo.

Referencias

- Balke, Nathan S., 2000, "Credit and Economic Activity: Credit Regimes and Nonlinear Propagation of Shocks", *Review of Economics and Statistics*, vol. 82, No. 2, págs. 344–49.
- Benes, Jaromir, Kevin Clinton y Douglas Laxton, de próxima publicación, "House Price and Country Risk Premium Shocks Under Flexible and Pegged Exchange Rates", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bernanke, Ben S., 2007, "The Financial Accelerator and the Credit Channel", discurso pronunciado en la conferencia "The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century" del Banco de la Reserva Federal de Atlanta, 27 de junio. Disponible en www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20070615a.htm.
- Bertaut, Carol C., 2002, "Equity Prices, Household Wealth, and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries: Wealth Effects in the 1990s", International Finance Discussion Paper No. 724 (Washington: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal).
- Boone, Laurence, y Nathalie Girouard, 2002, "The Stock Market, the Housing Market and Consumer Behaviour", *OECD Economic Studies*, vol. 32, No. 2, págs. 175–200.

- Buiter, Willem, 2008, "Housing Wealth Isn't Wealth", NBER Working Paper No. 14204 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Campbell, John Y., y João F. Cocco, 2007, "How Do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, No. 3, págs. 591–621.
- Carroll, Christopher D., Misuzu Otsuka y Jirka Slacalek, 2006, "How Large Is the Housing Wealth Effect? A New Approach", NBER Working Paper No. 12746 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Case, Karl E., John M. Quigley y Robert J. Shiller, 2005, "Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market", *Advances in Macroeconomics*, vol. 5, No. 1, págs. 1–32.
- Catte, Pietro, Nathalie Girouard, Robert Price y Christophe André, 2004, "Housing Markets, Wealth and the Business Cycle", Department Working Paper No. 394 (París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos).
- Debelle, Guy, 2004, "Macroeconomic Implications of Rising Household Debt", BIS Working Paper No. 153 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- de Larosière Group, 2009, "The High-Level Group on Financial Supervision in the EU" (Bruselas, 25 de febrero).
- Grant, Charles, y Tuomas Peltonen, 2008, "Housing and Equity Wealth Effects of Italian Households", ECB Working Paper No. 857 (Fráncfort: Banco Central Europeo).
- Gray, Gavin, Thomas Harjes, Andy Jobst, Douglas Laxton, Natalia Tamirisa y Emil Stavrev, 2007, "The Euro and New Member States", en *Euro Area Policies: Selected Issues*, IMF Country Report No. 07/259 (Washington: Fondo Monetario Internacional), págs. 5–45.
- King, Mervyn, 1998, discurso pronunciado en la conferencia anual de la Building Societies Association, Bournemouth, Reino Unido, 27 de mayo. Disponible en www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/1998/speech20.htm.
- Lehnert, Andreas, 2004, "Housing, Consumption, and Credit Constraints", Finance and Economics Discussion Paper No. 2004-63 (Washington: Junta de la Reserva Federal).
- Ludwig, Alexander, y Torsten Sløk, 2004, "The Relationship between Stock Prices, House Prices and Consumption in OECD Countries", *Topics in Macroeconomics*, vol. 4, No. 1, Artículo 4.
- Paiella, Monica, 2004, "Does Wealth Affect Consumption? Evidence from Italy", Economic Working Paper No. 510 (Roma: Banco de Italia).
- Sierminska, Eva, y Yelena Takhtamanova, 2007, "Wealth Effects out of Financial and Housing Wealth: Cross Country and Age Group Comparisons", Working Paper No. 2007-01 (San Francisco: Banco de la Reserva Federal de San Francisco).
- Skinner, Jonathan, 1993, "Is Housing Wealth a Sideshow?", NBER Working Paper No. 4552 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Slacalek, Jirka, 2006, "What Drives Personal Consumption? The Role of Housing and Financial Wealth", DIW Berlin Discussion Paper No. 647 (Berlín: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung).
- Trichet, Jean-Claude, 2007, "Towards the Review of the Lamfalussy Approach—Market Developments, Supervisory Challenges and Institutional Arrangements", *BIS Review*, vol. 45, No. 007 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).

En este capítulo se examinan las recesiones y recuperaciones en las economías avanzadas y la función que cumplen las políticas macroeconómicas anticíclicas. ¿Difieren las recesiones y recuperaciones vinculadas a crisis financieras de otros tipos de recesiones y recuperaciones? ¿Cuáles son las principales características de las recesiones mundialmente sincronizadas? ¿Pueden las políticas anticíclicas ayudar a acortar la duración de las recesiones e impulsar las recuperaciones? Según los datos, las recesiones vinculadas a crisis financieras tienden a ser inusualmente agudas y las recuperaciones por lo general son lentas. Análogamente, las recesiones mundialmente sincronizadas suelen ser largas y profundas, y sus recuperaciones tienden a ser débiles. Una política monetaria anticíclica puede ayudar a acortar la duración de las recesiones, pero en las crisis financieras su eficacia se ve limitada. En cambio, una política fiscal expansiva parece resultar especialmente eficaz a la hora de acortar la duración de las recesiones vinculadas a crisis financieras e impulsar la recuperación. Sin embargo, su eficacia disminuye en función del nivel de deuda pública. Estos resultados hacen pensar que quizá la recesión actual sea excepcionalmente prolongada y aguda, y que la recuperación posterior se dilate. No obstante, la toma de medidas firmemente anticíclicas, sumada a un restablecimiento de la confianza en el sector financiero, podría ayudar a dar un impulso a la recuperación.

La economía mundial está experimentando la contracción más profunda del período posterior a la segunda guerra mundial, conforme la crisis financiera se propaga rápidamente por todo el mundo (véanse los capítulos 1 y 2). Numerosas economías avanzadas han entrado en recesión, y las economías del resto del mundo se han desacelerado drásticamente. El comercio mundial y los

Nota: Los autores principales de este capítulo son Marco E. Terrones, Alasdair Scott y Prakash Kannan, con la colaboración de Gavin Asdorian y Emory Oakes. Francis Diebold y Don Harding brindaron asesoramiento. Jörg Decressin supervisó la elaboración del capítulo.

flujos financieros están retrayéndose, al tiempo que se acumulan pérdidas de producto y empleo. Los mercados de crédito permanecen paralizados, ya que los prestatarios se ven enfrascados en un prolongado proceso de desapalancamiento y los bancos se esfuerzan por mejorar su salud financiera.

Muchos de los aspectos de la actual crisis son nuevos e imprevistos¹. Un rasgo distintivo de la perturbación es que conjuga una crisis financiera en el corazón de la economía más grande del mundo con una desaceleración a escala mundial. Pero las crisis financieras —episodios en los que se produce una alteración generalizada de las instituciones financieras y del funcionamiento de los mercados financieros— no son nuevas². Ni tampoco lo son las recesiones mundialmente sincronizadas. Por lo tanto, la historia puede ayudar a entender el presente.

Para considerar el actual ciclo desde una perspectiva histórica, en este capítulo se abordan algunas cuestiones generales sobre la naturaleza de las recesiones y las recuperaciones y sobre la función de las políticas anticíclicas:

- ¿Difieren las recesiones y recuperaciones vinculadas a crisis financieras de otros tipos de recesiones y recuperaciones?
- ¿Son distintas las recesiones mundialmente sincronizadas?
- ¿Cómo inciden las políticas en las características de las recesiones y recuperaciones?

Para arrojar luz sobre estos temas, en este capítulo se examina la dinámica de los ciclos económicos a lo largo de los últimos 50 años. El análisis complementa estudios previos sobre diversas

¹Véanse informes detallados de los aspectos financieros de la crisis en FMI (2008), Greenlaw *et al.* (2008) y Brunnermeier (2009).

²Un análisis clásico de las crisis financieras es el de Kindleberger (1978). Reinhart y Rogoff (2008b) demuestran que las crisis financieras han ocurrido de manera “equitativa” en las economías avanzadas y menos avanzadas.

dimensiones de los ciclos económicos³, tales como un estudio exhaustivo de las recesiones y recuperaciones en 21 economías avanzadas⁴, una clasificación de las recesiones según sus causas subyacentes y una evaluación del impacto de las políticas fiscales y monetarias en las recesiones y recuperaciones. Al igual que en la mayoría de otros estudios sobre este tema, en el capítulo se recurre con frecuencia a los análisis de eventos y las relaciones estadísticas.

Las principales conclusiones del capítulo relacionadas con los elementos comunes de los diferentes ciclos económicos son las siguientes:

- Las recesiones en las economías avanzadas en los últimos 20 años han sido cada vez menos frecuentes y más suaves, mientras que los períodos de expansión se han hecho más prolongados, debido en parte a la “Gran Moderación” de los ciclos económicos de las economías avanzadas.
- Las recesiones vinculadas a crisis financieras se han tornado más agudas y persistentes que las recesiones vinculadas a otros shocks. Las recuperaciones posteriores a esas recesiones han tendido a ser más lentas, y han estado relacionadas con una floja demanda interna y condiciones restrictivas del crédito.
- Las recesiones muy sincronizadas entre los países han sido más prolongadas y profundas que las limitadas a una región. Las recuperaciones posteriores a estas recesiones por lo general han sido débiles, y las exportaciones han desempeñado en ellas un papel mucho menor que en las recesiones menos sincronizadas.

Las implicaciones que estas conclusiones tienen para la situación actual invitan a reflexionar. La desaceleración vigente es muy sincronizada y está vinculada a una profunda crisis financiera, una combinación de fenómenos poco usual en el período de posguerra. Por lo tanto, es probable que la

desaceleración sea inusualmente aguda, y se prevé que la recuperación será lenta. No debe sorprender entonces que muchos analistas que buscan identificar paralelos históricos del episodio actual estén centrando su atención en la Gran Depresión de los años treinta, que ha sido con gran diferencia la recesión más profunda y larga en la historia de la mayoría de las economías avanzadas (véase un análisis más pormenorizado en el recuadro 3.1).

En cuanto a las políticas, las principales conclusiones son las siguientes:

- La política monetaria parece haber sido un factor que contribuyó mucho a poner fin a las recesiones e impulsar las recuperaciones. Sin embargo, su eficacia disminuye en el período posterior a una crisis financiera.
- Los estímulos fiscales dan la impresión de resultar particularmente útiles durante las recesiones vinculadas a crisis financieras. Los estímulos también están asociados a recuperaciones más vigorosas; no obstante, el efecto de la política fiscal sobre la intensidad de la recuperación es más leve en el caso de las economías con niveles más altos de deuda pública.

Esto hace pensar que para mitigar la gravedad de la actual recesión y afianzar la recuperación se precisan medidas enérgicas de tipo monetario y, particularmente, fiscal que apoyen la demanda a corto plazo, aunque tomando precauciones para preservar la sostenibilidad de la deuda pública a mediano plazo. Pero aun si se toman esas medidas, el retorno a una situación de crecimiento económico firme depende de que se restablezca la salud del sector financiero. De hecho, una de las enseñanzas más importantes de la Gran Depresión, y de episodios de crisis financieras más recientes, es que la restauración de la confianza en el sector financiero resulta esencial para consolidar la recuperación (recuadro 3.1).

El capítulo está organizado de la siguiente manera. En la primera sección se presentan hechos estilizados básicos sobre recesiones y recuperaciones en las economías avanzadas durante los últimos 50 años. En la segunda sección se examinan las diferencias clave entre las distintas recesiones y recuperaciones según los diversos tipos de shocks y los diferentes grados de sincronización,

³Concretamente, en este estudio se amplían los análisis efectuados en el capítulo 3 de la edición de abril de 2002 de *Perspectivas de la economía mundial*, el capítulo 4 de la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*, y Claessens, Kose y Terrones (2008).

⁴La muestra comprende los siguientes países: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, los Países Bajos, Portugal, el Reino Unido, Suecia y Suiza.

Recuadro 3.1. ¿Se parece la actual crisis a la Gran Depresión?

La actual crisis mundial es la crisis financiera más grave desde la Gran Depresión, y eso lleva a comparar el fenómeno en curso con el precedente histórico. En este recuadro se examinan ambos episodios, prestando especial atención a las singulares condiciones financieras reinantes al comienzo de cada uno¹.

De recesión en Estados Unidos a la Gran Depresión

La Gran Depresión sigue siendo la recesión más aguda jamás registrada en Estados Unidos y en muchos otros países (primer gráfico). La producción disminuyó marcadamente, el desempleo se disparó y los precios entraron en una espiral deflacionaria. Se ha formado un consenso general con respecto a cómo una recesión severa en Estados Unidos dio paso a una depresión mundial²:

- En agosto de 1929 comenzó una recesión en Estados Unidos. En general se considera que la causa inicial fue la aplicación de una política monetaria más restrictiva durante el año previo para contrarrestar la especulación en la bolsa. En octubre de 1929, esta se desplomó, lo cual provocó una fuerte caída del consumo, en parte debido a un aumento de la incertidumbre acerca de los ingresos futuros.
- La recesión se agravó y se convirtió en depresión en 1931–32. Surgieron círculos viciosos de repercusiones entre el sector financiero y la economía real, que desencadenaron una pertinaz deflación de la deuda³, y cuatro olas de corridas y quiebras bancarias entre 1930 y 1933. El consumo privado y la inversión se contrajeron drásticamente.

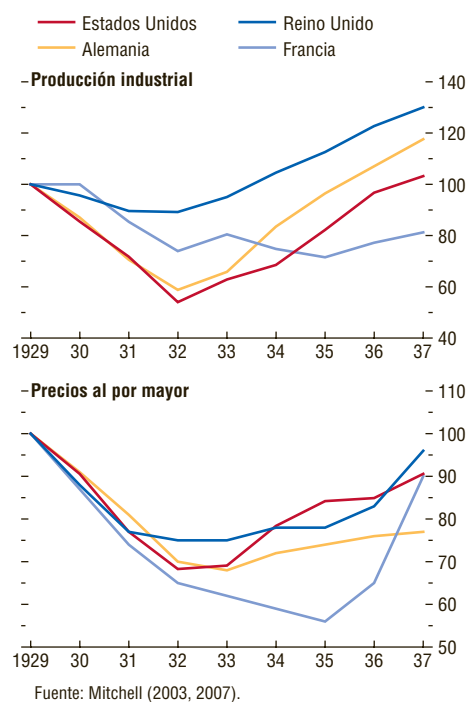
El autor principal de este recuadro es Thomas Helbling.

¹Bordo (2008), Eichengreen (2008) y Romer (2009) también realizaron comparaciones históricas.

²Véanse Bernanke (1993), Romer (1993), Calomiris (1993), Eichengreen (1992) y Temin (1989, 1993).

³La caída de los precios de los bienes y servicios incrementa la carga real de la deuda nominal y socava la solvencia de los prestatarios, reduciendo su capacidad de financiamiento (o refinanciamiento) y gasto, lo cual agudiza la contracción de la demanda agregada y las presiones a la baja sobre los precios (Fisher, 1933). Esto a su vez restringe la solvencia de los intermediarios financieros debido al incremento del riesgo de crédito.

Actividad y precios durante la Gran Depresión (1929 = 100)



- La desaceleración en Estados Unidos tuvo efectos contractivos a escala mundial. El desplome de la bolsa dio lugar a caídas de los precios y pérdidas de riqueza en otros lugares, mientras que la merma de la demanda agregada de Estados Unidos tuvo un efecto perjudicial que se transmitió entre los países a través de los canales del comercio. Además, la crisis financiera de Estados Unidos se propagó directamente al resto del mundo mediante otros factores, como la disminución de los capitales provenientes de Estados Unidos. En general se considera que el patrón de cambio oro vigente en aquella época fue un importante canal de transmisión, ya que los flujos de oro que llegaban a Estados Unidos generaron un endurecimiento de las condiciones monetarias internas en otros países.

Está ampliamente aceptado que la falta de una respuesta coherente en materia de política macroeconómica por parte de Estados Unidos y muchos otros países fue un factor que contribuyó mucho a la gravedad y la duración de la depresión

Recuadro 3.1 (continuación)

mundial⁴. Las políticas ayudaron a propiciar una recuperación cuando, a comienzos de 1933, el flamante gobierno de Franklin Roosevelt adoptó políticas reflacionarias que sirvieron para contrarrestar las expectativas deflacionarias y reforzar la confianza en el sistema bancario (véase más adelante)⁵.

Comparaciones con la crisis actual

Al comparar la crisis actual con la Gran Depresión conviene hacer distinciones entre las condiciones iniciales, la transmisión y las respuestas en materia de política. Una importante característica común es que la economía de Estados Unidos ha sido el epicentro de ambas crisis. Dado el peso de dicha economía, una desaceleración en ese país prácticamente garantiza que habrá repercusiones a escala mundial. Esto diferencia a la crisis actual y a la Gran Depresión de muchas otras crisis financieras, que por lo general han ocurrido en economías más pequeñas y cuyo impacto mundial ha sido más localizado.

En ambos episodios, el rápido ritmo de expansión del crédito y la innovación financiera propiciaron un fuerte apalancamiento y dieron lugar a factores de vulnerabilidad frente a los shocks adversos⁶. Ahora bien, mientras que el auge del

crédito en los años veinte estaba en gran medida circunscrito a Estados Unidos, el auge durante 2004–07 fue mundial, con un mayor grado de apalancamiento y toma de riesgos en las economías avanzadas y muchos países de economías emergentes. Asimismo, los niveles de integración económica y financiera son ahora mucho más altos que durante el período de entreguerras, y por eso actualmente los shocks financieros en Estados Unidos tienen un mayor impacto en los sistemas financieros mundiales que en los años treinta⁷.

Por otro lado, las condiciones económicas mundiales eran más precarias a mediados de 1929. Alemania ya estaba en recesión, y los precios al por mayor y, en menor medida, los precios al consumidor se encontraban estancados o ya estaban a la baja en Alemania, el Reino Unido y Estados Unidos antes de que comenzara la recesión en este último país. Así, las presiones a la baja sobre los precios debidas a la desaceleración de la actividad generaron deflación casi de inmediato. En cambio, a mediados de 2008 la inflación estaba por encima de las metas en la mayoría de las economías, y eso brindó una cierta protección inicial.

Los problemas de liquidez y financiamiento de los bancos y otros intermediarios financieros fueron factores clave de transmisión en el sector financiero en ambos episodios. Pero la mecánica específica difiere en cada caso, dada la evolución de la estructura del sistema financiero desde los años treinta.

En la Gran Depresión, las presiones de liquidez y financiamiento se debieron al deterioro de la base de depósitos. Preocupados por el menoscabo

⁴Friedman y Schwartz (1963) ganaron notoriedad al sostener que la gravedad de la Gran Depresión podría atribuirse a errores de política monetaria: la Reserva Federal no pudo contrarrestar el endurecimiento de las condiciones monetarias debido a las quiebras de los bancos y al aumento de las relaciones efectivo-depósitos. Aunque algunos estudios posteriores han cuestionado algunas de las conclusiones de Friedman y Schwartz, el argumento principal sigue siendo válido (véase, por ejemplo, Calomiris, 1993).

⁵Véanse, por ejemplo, Eggertsson (2008), Romer (1990) y Temin y Wigmore (1990).

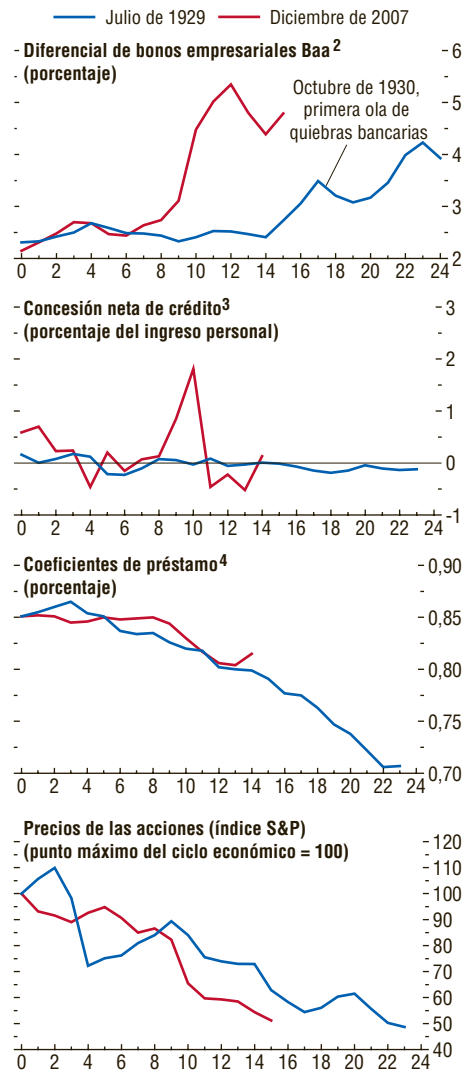
⁶En ambos casos la innovación financiera y el boom fueron fenómenos paralelos. En los años veinte, el crédito a los hogares creció con mucha más rapidez que el ingreso personal en Estados Unidos porque la rápida difusión de los bienes duraderos de consumo masivo estuvo vinculada a un veloz crecimiento del crédito para compras a plazos otorgado por instituciones financieras no bancarias (Eichengreen y Mitchener, 2003). Al mismo tiempo, las nuevas técnicas de comercialización de las acciones ayudaron a ampliar las participaciones de capital, en tanto que los fondos de inversión y los particulares empezaron a recurrir con más frecuencia a

préstamos sobre cuentas de margen para apalancar sus inversiones en acciones. En el episodio actual, la innovación financiera giró en torno a productos vinculados con el origen y la distribución de hipotecas (titulización, productos estructurados).

⁷Aun así, las precarias condiciones financieras a mediados de 1929 también tenían efectos transfronterizos. Las principales economías europeas dependían de los flujos de capital provenientes de Estados Unidos para mantener los tipos de cambio fijos bajo el patrón oro vigente en aquella época. La política monetaria más restrictiva adoptada por Estados Unidos en 1928 ya había desacelerado en cierta medida estos flujos (Kindleberger, 1993).

Factores financieros que inciden en Estados Unidos, presente y pasado¹

(El eje de las abscisas denota los meses transcurridos desde el punto máximo del ciclo económico)



Fuentes: Bernanke (1983); Junta de la Reserva Federal, y Haver Analytics.

¹ Los puntos máximos de los ciclos económicos los determina la Oficina Nacional de Investigación Económica de Estados Unidos (NBER, por sus siglas en inglés).

² Rendimiento medio de los bonos empresariales Baa sobre el rendimiento de letras del Tesoro a largo plazo.

³ Variaciones en los préstamos comerciales de los bancos.

⁴ Relación préstamos/depositos en 1929-31, relación préstamos/depositos en 2007-09 (ajustados por una constante para que concuerde con el valor inicial de junio de 2009).

del patrimonio neto de sus bancos y por la inexistencia de una garantía de depósitos, los depositantes retiraron sus fondos, es decir, la principal fuente de financiamiento externo de los bancos. Hubo cuatro olas de corridas bancarias. En total, aproximadamente un tercio de los bancos de Estados Unidos quebraron en 1930-33. Estas quiebras y pérdidas bancarias también repercutieron mucho en otras economías⁸. Concretamente, la quiebra del banco austriaco Creditanstalt en 1931, que acaparaba más de la mitad de todos los depósitos del sistema bancario del país, fue la precursora de posteriores corridas bancarias en otros países europeos, como Alemania. Estas quiebras se debían a pérdidas anteriores en oro y a temores de que los países abandonaran el patrón oro en circunstancias en que los depósitos de no residentes eran una importante fuente de financiamiento para muchos bancos europeos.

En la crisis actual, la seguridad que brinda la garantía de depósitos en gran medida ha impedido retiros masivos por parte de los depositantes particulares. Sin embargo, han surgido problemas de financiamiento para los bancos y otros intermediarios que dependen del financiamiento al por mayor en los mercados de dinero a corto plazo, en particular los que han emitido o que mantienen (directa e indirectamente) valores y derivados hipotecarios de Estados Unidos⁹. El principal motivo del deterioro de la base de financiamiento fue la preocupación con respecto al patrimonio neto de los intermediarios luego de las pérdidas resultantes del aumento de los incumplimientos de pago de hipotecas en Estados Unidos, en especial tras el cierre de Lehman Brothers, que implicó pérdidas ingentes para sus acreedores. Como consecuencia de los importantes vínculos transfronterizos en los mercados de dinero a corto plazo, estos problemas de financiamiento tuvieron un alcance internacional en las primeras etapas de la crisis.

Pese a las diferencias de mecánica, los efectos en el comportamiento de los intermediarios financieros son similares. Los problemas de financiamiento han ocasionado una contracción de

⁸ Véanse Kindleberger (1993) y Temin (1993).

⁹ Véanse Brunnermeier (2009) y Gorton (2008).

Recuadro 3.1 (conclusión)

los balances (desapalancamiento), liquidaciones masivas de activos (que intensifican las presiones a la baja sobre los precios), aumentos de las tenencias de activos líquidos y una disminución de los préstamos (o las tenencias de activos riesgosos) como proporción de los activos totales. Además, el sistema financiero de hoy en día está muy interconectado, y los efectos de esas interrelaciones han provocado una paralización en un mercado caracterizado por las operaciones múltiples y cuantiosas posiciones brutas.

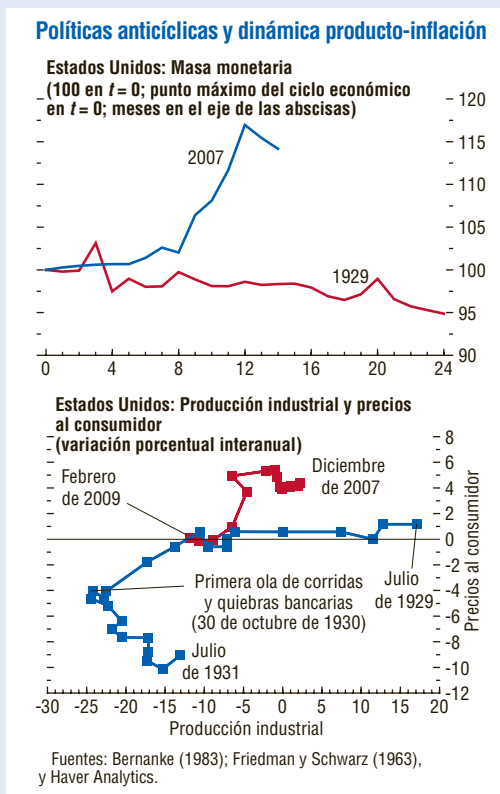
La manera en que estos factores financieros inciden a la larga en la economía real es similar en ambos episodios: reducen la disponibilidad de fondos externos para los prestatarios y elevan los costos marginales de los fondos (véase, por ejemplo, Bernanke, 1983). Al mismo tiempo, las pérdidas provocadas por el descenso de los precios de los activos, sumadas a las pérdidas operativas, reducen el patrimonio neto de los prestatarios, lo cual a su vez perjudica su solvencia crediticia y la de los intermediarios financieros conexos.

En el sistema financiero de Estados Unidos, las trayectorias de algunas variables financieras son extraordinariamente similares en ambos episodios (segundo gráfico)¹⁰: aumento de los diferenciales de los bonos para los prestatarios promedio; desaceleración del préstamo neto de los bancos, debida en parte a la reducción de la relación préstamos/depósitos o préstamos/activos a raíz del ajuste de los balances, y descenso —a un ritmo similar— de los precios de las acciones.

Respuestas de ayer y de hoy en materia de política

En las primeras etapas de la Gran Depresión prácticamente no se tomaron medidas anticíclicas, debido en parte a la “mentalidad del patrón oro” que buscaba la estabilidad (reservas de oro estables y presupuestos equilibrados) mediante políticas tradicionales. Sin embargo, con el tiempo un número creciente de países abandonó el régimen de convertibilidad del oro o modificó la paridad oro de sus monedas, como por ejem-

¹⁰Las comparaciones en este gráfico trasladan el análisis de datos sobre Estados Unidos realizado por Bernanke (1983) a la crisis actual.



plo el Reino Unido en septiembre de 1931 y Estados Unidos en abril de 1933. Estas modificaciones del sistema sentaron las bases para importantes expansiones monetarias y han sido ampliamente reconocidas como factores que dieron inicio a la recuperación. En Estados Unidos, la Ley de Emergencia Bancaria de marzo de 1933 permitió el cierre de los bancos insolventes y la reestructuración de los bancos solventes, lo cual reactivó la confianza en el sector financiero. La Ley Bancaria de junio de 1933 estableció el seguro federal de depósitos. Para los historiadores económicos, la política fiscal en general no incidió de manera significativa en la recuperación, porque no fue usada a gran escala, salvo en Alemania y Japón¹¹.

¹¹Romer (2009) señala que si bien el déficit federal de Estados Unidos se incrementó en 1½ puntos porcentuales en 1934, el estímulo a nivel federal no duró más allá de 1935, y en cualquier caso fue neutralizado en buena parte por la orientación procíclica de las medidas a nivel estatal y local.

En la actual recesión se ha recurrido intensamente y sin demora a las políticas macroeconómicas para brindar apoyo. Los principales bancos centrales han intervenido masivamente para proporcionar liquidez a los sistemas financieros y bajar las tasas de interés de política monetaria. Gracias a estos esfuerzos, la masa monetaria de Estados Unidos se ha expandido con rapidez, en lugar de contraerse como sucedió durante la Gran Depresión (tercer gráfico, primer panel), y en general se ha impedido que los problemas de financiamiento causaran la quiebra de intermediarios financieros de importancia sistémica.

En la crisis actual, el sistema monetario internacional no impide la adopción de medidas de política eficaces, a diferencia de lo que sucedía a comienzos de los años treinta, cuando el patrón de cambio oro fomentaba un ajuste deflacionario. En aquel entonces, el alcance de la política monetaria expansiva y de las operaciones de los prestamistas de última instancia en muchos países europeos estaba limitado por la pérdida potencial de reservas de oro y el abandono del régimen de convertibilidad del oro, dados los déficits de balanza de pagos. En cambio, en los principales países superavitarios —Estados Unidos y Francia— no se aprovechó el margen que brindaban las crecientes entradas de oro para tomar medidas reflacionarias¹². Por otro lado, a diferencia de hoy en día, la cooperación internacional en ese entonces era escasa, dada la tensión política entre

¹²Véanse Temin (1989, 1993), Eichengreen (1992) y Kindleberger (1993). La Reserva Federal esterilizó los efectos de las entradas de oro en la masa monetaria.

los principales países, y el creciente proteccionismo —como las guerras arancelarias a raíz de la aprobación de la Ley Arancelaria Smoot-Hawley de Estados Unidos en 1930— hizo más onerosa la contracción de la demanda externa.

En resumen, la diferencia clave entre la crisis actual y la Gran Depresión reside en el apoyo sin precedentes brindado mediante políticas, un sistema monetario internacional que proporciona un ajuste reflacionario y condiciones macroeconómicas iniciales más favorables. Se ha evitado el ajuste traumático del sector financiero que se registró a comienzos de los años treinta, y los descensos de la actividad y la inflación en Estados Unidos y otras economías grandes hasta ahora han sido menos drásticos que en 1929–31 (tercer gráfico, segundo panel). Gracias a esto se ha podido hasta ahora evitar la deflación de la deuda.

No obstante, hay similitudes preocupantes. Persiste la presión sobre los precios de los activos, el crédito sigue siendo escaso debido al desapalancamiento del sector financiero y a la desconfianza generalizada en los intermediarios financieros, los shocks financieros han afectado la actividad real en todo el mundo, y la inflación está desacelerándose con rapidez y probablemente se aproximará a cero en varios países. Además, el descenso de la actividad está empezando a incidir en la solvencia de los intermediarios financieros, con repercusiones más fuertes debido a los riesgos de deflación de la deuda. Como se vio en el capítulo 1, se precisan más medidas de política para restaurar la confianza en el sector financiero, frenar la perjudicial deflación de los precios de los activos y estimular una pronta recuperación mundial.

y se presta especial atención a la influencia de las crisis financieras. En la tercera sección se analizan la incidencia de las políticas monetarias y fiscales discrecionales en la gravedad de las recesiones y en el vigor de las recuperaciones. También se estudia cómo el nivel de la deuda pública condiciona la eficacia de la política fiscal. En la última sección se considera la actual desaceleración desde una perspectiva histórica y se tratan algunas implicaciones en materia de políticas.

Los ciclos económicos en las economías avanzadas

Para poner la recesión actual en una perspectiva histórica, primero identificamos las características de ciclos previos. Cada ciclo se divide en dos etapas principales: una recesiva, caracterizada por la disminución de la actividad económica, y una expansiva. Siguiendo la larga tradición de Burns y Mitchell (1946), en este capítulo se emplea un

enfoque “clásico” para determinar la fecha de los puntos de inflexión en una amplia muestra de economías avanzadas desde 1960 hasta el presente. Este método se centra en la variación trimestral del PIB real para determinar los puntos mínimos y máximos de los ciclos (gráfico 3.1)⁵.

En el capítulo se consideran los dos aspectos principales de un ciclo:

- Duración: el número de trimestres transcurridos entre los puntos máximo y mínimo de actividad económica de una recesión, o entre el punto mínimo y el punto máximo siguiente de una expansión.
- Amplitud: la variación porcentual del PIB real registrada entre el punto máximo y mínimo de una recesión, o entre el punto mínimo y el punto máximo siguiente de una expansión.

Asimismo se examina la pendiente de una recesión (o expansión), es decir, la relación entre amplitud y duración, que indica el grado de intensidad de cada etapa del ciclo.

Algunos datos básicos sobre recesiones y expansiones

Desde 1960, las economías avanzadas han experimentado en promedio seis ciclos completos de recesión y expansión⁶. Sin embargo, la cantidad de recesiones varía considerablemente entre los

⁵El procedimiento utilizado en este capítulo para determinar la fecha de los ciclos económicos se conoce por sus siglas en inglés como BBQ (metodología de Bry y Boschen para datos trimestrales; véase Harding y Pagan, 2002). Identifica los máximos y mínimos nacionales en una determinada serie (en este caso, el logaritmo del PIB real) que cumplen las condiciones de duración mínima de un ciclo y de cada etapa (en este capítulo se fijan en cinco y dos trimestres, respectivamente). Otros posibles algoritmos para determinar fechas, tales como los formulados por Chauvet y Hamilton (2005) y Leamer (2008) son más difíciles de instrumentar para una gran muestra de países. La Oficina Nacional de Investigación Económica de Estados Unidos (NBER, por sus siglas en inglés), que especifica la fecha de los ciclos económicos en ese país, utiliza varias mediciones de la actividad económica para determinar los puntos mínimos y máximos. Además del PIB real, estas mediciones incluyen el empleo, el ingreso real, la producción industrial y las ventas. No obstante, la fijación de fechas de la NBER es subjetiva e irreproducible en el plano internacional.

⁶En el período de la muestra se registran 122 recesiones finalizadas y 15 en curso.

diferentes países: algunos (como Canadá, Irlanda, Japón, Noruega y Suecia) han padecido solo tres recesiones, y otros (como Italia, Nueva Zelandia y Suiza) han atravesado nueve o más.

Las recesiones son claramente menos pronunciadas, menos prolongadas y menos frecuentes que las expansiones. En una recesión típica, el PIB cae alrededor de un 2¾% (cuadro 3.1)⁷. En cambio, durante una expansión, el PIB tiende a aumentar casi un 20%. Este hecho ilustra principalmente la importancia del crecimiento tendencial; cuanto mayor sea la tasa de crecimiento de largo plazo de una economía, menos profunda será la recesión y mayor será la amplitud de la expansión. Sin embargo, algunas recesiones son agudas, con contracciones del producto que superan el 10% entre sus puntos máximo y mínimo. Estos episodios se suelen denominar depresiones (*Perspectivas de la economía mundial*, abril de 2002). Desde 1960 se han registrado seis episodios de depresión en las economías avanzadas, el último de ellos a inicios de los años noventa en Finlandia. En cambio, algunas expansiones presentan aumentos de la producción superiores al 50% entre sus puntos mínimo y máximo, como en el caso del reciente “milagro irlandés”.

Una recesión típica dura alrededor de un año, mientras que una expansión suele prolongarse por más de cinco. Como resultado, las economías avanzadas permanecen en la etapa recesiva del ciclo solo un 10% del tiempo. En estos países, los episodios más extensos de recesiones y expansiones duraron más de 3 años y 15 años, respectivamente. Finlandia y Suecia atravesaron dos de las recesiones más largas, y este último país e Irlanda, dos de las expansiones más prolongadas.

Desde mediados de los años ochenta, las recesiones en las economías avanzadas se han vuelto menos frecuentes y más suaves, mientras que las expansiones alcanzaron mayor duración, avance que se vincula a la Gran Moderación (gráfico 3.2)⁸. Este fenómeno puede atribuirse a una serie

⁷En la edición de abril de 2002 de *Perspectivas de la economía mundial* se presentan datos conexos.

⁸Este fenómeno se ha documentado en varios trabajos, como McConnell y Perez-Quiros (2000) y Blanchard y

de factores, entre otros, la integración mundial, las mejoras del mercado financiero, el cambio de la composición agregada de la producción a favor del sector servicios y en detrimento de la actividad manufacturera y la optimización de las políticas macroeconómicas (Blanchard y Simon, 2001; Romer, 1999). Otra posibilidad es que la Gran Moderación sea fruto de la buena suerte y obediencia principalmente a la ausencia de grandes shocks en la economía mundial.

La fase de recuperación del ciclo ha sido objeto de un interés constante en los círculos relacionados con la política económica⁹. Al recuperarse, una economía suele retornar a su nivel máximo de producción en menos de un año (cuadro 3.1). Y lo que quizá sea más importante: habitualmente las recuperaciones son más pronunciadas que las recesiones, ya que durante una recuperación el crecimiento trimestral promedio supera la tasa de contracción de la recesión en más de un 25%. De hecho, existen indicios de un efecto rebote: el crecimiento de la producción durante el primer año de recuperación tiene una fuerte relación directa con la gravedad de la recesión precedente. Existen varios factores que pueden impulsar la recuperación de la economía, como las políticas fiscal y monetaria (esta posibilidad se examina más adelante), el avance tecnológico y el crecimiento de la población¹⁰.

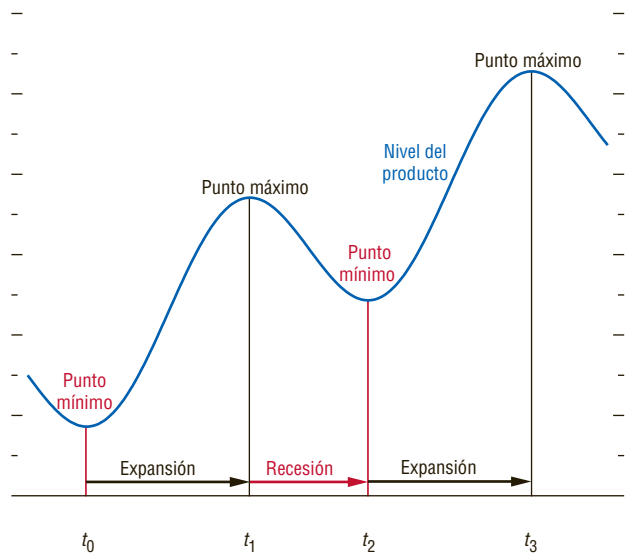
Simon (2001). Durante este período, la pendiente promedio de una recesión —que representa cuán pronunciada o abrupta es la contracción del producto— se ubica en torno al -0,6%, cifra inferior en valor absoluto al promedio del -1% correspondiente a otros períodos de recesión.

⁹No existe una definición común de la recuperación. Mientras que algunos la definen como el tiempo que requiere la economía para retornar a su punto máximo anterior a la recesión, otros la miden por el crecimiento acumulado obtenido tras un determinado período (por ejemplo un año), después de que se registrara el punto mínimo. En este capítulo se utilizan las dos definiciones. Ambas son complementarias y presentan una especie de dualidad: la primera determina el tiempo necesario para alcanzar una amplitud dada y la segunda, la amplitud observada tras un determinado período.

¹⁰Sichel (1994) y Wynne y Balke (1993) brindan indicios de un efecto rebote en los ciclos económicos de Estados Unidos. Romer y Romer (1994) sostienen que la política monetaria jugó un papel decisivo para poner fin a las recesiones estadounidenses y contribuir a la recuperación durante el período de posguerra.

Gráfico 3.1. Puntos mínimos y máximos de los ciclos económicos

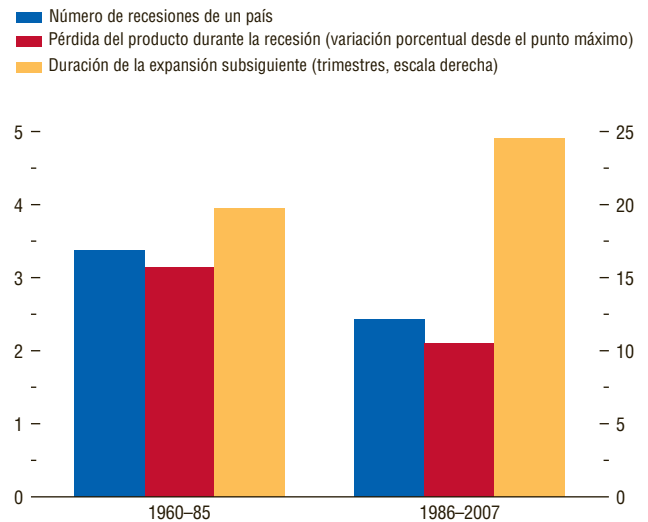
Cada ciclo presenta dos fases: una recesiva (desde el punto máximo hasta el mínimo) y una expansiva (desde el punto mínimo hasta el máximo siguiente).



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 3.2. Los ciclos económicos se han moderado con el tiempo

Las recesiones se han tornado menos frecuentes y más leves; las expansiones, más prolongadas.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Cuadro 3.1. Ciclos económicos en países industriales: Estadísticas resumidas

	Duración ¹			Amplitud ²		
	Recesión	Recuperación ³	Expansión	Recesión	Recuperación ⁴	Expansión
Todas						
Media (1)	3,64	3,22	21,75	-2,71	4,05	19,56
Desviación estándar (2)	2,07	2,72	17,89	2,93	3,12	17,50
Coefficiente de variación (2)/(1)	0,57	0,84	0,82	1,08	0,77	0,89
Número de eventos	122	109	122	122	112	122
Por causa de la recesión						
Crisis financieras						
Media (1)	5,67**	5,64**	26,40**	-3,39	2,21***	19,47
Desviación estándar (2)	3,15	3,32	24,74	3,25	1,18	20,46
Coefficiente de variación (2)/(1)	0,56	0,59	0,94	0,96	0,53	1,05
Número de eventos	15	11	15	15	13	15
Otros⁵						
Media (1)	3,36**	2,95**	21,09**	-2,61	4,29***	19,58
Desviación estándar (2)	1,71	2,52	16,77	2,89	3,22	17,15
Coefficiente de variación (2)/(1)	0,51	0,85	0,79	1,11	0,75	0,88
Número de eventos	107	98	107	107	99	107
Por grado de sincronización						
Altamente sincronizada						
Media (1)	4,54***	4,19*	19,97***	-3,45*	3,66**	16,24*
Desviación estándar (2)	2,50	3,59	15,32	2,96	1,72	11,85
Coefficiente de variación (2)/(1)	0,55	0,86	0,77	0,86	0,47	0,73
Número de eventos	37	32	37	37	34	37
Otros⁶						
Media (1)	3,25***	2,82*	22,52***	-2,39*	4,21**	21,01*
Desviación estándar (2)	1,73	2,16	18,94	2,88	3,56	19,33
Coefficiente de variación (2)/(1)	0,53	0,77	0,84	1,21	0,85	0,92
Número de eventos	85	77	85	85	78	85
Partida informativa:						
Recesiones altamente sincronizadas vinculadas a crisis financieras						
Media	7,33	6,75	24,33	-4,82	2,82	18,83

Nota: Uno, dos y tres asteriscos denotan significación al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente. La significación estadística correspondiente a recesiones con crisis financieras (recesiones altamente sincronizadas) se calcula frente a otras recesiones.

¹Número de trimestres.

²Porcentaje de variación del PIB real.

³Número de trimestres antes de recuperar el punto máximo anterior.

⁴Porcentaje de aumento del PIB real después de un año.

⁵Recesiones no vinculadas a crisis financieras.

⁶Recesiones sin alta sincronización.

La causa de una desaceleración, ¿afecta la forma del ciclo?

En esta sección se vinculan las recesiones y sus recuperaciones a diferentes tipos de shocks: financieros, externos, de política fiscal o monetaria y de precio del petróleo¹¹. El objetivo de este ejercicio es determinar si ha habido diferencias importantes entre las recesiones causadas por crisis financieras

¹¹También se analizó el diferencial entre las tasas de interés de operaciones de distintos plazos, a menudo utilizado como indicador de la política monetaria y como variable predictiva del crecimiento del producto a corto plazo (véase, por ejemplo, Estrella y Mishkin, 1996), y se descubrió que arroja resultados muy similares a los correspondientes a shocks de política monetaria.

y aquellas debidas a otro tipo de shocks. Además, se examina si existen diferencias entre las recesiones altamente sincronizadas y las no sincronizadas.

Observamos que los diferentes shocks están vinculados a diferentes tendencias de variables macroeconómicas y financieras durante las recesiones y recuperaciones. En particular, las recesiones vinculadas a crisis financieras en general han sido agudas y prolongadas, mientras que la recuperación de este tipo de recesiones habitualmente resultó más lenta, frenada por la debilidad de la demanda y del crédito privados. Además, los episodios de recesión altamente sincronizados son más prolongados y graves que otras recesiones, y la recuperación de estas recesiones tiende

a ser débil. Por otra parte, los acontecimientos en Estados Unidos suelen desempeñar un rol fundamental tanto en la gravedad como en la duración de estas recesiones altamente sincronizadas.

Categorización de las recesiones y las recuperaciones

Para categorizar las recesiones y las recuperaciones se empezó por definir las crisis financieras como episodios durante los cuales existe un trastorno generalizado de las instituciones financieras y del funcionamiento del mercado financiero. Las crisis financieras se identifican utilizando el análisis narrativo de Reinhart y Rogoff (2008a, 2008b, 2009)¹², que a su vez recurre al trabajo de Kaminsky y Reinhart (1999)¹³. Luego se considera que una recesión se vincula a una crisis financiera si el episodio recesivo comienza simultánea o inmediatamente después del inicio de una crisis financiera¹⁴. De la muestra de 122 recesiones, 15 se vinculan a crisis financieras (cuadro 3.2)¹⁵. Las demás perturbaciones se identifican utilizando simples cálculos estadísticos generales (apéndi-

¹²Otra forma de definir las crisis financieras es utilizar como indicador una serie cronológica o alguna combinación de series, en función de un umbral determinado (método utilizado para los demás tipos de shock). Una ventaja de emplear un método narrativo es que evita la necesidad de definir los episodios según las características de los propios elementos objeto de interés; por ejemplo, una crisis financiera podría definirse como un episodio donde se produce una importante reducción del crédito, pero eso excluiría evaluar el comportamiento del crédito durante o después de la crisis financiera.

¹³Nos interesan en particular las crisis bancarias, que Kaminsky y Reinhart (1999, pág. 476) definen como episodios que producen corridas bancarias o el otorgamiento de asistencia gubernamental en gran escala a las instituciones financieras.

¹⁴Teniendo esto en cuenta, omitimos los episodios relevados por Reinhart y Rogoff que no estén vinculados en forma inmediata a una recesión; por ejemplo, la crisis de inicios de los años ochenta de las instituciones de ahorro y crédito en Estados Unidos.

¹⁵En principio, aquí hay un posible problema de endogénesis porque la crisis financiera podría generar una recesión y viceversa. Para abordar esta cuestión, se utilizaron dos métodos distintos a fin de determinar la fecha de las crisis y de los puntos de inflexión, tal como se explica en este capítulo.

Cuadro 3.2. Crisis financieras y recesiones vinculadas

Alemania	1980:T2–1980:T4
Australia	1990:T2–1991:T2
Dinamarca	1987:T1–1988:T2
España	1978:T3–1979:T1*
Finlandia	1990:T2–1993:T2*
Francia	1992:T2–1993:T3
Grecia	1992:T2–1993:T1
Italia	1992:T2–1993:T3
Japón	1993:T2–1993:T4*
Japón	1997:T2–1999:T1
Noruega	1988:T2–1988:T4*
Nueva Zelanda	1986:T4–1987:T4
Reino Unido	1973:T3–1974:T1
Reino Unido	1990:T3–1991:T3
Suecia	1990:T2–1993:T1*

Nota: Un asterisco denota las “cinco grandes” crisis financieras (Reinhart y Rogoff, 2008a).

ce)¹⁶. Más de la mitad de las 122 recesiones de la muestra están relacionadas con uno o más de estos shocks¹⁷. Los shocks del precio del petróleo son el tipo más generalizado y afectan a 17 economías de la muestra. Los shocks monetarios y fiscales son menos frecuentes y los de demanda externa los menos comunes de todos, ya que solo afectan a un puñado de economías más pequeñas y abiertas (cuadro 3.5 del apéndice). Aunque en general las recesiones se volvieron menos habituales durante la Gran Moderación, las vinculadas a crisis financieras se tornaron más comunes (gráfico 3.3).

El cuadro 3.1 y el gráfico 3.4 presentan resúmenes de los hechos estilizados de estas distintas categorías de recesión y recuperación. Con la notable excepción de los shocks petroleros, la amplitud de una recesión está íntimamente ligada a su duración¹⁸. Las recesiones debidas a crisis financieras

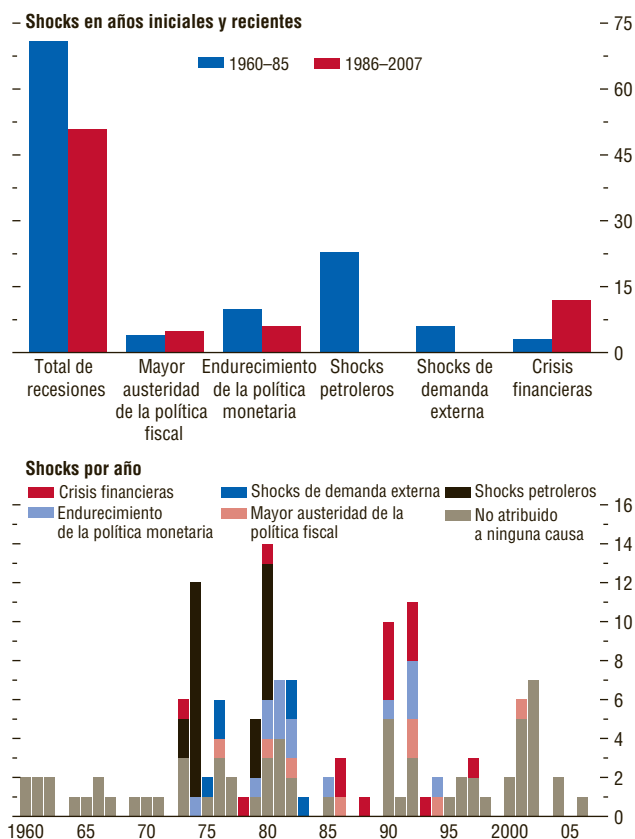
¹⁶Estas reglas tienen la ventaja de que son transparentes y pueden aplicarse en forma fácil y uniforme a las series de PIB de los 21 países de la muestra. Siempre existirán casos no debidamente identificados mediante reglas simples. Sin embargo, el análisis más metódico de los shocks no financieros de cada país está fuera del alcance de este capítulo.

¹⁷A menudo la puntuación coincide, con 105 puntos para las 65 recesiones asociadas a estos shocks, lo que indica lo engañoso que puede ser hablar de una recesión como resultado de una única “causa”.

¹⁸En general, los shocks de los precios del petróleo habitualmente culminan en recesiones que son muy costosas pero relativamente efímeras. Este ha sido particularmente el caso de los shocks de 1973–74, tras los cuales el crecimiento del PIB se recuperó relativamente pronto.

Gráfico 3.3. Evolución temporal de las recesiones según el tipo de shock

En los últimos años, las recesiones se han vuelto menos corrientes; pero las recesiones vinculadas a crisis financieras se han tornado más comunes.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

son más largas y generalmente más costosas que otras; las relacionadas con las “cinco grandes” crisis financieras identificadas por Reinhart y Rogoff (2008a) fueron particularmente costosas (gráfico 3.4, panel superior)¹⁹. Las crisis financieras también van seguidas de recuperaciones débiles: el tiempo que lleva recuperar el nivel de actividad alcanzado en el máximo anterior es tan largo como la propia recesión, mientras que el crecimiento acumulado del PIB en los cuatro trimestres posteriores al punto mínimo generalmente es menor que el registrado tras recesiones de otro tipo (gráfico 3.4, panel inferior)²⁰. Cabe señalar que en el caso de una crisis financiera el crecimiento acumulado un año después de registrar el punto mínimo es 2½ puntos porcentuales menor que en los demás casos, después de tener en cuenta la incidencia de la gravedad y duración de la recesión previa.

¿Por qué las crisis financieras son diferentes?

¿Cuáles son los mecanismos que distinguen las recesiones y las recuperaciones vinculadas a crisis financieras? La respuesta a esta pregunta debe tomar en cuenta la naturaleza de la expansión que precedió a la recesión. Los datos de índole narrativa indican que a menudo estos episodios están relacionados con auges crediticios que implicaron el recalentamiento de los mercados laborales y de bienes, auges del precio de la vivienda y, con frecuencia, pérdida de competitividad externa²¹. Esto puede observarse en el gráfico 3.5, que presenta medianas del valor de las variables macroeconómicas durante los ocho trimestres anteriores al registro de niveles máximos del PIB. El crecimiento del crédito durante las expansiones previas a las cri-

¹⁹Los episodios de las cinco grandes crisis financieras abarcan España (1978–79), Finlandia (1990–93), Japón (1993), Noruega (1988) y Suecia (1990–93).

²⁰Las recesiones y las recuperaciones claramente difieren en función de su gravedad, según el tipo de shock al que se vinculen. Sin embargo, para el mismo shock, también son aproximadamente simétricas: la pendiente de la etapa recesiva se corresponde estrechamente con la de la etapa de recuperación.

²¹Puede consultarse un análisis exhaustivo de los auges crediticios en economías avanzadas y emergentes en trabajos como el de Mendoza y Terrones (2008).

sis financieras es mayor que durante expansiones de otro tipo, y esto va de la mano de un índice de consumo como proporción del PIB mayor al habitual en las etapas previas a dicho nivel máximo. En relación con otras expansiones, la participación en el mercado laboral es alta, al igual que el crecimiento del salario nominal, y el desempleo es bajo. Todos los aumentos de precios, como el deflactor del PIB, el precio de la vivienda y el de los valores de renta variable, son sensiblemente mayores a lo habitual. Con frecuencia, los auges crediticios se producen tras una desregulación financiera²². Existen algunos indicios de burbujas de precios de activos: en el período previo a los episodios de crisis financieras, la relación entre el precio de la vivienda y el alquiler supera a la registrada durante otros episodios de recesión, partiendo de niveles muy inferiores (gráfico 3.6).

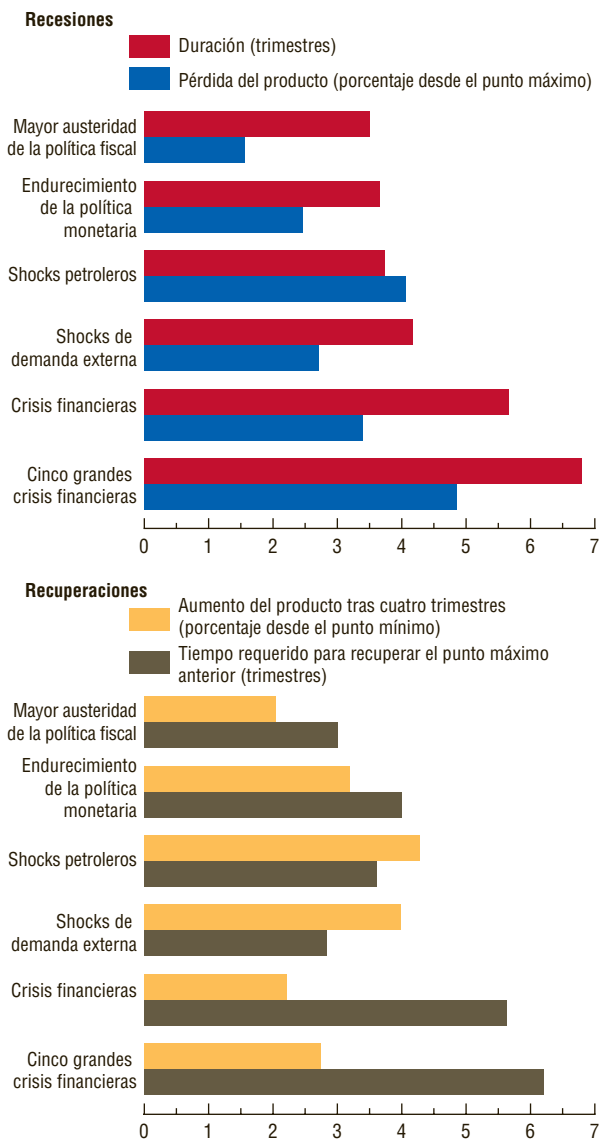
El rápido crecimiento del crédito generalmente se vincula a variaciones de las tasas de ahorro de los hogares y al deterioro de la calidad de los balances²³. El panel superior del gráfico 3.7 muestra que la tasa de ahorro del ingreso disponible de los hogares ha sido sensiblemente menor en las expansiones que anteceden a las crisis financieras. Sin embargo, una vez que la crisis financiera azota, la tasa de ahorro aumenta considerablemente, en especial durante las recesiones. En los episodios de las cinco grandes crisis, el repunte de la tasa de ahorro fue aún mayor. Los datos sobre la concesión de crédito neto pintan una imagen complementaria (gráfico 3.7, panel inferior). Aunque estos datos abarcan solo algunos de los episodios de crisis financieras que se consideran en este análisis, los patrones de algunos de los más relevantes —como el de Dinamarca (1985–89), Finlandia (1988–92), Noruega (1986–90) y el Reino Unido

²²Por ejemplo, el cuadro 3.6 del apéndice muestra que la casi totalidad de las 15 crisis financieras aquí consideradas se produjeron tras una desregulación del mercado hipotecario.

²³Desafortunadamente, no se dispone de información completa de los balances correspondientes a la mayoría de los episodios de crisis. Pero, por ejemplo, el análisis de datos del Reino Unido muestra un deterioro pronunciado de la relación entre el pasivo total y los activos líquidos de los hogares en los años previos a la recesión de 1990–91, registrándose una recuperación gradual de la calidad de los balances de los hogares durante y después de la recesión.

Gráfico 3.4 Estadísticas promedio para recesiones y recuperaciones

La severidad de la mayoría de las recesiones se vincula estrechamente a su duración. Las recesiones registradas tras crisis financieras son más largas que el promedio. Las recesiones que siguen a los shocks petroleros son relativamente profundas pero no muy extensas. La recuperación de las crisis financieras es más débil que el promedio. El tiempo que requiere el producto para recobrar el nivel registrado en el punto máximo anterior es mayor.

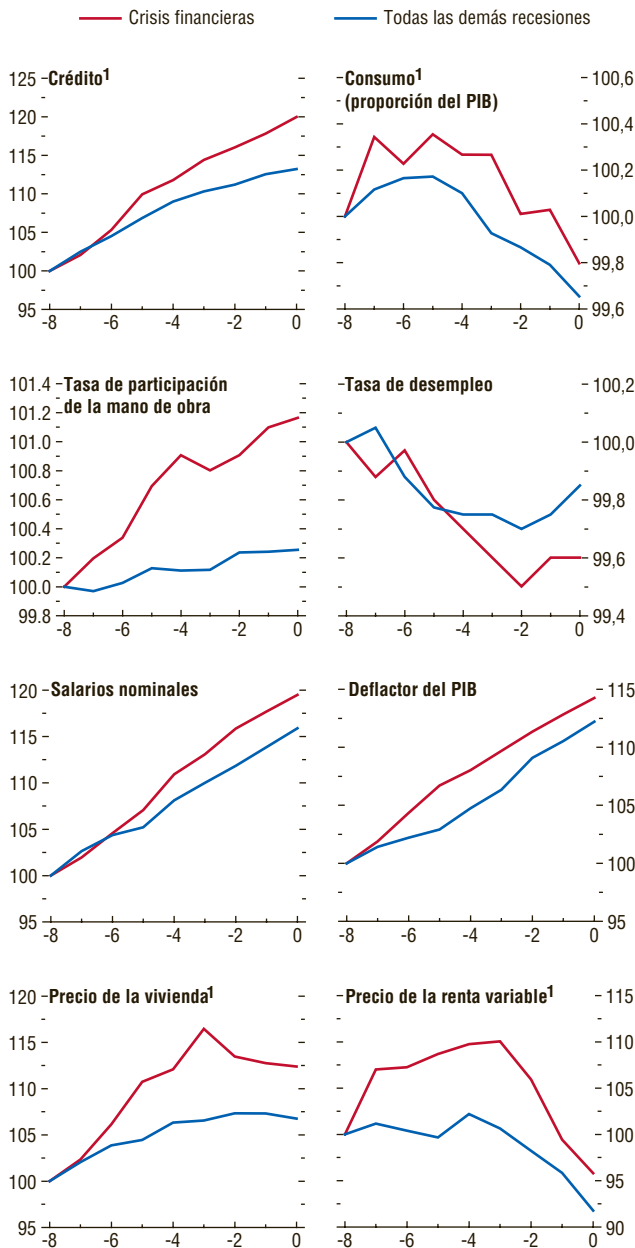


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 3.5. Expansiones en el período previo a las recesiones vinculadas a crisis financieras y otros shocks

(Mediana = 100 en $t = -8$; nivel máximo del producto en $t = 0$; trimestres en el eje de las abscisas)

Las expansiones vinculadas a crisis financieras indican un recalentamiento de los mercados laborales, de bienes y de activos.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Datos en términos reales.

(1988–92)— muestran que el préstamo neto de los hogares aumentó considerablemente durante las recesiones.

En su conjunto, el comportamiento de estas variables indica que es posible que las expansiones vinculadas a crisis financieras hayan sido impulsadas por expectativas demasiado optimistas sobre el crecimiento del ingreso y de la riqueza²⁴. El resultado es una valoración excesiva de los bienes y servicios y, en particular, del precio de los activos. Durante un tiempo, este recalentamiento parece confirmar las expectativas optimistas, pero cuando finalmente estas se frustran, para estabilizar los balances de los hogares y hacer que los precios se ajusten a la baja hacia algo aproximado a su valor razonable se requieren grandes modificaciones del comportamiento privado. No sorprende entonces que una de las causas fundamentales de que las recesiones vinculadas a crisis financieras sean mucho peores sea la reducción del consumo privado.

Volviendo a la etapa de recuperación, la disminución de la demanda privada tiende a perdurar durante la reactivación siguiente a una recesión vinculada a una crisis financiera (gráfico 3.8). Habitualmente, el consumo privado crece en forma más lenta que durante recuperaciones de otro tipo. La inversión privada sigue disminuyendo tras pasar lo peor de la recesión; en particular, la inversión en viviendas normalmente requiere dos años solo para que su descenso se detenga. Por ende, el producto crece con lentitud y la tasa de desempleo sigue aumentando más de lo habitual. El crecimiento del crédito es vacilante, mientras que durante otras recuperaciones se muestra fuerte y sostenido. El precio de los activos generalmente se debilita; los precios de la vivienda en particular registran una caída prolongada. Por otra parte, aunque la demanda privada interna se recupera de las crisis

²⁴De hecho, la tasa de crecimiento del PIB real anterior a las recesiones relacionadas con crisis financieras no ha sido excepcionalmente elevada si se la compara con las que anteceden a recesiones de otro tipo. Asimismo, existe una relación positiva entre el nivel promedio de la brecha del producto en los cuatro trimestres anteriores al punto máximo y la pérdida de producto en las recesiones siguientes, pero las crisis financieras no se destacan en este sentido.

financieras en forma más débil que la habitual, en general las economías azotadas por dichas crisis se han visto beneficiadas por la relativa fortaleza de la demanda del resto del mundo, lo que las ha ayudado a salir de la recesión a través de la exportación.

¿Qué nos dicen estas observaciones acerca de la dinámica de la recuperación tras una crisis financiera? En primer lugar, los hogares y las empresas perciben una necesidad más fuerte de equilibrar sus balances tras un período de endeudamiento excesivo o se ven obligados a hacerlo por la marcada reducción de la oferta crediticia. El crecimiento del consumo privado probablemente sea débil hasta que los hogares se sientan tranquilos respecto de su mayor seguridad financiera. Sería un error pensar en la recuperación de tales episodios como un proceso en el cual una economía simplemente vuelve a su estado previo.

En segundo lugar, los gastos con horizontes de planificación de largo plazo, en particular la inversión inmobiliaria y de capital, padecen de forma especial los efectos secundarios de las crisis financieras. Esto parece estar estrechamente vinculado a la debilidad del crecimiento del crédito. La naturaleza de estas crisis financieras y la falta de crecimiento del crédito durante la recuperación indican que este es un tema vinculado a la oferta. Además, tal como se detalla en el recuadro 3.2, los sectores que tradicionalmente presentan una fuerte dependencia del crédito externo se recuperan en forma mucho más lenta tras recesiones de este tipo.

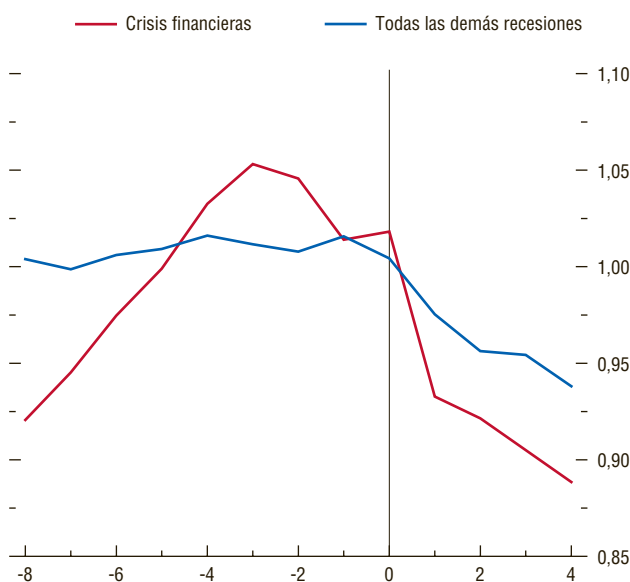
En tercer lugar, dada la trayectoria inferior al promedio de la demanda privada, una cuestión clave es en qué medida pueden la demanda pública y la externa contribuir al crecimiento. En muchas de las recuperaciones registradas tras las crisis financieras examinadas en esta sección, una circunstancia importante fue el fuerte crecimiento mundial. Esto plantea la interrogante de qué sucede cuando el crecimiento mundial es débil o inexistente.

¿Son diferentes las recesiones altamente sincronizadas y sus recuperaciones?

La desaceleración actual tiene un alcance mundial, lo que supone que no es posible

Gráfico 3.6. Relación precio de la vivienda/alquileres en recesiones vinculadas a crisis financieras y otros shocks
(Nivel máximo del producto en $t = 0$; trimestres en el eje de las abscisas)

Las expansiones previas a recesiones vinculadas a crisis financieras presentan un rápido aumento de la relación precio de la vivienda/alquileres. Esta relación decrece marcadamente en las recesiones.

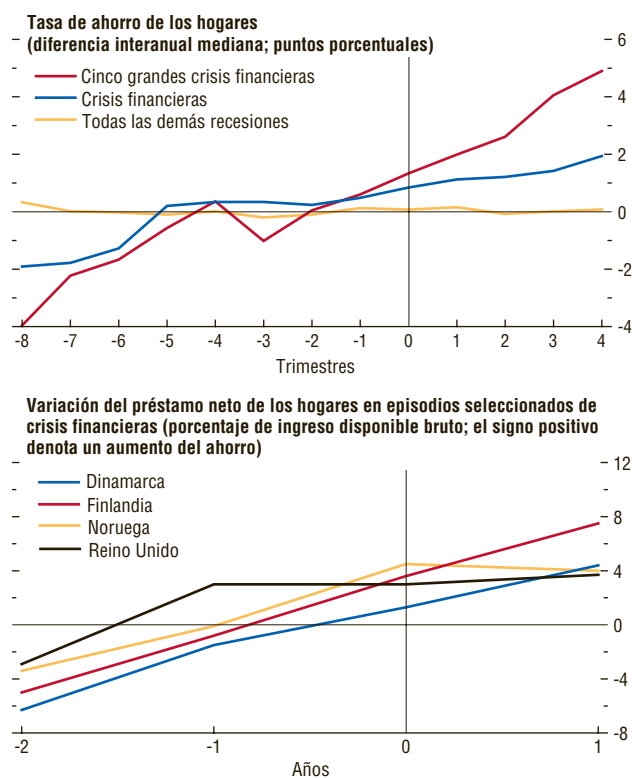


Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Gráfico 3.7. Tasa de ahorro y préstamo neto de los hogares antes y después de los puntos máximos de los ciclos económicos

(Nivel máximo del producto en $t = 0$)

En episodios de crisis financieras, los hogares dejan de ahorrar durante las expansiones y vuelven a estabilizar sus balances durante las recesiones.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

impulsar una recuperación general mediante un repunte de las exportaciones netas (aunque esto puede afirmarse respecto de ciertas economías individuales). Por ende es posible que un examen de las características de las recesiones sincronizadas contribuya a evaluar la trayectoria de la recesión actual y de la futura recuperación.

Para abordar esta cuestión, las recesiones altamente sincronizadas se definen como aquellas durante las cuales un mínimo de 10 de las 21 economías avanzadas de la muestra se encontraban simultáneamente en recesión²⁵. Además del ciclo actual, existieron otros tres episodios de recesiones altamente sincronizadas en 1975, 1980 y 1992 (gráfico 3.9)²⁶. Como se observa en el cuadro 3.1, estas recesiones son más largas y profundas que otras: la duración promedio (amplitud) de una recesión sincrónica es un 40% (45%) mayor que la de otras recesiones.

¿Cuáles son las características distintivas de las recesiones altamente sincronizadas? La más obvia es su gravedad, tal como se observa en el gráfico 3.10. Además, en promedio, la recuperación de una recesión sincrónica es muy lenta: para recobrar su punto máximo previo, el producto requiere en promedio un 50% más de tiempo que tras otras recesiones. El crecimiento del crédito también es débil, a diferencia de lo que ocurre en las recesiones no sincrónicas, durante las cuales el crédito y la inversión se recuperan rápidamente. Como en el caso de las crisis financieras, la inversión y los precios de los activos siguen disminuyendo después de que el PIB toca su punto mínimo. Sin embargo, una diferencia clave frente a las recuperaciones de las crisis financieras localizadas es que el comercio internacional neto es mucho más débil. Si se compara con recesiones no sincrónicas, las

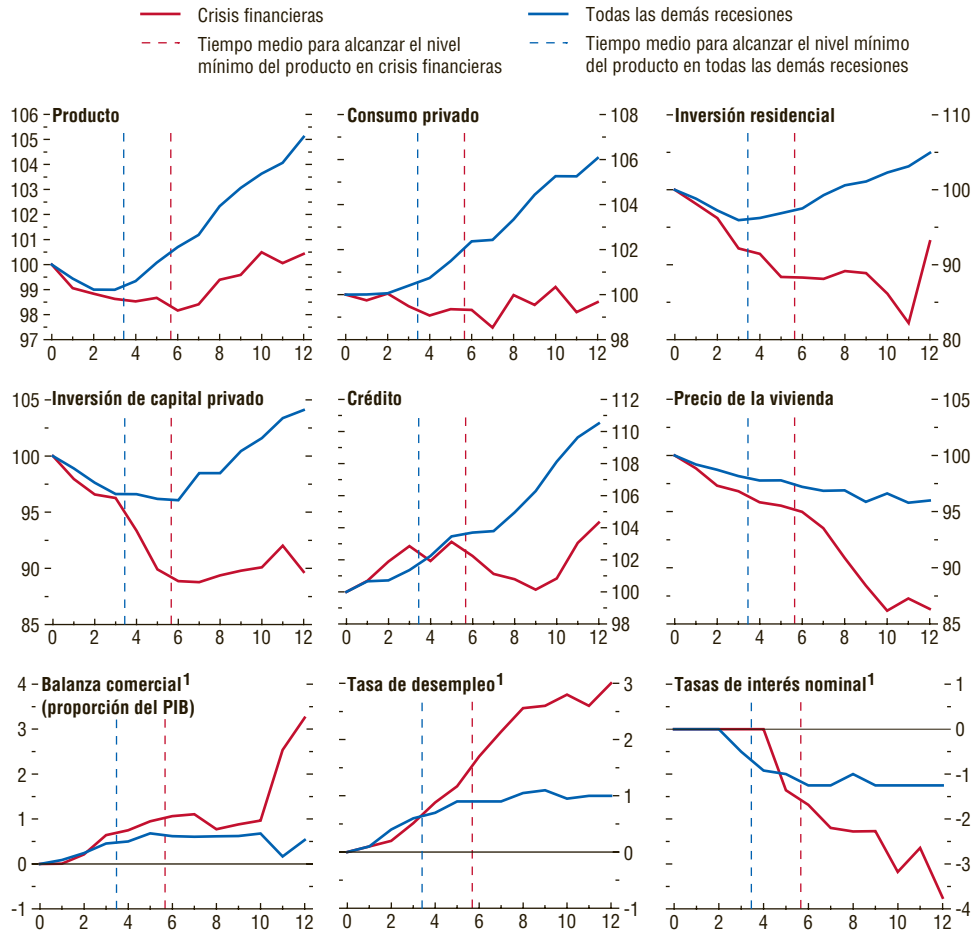
²⁵Otra posibilidad es definir las recesiones sincrónicas como fenómenos recesivos cuyos puntos máximos coinciden dentro de un determinado período; por ejemplo, un año. Los resultados presentados en el texto muestran una alta coincidencia con esta definición.

²⁶Debe advertirse que las recesiones actuales no se consideran para este análisis. Casi un tercio de todas las recesiones fueron altamente sincronizadas.

Gráfico 3.8. Recesiones y recuperaciones vinculadas a crisis financieras y otros shocks

(Mediana = 100 en $t = 0$; nivel máximo del producto en $t = 0$; datos en términos reales salvo indicación en contrario; trimestres en el eje de las abscisas)

Las recesiones vinculadas a crisis financieras son más prolongadas y profundas que otras recesiones. Durante las recuperaciones, la demanda privada, el crecimiento del crédito y el precio de los activos se muestran especialmente débiles. Históricamente, la recuperación ha sido impulsada por la exportación neta.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹Diferencia con respecto al nivel en $t = 0$, en puntos porcentuales.

exportaciones suelen moverse de forma más lenta en las recesiones sincrónicas.

En muchos casos Estados Unidos ha sido el centro de las recesiones sincrónicas. Tres de las cuatro recesiones de esta índole acaecidas (incluido el ciclo actual) fueron precedidas de una recesión en Estados Unidos o coincidieron con ella. Tanto durante la recesión de 1975 como durante la de 1980, la marcada caída de las importaciones estadounidenses provocó una contracción considerable del comercio mun-

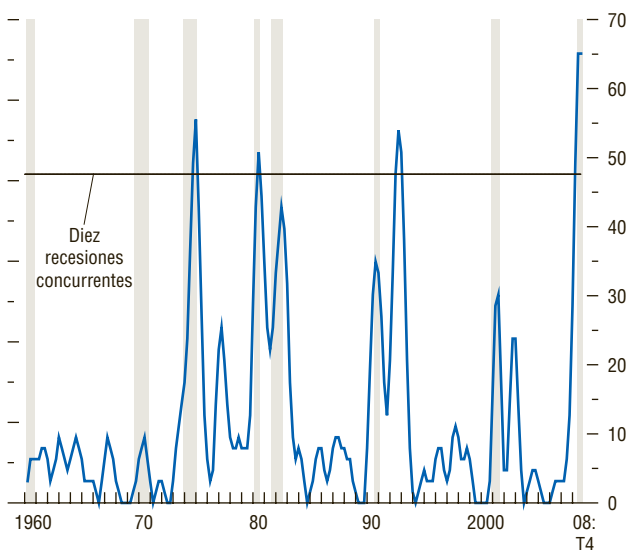
dial²⁷. Además de la existencia de fuertes vínculos comerciales, es probable que la disminución del crédito y el precio de la renta variable estadounidense se transmita a otras economías.

²⁷En estas dos recesiones, las importaciones estadounidenses cayeron un 11% y un 14%, respectivamente. En las cinco recesiones restantes, las importaciones se contrajeron en promedio un 3%. Estos casos se recogen como recesiones vinculadas a los shocks de la demanda externa en el caso de algunos países, pero no de todos, debido al umbral que impone la identificación (véase el apéndice).

Gráfico 3.9. Recesiones altamente sincronizadas

(Porcentaje de países en recesión; las áreas sombreadas denotan recesiones estadounidenses)

Las recesiones altamente sincronizadas son fenómenos infrecuentes que generalmente preceden a recesiones en Estados Unidos o coinciden con ellas.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¿Malo más malo es igual a peor?

Las recesiones vinculadas tanto a crisis financieras como a desaceleraciones mundiales han sido extraordinariamente graves y prolongadas. Desde 1960, solo 6 recesiones de las 122 de la muestra se ajustan a esta descripción: las de Alemania (1980), Finlandia (1990), Francia (1992), Grecia (1992), Italia (1992) y Suecia (1990). En promedio, estas recesiones duraron casi dos años (cuadro 3.1, último renglón). Además, durante su transcurso el PIB cayó más de un 4³/₄%. Debido en parte a la gravedad de estas recesiones, las recuperaciones de las recesiones sincronizadas son débiles.

¿Puede la política económica desempeñar un rol anticíclico útil?

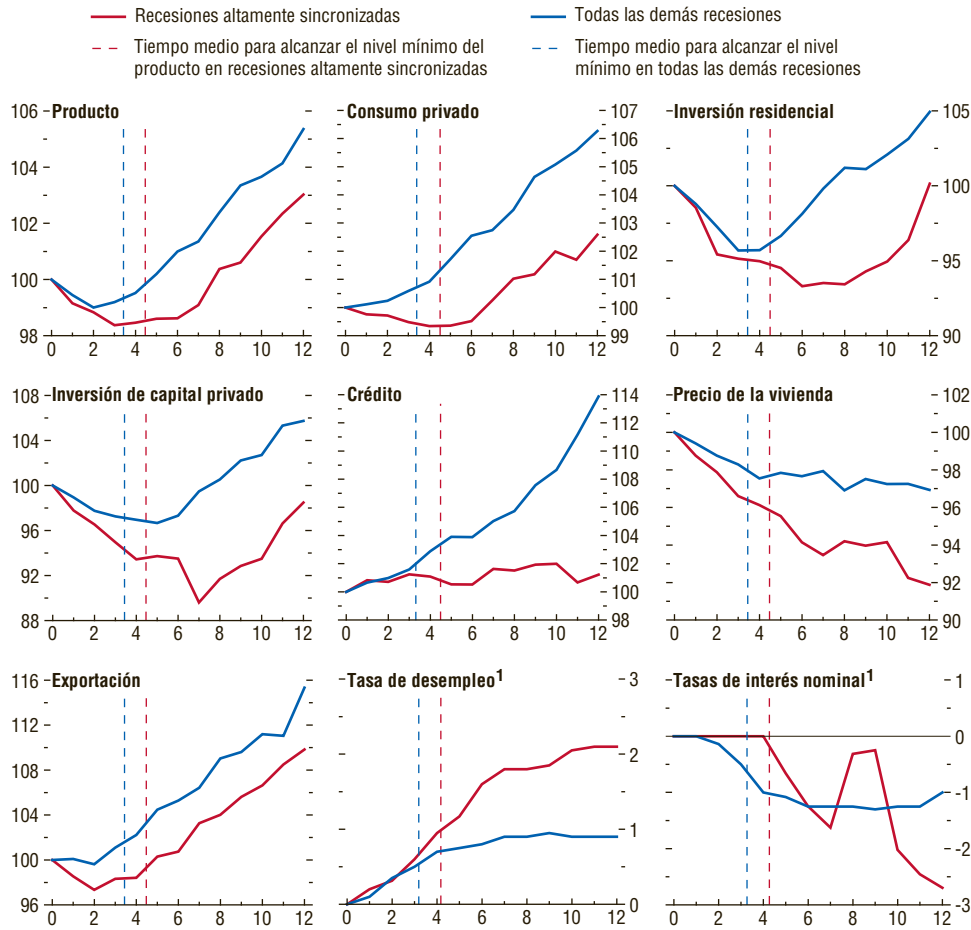
Hasta el momento, este capítulo ha examinado la dinámica de las recesiones y recuperaciones, sin dar cuenta de las respuestas de política económica. Sin embargo, quienes formulan estas políticas generalmente intentan reducir las fluctuaciones del producto. Estudios narrativos del proceso de toma de decisiones en materia de política económica, como los de Romer y Romer (1989, 2007), muestran que la preocupación sobre la situación económica es un factor clave para la formulación de políticas.

En esta sección se examina la forma en que las políticas monetaria y fiscal se han utilizado como herramienta anticíclica durante la fase descendente del ciclo económico. La eficacia de las medidas de intervención para suavizar los ciclos económicos es un tema largamente debatido en los trabajos académicos. Gran parte del debate se centra en el efecto de las políticas activas o discrecionales más que en el componente de las políticas que responde automáticamente a los ciclos económicos. El debate sobre la función de la política fiscal ha sido especialmente intenso y las estimaciones sobre la forma en que el producto responde a los cambios discrecionales de las políticas varían drásticamente según la metodología empleada, la muestra de países y el período examinado. En efecto, existen indicios de que a veces los multiplicadores pueden ser negativos. Sin

Gráfico 3.10. ¿Son diferentes las recesiones altamente sincronizadas?

(Mediana = 100 en $t = 0$; nivel máximo del producto en $t = 0$; datos en términos reales salvo indicación en contrario; trimestres en el eje de las abscisas)

Las recesiones altamente sincronizadas son más prolongadas y profundas que otras recesiones. Las recuperaciones de este tipo de recesiones suelen ser débiles.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹Diferencia con respecto al nivel en $t = 0$, en puntos porcentuales.

embargo, el consenso es que la política fiscal discrecional tiene un efecto positivo sobre el crecimiento, aunque de magnitud bastante reducida²⁸.

Un reto que comúnmente afronta la investigación empírica sobre políticas macroeconómicas es la medición adecuada de la política discrecional.

²⁸Véase un resumen en el capítulo 5 de la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*. Véanse también en Blanchard y Perotti (2002), Ramey (2008) y Romer y Romer (2007) los esfuerzos recientes por identificar el efecto de la política fiscal discrecional.

En general, cualquier medición en materia de política macroeconómica se interrelaciona con el producto, lo que hace difícil que se produzca cualquier inferencia causal. Para abordar este problema, en esta sección se distingue la respuesta automática de política económica (que depende de la actividad económica) de la discrecional, utilizando un simple sistema de regresión. El componente discrecional de la política fiscal se representa a través del saldo fiscal primario y del consumo real público, ajustados en función de las

Recuadro 3.2. ¿Es el crédito un factor vital para la recuperación? Datos sectoriales

Una de las características más sobresalientes de las recuperaciones de recesiones vinculadas a crisis financieras es la “ausencia de crédito” (primer gráfico). Por lo general, el crecimiento del crédito solo se torna positivo una vez transcurridos siete trimestres desde la reanudación del crecimiento del producto. Si bien la demanda de crédito suele ser menor después de una crisis financiera, como resultado del proceso de desapalancamiento de los hogares y las empresas, la tensión que experimenta el sector bancario durante estos episodios hace pensar que las restricciones de la oferta de crédito también son importantes. Esto plantea una pregunta trascendente que se aborda en este recuadro: ¿En qué grado las restricciones de la oferta de crédito limitan el vigor de la recuperación económica? En ausencia de fricciones financieras, las empresas deben poder reemplazar sin costo la reducción del crédito bancario mediante otras formas de crédito, como la emisión de deuda, a fin de no tener que alterar sus decisiones de inversión y producción. Sin embargo, debido a la presencia de imperfecciones del mercado, estas formas de crédito distintas no son sustitutos perfectos. En consecuencia, la recuperación de las empresas y los sectores que dependen en mayor medida del crédito es más lenta¹.

Metodología

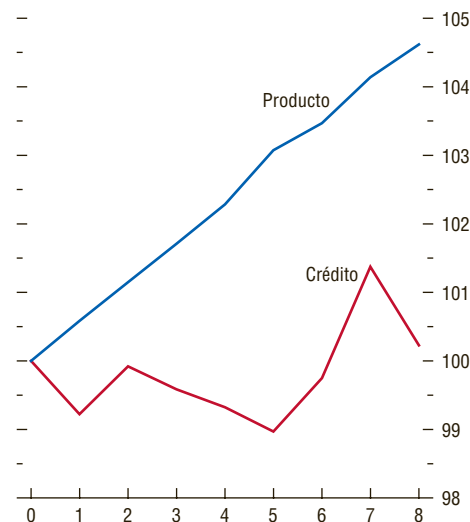
A fin de estudiar los efectos del crédito en el vigor de la recuperación, en este recuadro se utilizan datos de la producción anual de sectores manufactureros de economías avanzadas del período 1970–2004². Las recesiones vinculadas a crisis financieras se identifican de la misma manera que en el capítulo, es decir, mediante la interacción de las crisis identificadas por Reinhart y Rogoff (2008a, 2008b) con los puntos máximos y mínimos de los ciclos económicos. Los sectores se

¹Véanse análisis más detallados de la incidencia de las imperfecciones del mercado en los mercados de crédito en Bernanke (1983) y Bernanke y Gertler (1989).

²Los datos sobre el valor agregado del producto a un nivel de tres dígitos se obtuvieron de la base de datos IndStat, elaborada por la Organización de las Naciones Unidas para el Desarrollo Industrial. Los datos abarcan las 21 economías avanzadas que se estudian en este capítulo.

Comportamiento del crédito durante las recuperaciones tras recesiones vinculadas a crisis financieras

(Mediana = 100 en t = 0; punto mínimo del producto en t = 0; trimestres en el eje de las abscisas)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

clasifican de acuerdo con el grado en que suelen financiar sus actividades con fondos externos (en lugar de utilidades no distribuidas), utilizando una medida creada por Rajan y Zingales (1998). La diferencia en el desempeño del crecimiento del producto en términos de valor agregado durante las recuperaciones entre los distintos sectores dentro de un país determinado es el mecanismo principal mediante el cual se identifican los efectos reales del crédito.

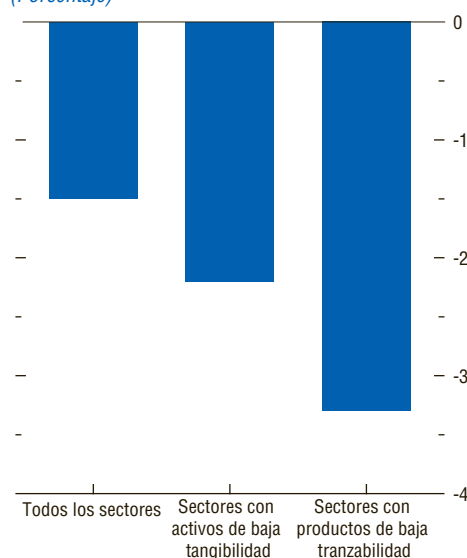
La siguiente especificación empírica es el resultado de prestar especial atención a la variación del crecimiento entre los distintos sectores durante las recuperaciones tras recesiones vinculadas a crisis financieras³:

$$\begin{aligned}
 Growth_{i,c,t} = & \alpha_1 Size_{i,c,t-1} + \alpha_2 (Recovery_{c,t} \\
 & \times Dependence_i) + \sum_{i,c} \beta_{i,c} \times d_{i,c} \\
 & + \sum_{i,t} \gamma_{i,t} \times d_{i,t} + \sum_{c,t} \delta_{c,t} \times d_{c,t} + \epsilon_{i,c,t},
 \end{aligned}$$

³Esta especificación es muy similar a la de Dell’Ariccia, Detragiache y Rajan (2008).

Efecto de la dependencia del financiamiento externo en el vigor de la recuperación de distintos sectores¹

(Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹Diferencia entre las tasas de crecimiento de sectores “muy dependientes” y “poco dependientes” del financiamiento externo, correspondientes a los percentiles 85 y 15, respectivamente.

donde los subíndices i , c y t representan respectivamente observaciones correspondientes a un sector, un país y un período determinado.

El coeficiente de la interacción entre una variable indicador de la recuperación ($Recovery_{c,t}$) y el grado de dependencia del financiamiento externo ($Dependence_i$), α_2 , capta el grado en que las condiciones crediticias durante la recuperación afectan al crecimiento económico. Si $\alpha_2 < 0$, los sectores con mayor dependencia del financiamiento externo, incluido el crédito bancario, presentan, en períodos de recuperación, un crecimiento del valor agregado menor que el de otros sectores, lo que sugiere que las restricciones de la oferta de crédito tienen un impacto significativo en el vigor de la recuperación. No obstante, la tasa de crecimiento del valor agregado en un sector ($Growth_{i,c,t}$) también depende de otros factores de diversa índole. A fin de incorporar la influencia de estos elementos en términos

amplios, la especificación incluye tres conjuntos de variables ficticias que captan efectos fijos: país-sector, sector-tiempo y país-tiempo. Esta combinación de variables ficticias nos permite representar un amplio espectro de efectos, entre ellos la severidad de la recesión pasada, las características agregadas del país, los shocks mundiales sufridos por el sector y las regulaciones específicas del país que varían según el sector. Por último, los efectos en el crecimiento relacionados con el tamaño del sector como resultado de efectos de convergencia, entre otras cosas, se toman en cuenta mediante la inclusión de la participación rezagada del valor agregado de la producción de un sector determinado ($Size_{i,c,t-1}$).

El crecimiento y el crédito durante las recuperaciones

Los resultados basados en la especificación empírica ya expuesta proporcionan pruebas de que, en efecto, las empresas de los sectores que dependen en mayor medida del financiamiento externo crecen en forma más lenta después de finalizada una recesión vinculada a una crisis financiera (véase el cuadro, primera columna). Esto apunta a que las perturbaciones en la disponibilidad de crédito tienen efectos reales significativos. Las estimaciones que se presentan en el cuadro indican que una empresa característica de un sector muy dependiente del financiamiento externo crece a un ritmo casi 1,5 puntos porcentuales más lento que el de una empresa que recurre en mayor medida a fondos internos (segundo gráfico)⁴.

¿Existen factores mitigantes que podrían neutralizar los efectos perjudiciales de una desaceleración en la oferta de crédito? Como se señala en el capítulo, un factor clave que ayudó a las economías a recuperarse de una recesión vinculada a una crisis financiera fue el hecho de que pudieran beneficiarse de una demanda externa dinámica. Es decir que las perturbaciones en la oferta de crédito pueden no tener mucha importancia para las empresas con una alta dependencia de fondos externos si producen bienes altamente tranzables.

⁴Las categorías “muy dependiente” y “poco dependiente” corresponden a los sectores que se encuentran en los percentiles 85 y 15, respectivamente, de la distribución de la dependencia de fondos externos.

Recuadro 3.2 (conclusión)**Dependencia financiera externa y recuperaciones tras crisis financieras**

	Todos (1)	Tangibilidad de los activos		Tranzabilidad	
		Alta (2)	Baja (3)	Alta (4)	Baja (5)
Magnitud rezagada	-2,255*** (0,206)	-2,766*** (0,344)	-1,830*** (0,241)	-2,353*** (0,280)	-2,260*** (0,285)
Recuperación x dependencia externa	-0,038** (0,018)	-0,028 (0,023)	-0,057** (0,029)	-0,020 (0,017)	-0,085* (0,046)
<i>N</i>	15.204	8.071	7.133	8.192	7.012
<i>R</i> ²	0,35	0,38	0,37	0,47	0,31

Nota: La variable dependiente es el crecimiento en valor agregado. Los errores estándar robustos se indican entre paréntesis; uno, dos y tres asteriscos denotan significación al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente. La "magnitud rezagada" se refiere a la proporción del valor agregado del sector *i* en el período *t*-1. "Recuperación" es la variable indicativa que toma el valor 1 para los primeros dos años posteriores al punto mínimo de una recesión vinculada a una crisis financiera. Todas las especificaciones presentadas incluyen los efectos fijos país-sector, país-tiempo y sector-tiempo.

A fin de investigar esta hipótesis, los sectores se han dividido en los que producen bienes altamente tranzables (definidos como aquellos que superan la mediana en términos de la fracción de la producción del sector que se importa o exporta) y los que producen bienes menos tranzables⁵. La especificación empírica utilizada previamente también se emplea en estas dos submuestras. Los resultados de este ejercicio confirman la importancia del comercio exterior como factor mitigante durante las recuperaciones de recesiones vinculadas a crisis financieras (véase el cuadro, segunda y tercera columnas). En las empresas de sectores que producen bienes menos tranzables, el crecimiento del valor agregado se ve marcadamente afectado por su grado de dependencia del financiamiento externo. En el caso de estas empresas, la diferencia en las tasas de crecimiento entre las muy dependientes y las poco dependientes del financiamiento externo es de alrededor de 3,3 puntos porcentuales, más del doble de la diferencia que se observa en la muestra completa. El grado de dependencia del financiamiento externo no es significativo para las empresas en sectores que producen bienes altamente tranzables.

¿Es posible que otras características de los sectores, como la tangibilidad de los activos, ayuden

a contrarrestar los efectos del crédito restringido sobre el crecimiento? En principio, los sectores que tienen una mayor proporción de activos tangibles deberían estar en mejores condiciones para obtener financiamiento de fuentes externas, dado que esos activos pueden ofrecerse como garantía, y así lograr que los diferenciales que se cobran a la empresa sean menores. A fin de tratar esta cuestión, los sectores se clasifican una vez más en dos grupos: aquellos con un alto grado de tangibilidad (por encima del nivel mediano de nuestra medida de tangibilidad) y los de bajo nivel de tangibilidad⁶. De esto surge un resultado interesante: durante las recuperaciones, el crecimiento de la producción de valor agregado en las empresas que tienen un alto grado de tangibilidad de sus activos no se ve significativamente afectado por la magnitud de su dependencia del financiamiento externo (véase el cuadro, cuarta columna). Por el contrario, de acuerdo con lo previsto, las empresas de los sectores que tienen relativamente menos activos tangibles y que dependen en mayor medida del financiamiento externo crecen a una tasa mucho menor durante la recuperación posterior a una crisis financiera (véase el cuadro, quinta columna).

Estas conclusiones sugieren que la disponibilidad de crédito cumple una función importante en la recuperación de recesiones vinculadas

⁵El grado de tranzabilidad se obtiene a partir de las medidas de Braun y Larrain (2005), que utilizan cuadros de la Oficina de Análisis Económico para el cálculo de la proporción de la producción de un sector que se exporta o importa.

⁶Braun y Larrain (2005) formularon una medida de la tangibilidad de los activos tras observar la relación promedio entre la planta y los equipos productivos, y los activos totales de un sector determinado.

a crisis financieras, en especial en el caso de sectores que producen bienes relativamente menos tranzables y cuyos activos son menos tangibles. Aparte de los sectores que se incluyen en la clasificación de “otros productos manufacturados”, los de maquinaria y equipamiento científico y profesional parecen especialmente vulnerables, ya que constituyen ejemplos de sectores muy dependientes del financiamiento de fuentes externas, cuyos bienes son relativamente menos tranzables y sus activos menos tangibles⁷. Las conclusiones tam-

⁷Aunque todos los sectores que abarca el estudio corresponden al sector manufacturero y, por lo tan-

bién nos hacen recordar la importancia de las políticas orientadas a restaurar la salud del sistema bancario y de los mercados financieros para que el flujo de crédito pueda volver a establecerse con rapidez. Este mensaje cobra mayor relevancia aún durante episodios de crisis financieras caracterizadas por un elevado grado de sincronización porque en esos casos no hay margen para que la demanda externa contribuya a la recuperación como lo ha hecho en otras ocasiones.

to, producen bienes muy tranzables, la medida que nos interesa aquí es el grado relativo de tranzabilidad que existe en el sector.

variaciones cíclicas²⁹. Del mismo modo, el componente discrecional de la política monetaria se representa a través de la desviación de las tasas de interés nominal y real de una de las reglas de Taylor, que intenta captar la forma en que un banco central responde ante las fluctuaciones de la brecha del producto y las desviaciones de la meta inflacionaria explícita o implícita. Para cada una de las etapas de recesión, la medida de referencia de la respuesta de política económica es la variación registrada entre el punto máximo y el mínimo, que mide en forma acumulativa el grado en que la política se tornó más expansiva o restrictiva durante toda la recesión³⁰.

²⁹Para verificar la robustez de estos resultados, también se utiliza otra medición de la política fiscal. Esta medida, que consiste en la variación porcentual del consumo público sin ajustar en función del ciclo, se basa en la premisa de que la variación del gasto real público es mayormente independiente de las fluctuaciones del producto. Tal como se analiza en el apéndice, la mayoría de los resultados se mantiene. También se podría haber elegido el gasto en inversión pública. Sin embargo, su tamaño es mucho menor que el del consumo público, y su vínculo con la recuperación económica a menudo es limitado, debido a los considerables retrasos en la implementación (véase Spilimbergo *et al.*, 2008).

³⁰El apéndice de este capítulo presenta información más detallada. Para las mediciones de política monetaria, calculamos el estímulo de la política como la suma de las desviaciones en cada trimestre en que la economía está en recesión. La mayoría de los estudios empíricos, inclu-

Habitualmente, durante las recesiones las políticas fiscales y monetarias discretionales han sido expansivas (gráfico 3.11)³¹. El aumento medio del componente discrecional del consumo público durante una recesión gira en torno al 1,1% por trimestre, mientras que la reducción promedio de la tasa de interés real, más allá de la supuesta en la regla de Taylor, está en el entorno de 0,2 puntos porcentuales por trimestre³². Tradicionalmente, las economías del G-7 han reaccionado con mayor intensidad en materia de política monetaria que otros países³³. Por otro lado, durante las recesiones, algunas economías europeas no han podido

sive los citados previamente, no discriminan entre las diversas etapas del ciclo económico. Las excepciones incluyen a Peersman y Smets (2001) y Tagkalakis (2008), quienes respectivamente muestran que la política monetaria y la fiscal tienden a tener un efecto mayor durante una recesión que durante una expansión.

³¹Lane (2003) comprueba en una muestra de países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) que el gasto corriente público, sin contar los pagos de intereses, es anticíclico, aunque alega que los estabilizadores automáticos son los principales impulsores del efecto anticíclico.

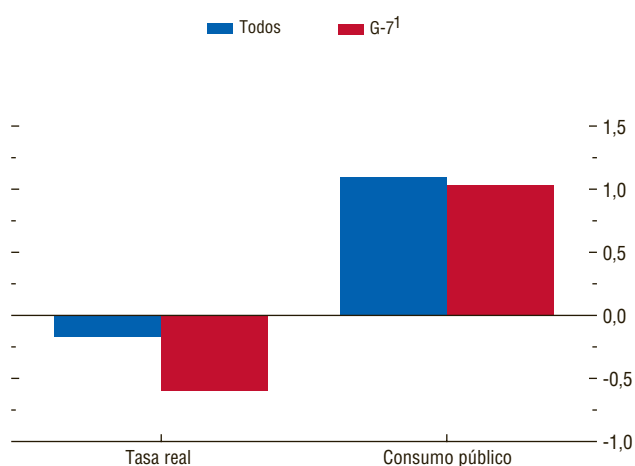
³²Adviértase que estas cifras presentan nuestra medición del componente discrecional de la política económica. Las mediciones directas de la política económica, tales como la variación de la tasa de interés o el saldo primario, muestran reducciones más marcadas durante las recesiones.

³³El G-7 está integrado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido.

Gráfico 3.11. Respuesta de política económica promedio durante una recesión

(Tasa real en puntos porcentuales; consumo público en porcentaje)

Durante las recesiones las políticas monetarias y fiscales discretionales suelen ser expansivas.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹El G-7 incluye: Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido.

reducir sus tasas de interés por separado debido a su compromiso con el mecanismo cambiario europeo y su pertenencia a la zona del euro.

¿Contribuyen las políticas económicas a mitigar la duración de las recesiones?

El efecto de las políticas monetarias y fiscales discretionales sobre la duración de las recesiones se examina mediante la observación de la experiencia de varios países a través de diversos episodios de recesión utilizando un análisis de duración. Este tipo de análisis procura modelar la probabilidad de que ocurra un hecho, tal como el fin de una recesión. En estudios anteriores, estos modelos se han utilizado para abordar la interrogante de si es más o menos probable que una recesión finalice al tornarse más prolongada³⁴. El capítulo contribuye a este análisis al observarse el impacto de las políticas sobre la probabilidad de que una economía salga de la recesión.

En todos los tipos de recesión existen indicios de que la política monetaria expansiva habitualmente se vincula a recesiones más cortas, lo que no sucede con la política fiscal expansiva. Una reducción del 1% de la tasa de interés real más allá de la supuesta en la regla de Taylor aumenta en alrededor del 6% la probabilidad de salir de una recesión en un determinado trimestre. Por otra parte, al examinar todas las recesiones, se concluyó que la política fiscal, medida según la variación del saldo primario o del consumo público, no tiene efecto significativo sobre la duración de las recesiones.

Sin embargo, durante las recesiones vinculadas a crisis financieras, una política expansiva tanto en materia fiscal como monetaria tiende a acortar su duración, aunque el efecto de la política monetaria carece de significancia estadística (cuadro 3.3). Durante estos episodios, un aumento del consumo público del 1% se vincula a un aumento de alrededor del 16% en la probabilidad de salir de

³⁴En estudios anteriores se concluye que las recesiones estadounidenses de posguerra tienen más probabilidad de finalizar cuanto más se prolonguen en el tiempo (véanse Diebold y Rudebusch, 1990, y Diebold, Rudebusch y Sichel, 1993).

una recesión. El efecto más fuerte de la política fiscal sobre estos fenómenos coincide con los indicios existentes de que la política fiscal resulta más eficaz cuando los actores económicos enfrentan mayores limitaciones de liquidez³⁵. Es posible que la ausencia de un efecto de política monetaria estadísticamente significativo se deba a la presión experimentada por el sector financiero durante las crisis financieras, lo que obstaculiza la eficacia de los mecanismos de transmisión de la política monetaria por medio de las tasas de interés y del crédito bancario³⁶.

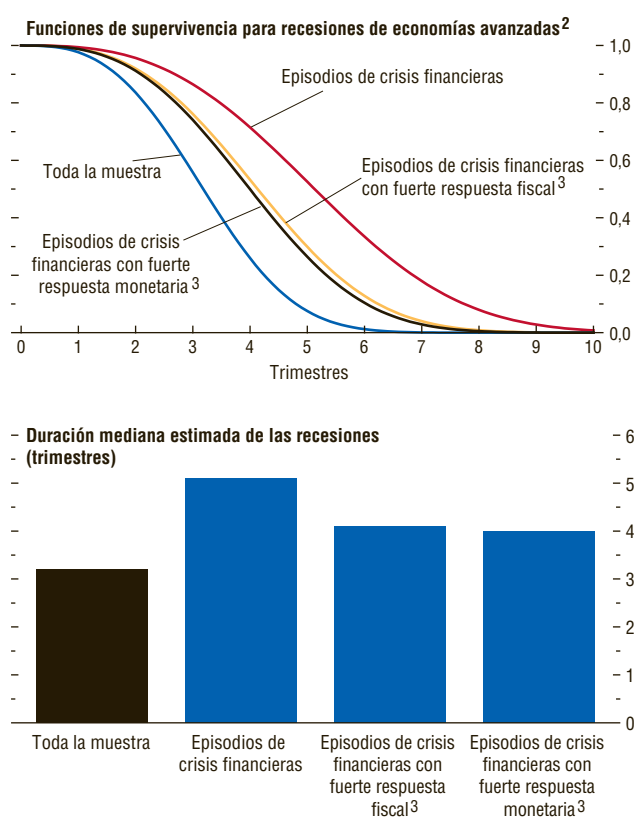
Una forma útil de visualizar el efecto de las políticas monetarias y fiscales sobre la duración de las recesiones es observar las estimaciones de la probabilidad de que una economía permanezca en recesión más allá de un determinado número de trimestres (gráfico 3.12, panel superior). Las probabilidades estimadas son considerablemente mayores en el caso de las recesiones vinculadas a crisis financieras en relación con las recesiones promedio, lo que indica que las primeras se prolongan más que las últimas. La implementación de políticas expansivas claramente contribuye a reducir la duración mediana de la recesión (gráfico 3.12, panel inferior). Por ejemplo, un aumento de una desviación estándar en el consumo público reduce la duración mediana de una recesión vinculada a una crisis financiera de 5,1 a 4,1 trimestres. En cambio, el efecto de la política monetaria, si bien también contribuye a reducir la duración de una recesión vinculada a una crisis financiera, es insignificante.

¿Ayudan las políticas económicas a impulsar las recuperaciones?

Como se comentó en las secciones previas, tras las recesiones suele venir una rápida recuperación. Aunque, como ya se analizó, con el tiempo algunos factores (entre ellos, el avance tecnológico y

Gráfico 3.12. Efecto de las políticas económicas durante episodios de crisis financieras¹

Las recesiones vinculadas a crisis financieras tienden a ser más prolongadas. Sin embargo, la duración de estas recesiones puede moderarse mediante políticas fiscales y monetarias expansivas.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Las recesiones vinculadas a crisis financieras se describen en el texto.

²Las funciones de supervivencia muestran la posibilidad de permanecer en recesión más allá de un determinado número de trimestres.

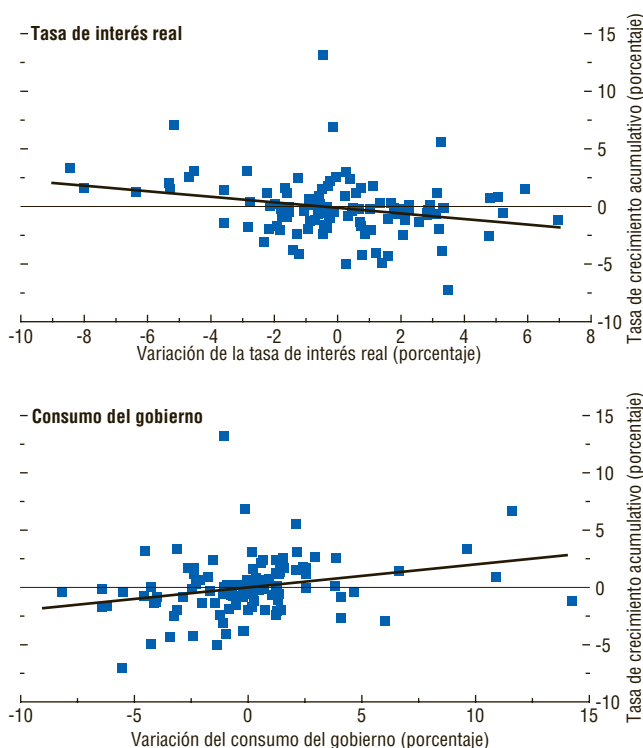
³Se refiere al aumento de una desviación estándar del consumo público o a la disminución de las tasas de interés real, respectivamente.

³⁵Véase Tagkalakis (2008). En Bernanke y Gertler (1989) se indica que las limitaciones en materia de liquidez son más frecuentes durante las recesiones que en las expansiones.

³⁶Véase en Bernanke y Gertler (1995) un análisis detallado del mecanismo de transmisión monetaria por medio del crédito.

Gráfico 3.13. Efecto de las variables de política económica sobre el vigor de la recuperación¹

Tras descontar la incidencia de la amplitud y la duración de la recesión precedente, así como también las características fijas de un país, las políticas expansivas se vinculan en forma positiva con el vigor de la recuperación.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Los diagramas de dispersión presentados son diagramas condicionados que toman en cuenta el efecto de varias otras variables de control, tal como se detalla en el apéndice.

el crecimiento de la población) contribuyen a que la economía se recupere, en esta sección se investiga si las políticas fiscales y monetarias emprendidas durante las recesiones también contribuyen a robustecer la recuperación económica, utilizando un estudio de eventos para aprovechar la variación de los datos entre los diferentes países. La variable que interesa en este caso es el crecimiento acumulativo del producto un año después de registrado el punto mínimo del ciclo, que se utiliza como variable representativa de la fortaleza de la recuperación. Para entonces, una economía que sale de una recesión habitualmente ha superado el nivel máximo anterior de su producto. Las mediciones de la política económica utilizadas son las mismas que en el análisis de duración, medidas como variaciones acumulativas durante la etapa de recesión. Además de las variables de política económica, se incluyen como controles tanto la duración como la amplitud de la recesión precedente.

Los resultados indican que tanto las expansiones fiscales como las monetarias emprendidas durante una recesión se vinculan a recuperaciones más vigorosas (cuadro 3.4). En particular, el aumento del consumo público y la reducción de la tasa de interés nominal y real más allá de lo supuesto por la regla de Taylor tienen un efecto positivo sobre la fortaleza de la recuperación económica (gráfico 3.13)³⁷. El cuadro 3.4 presenta el efecto cuantitativo de cada medida de política económica por separado y en combinación. El coeficiente de la variable de consumo público, que ronda el 0,2, supone que un aumento de una desviación estándar del consumo público durante una recesión se vincula a un aumento de la tasa de crecimiento acumulativo de alrededor del 0,7% durante la etapa de recuperación. La reacción ante una reducción de una desviación estándar de la tasa de interés real, más allá de lo supuesto por la regla de Taylor, ronda el 0,4%. Por otra parte, las variaciones del saldo primario ajustado en función del ciclo registradas durante una recesión no se vinculan en forma signi-

³⁷Este efecto positivo de la política económica mantiene significancia estadística aun después de incluir políticas emprendidas en las etapas iniciales de la recuperación.

ficativa al crecimiento del producto durante la recuperación³⁸.

Una utilización intensa de la política fiscal discrecional plantea inquietudes sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Por ejemplo, utilizando una muestra de 19 países de la OCDE, Perotti (1999) concluye que un estímulo fiscal reduce el consumo privado en períodos durante los cuales el nivel de la deuda pública es particularmente alto³⁹. Las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal, ¿reducen la eficacia del estímulo fiscal durante las recuperaciones? Para abordar esta cuestión, se introducen al sistema de regresión de referencia los niveles de deuda pública en relación con el PIB vigentes al inicio de una recesión, vinculándose a la variable que representa la política fiscal. Los resultados, presentados en el cuadro 3.4, indican que el grado de endeudamiento público reduce la eficacia de la política fiscal.

La naturaleza de esta relación puede observarse de forma más clara en el gráfico 3.14, donde se presenta la relación marginal entre el efecto de la política fiscal sobre la fortaleza de la recuperación y la relación deuda/PIB. La pendiente indica que el estímulo fiscal en economías con un nivel de deuda pública reducido tiene mayor efecto sobre la fortaleza de la recuperación que en economías con un nivel de deuda pública más alto. La estimación puntual del efecto se torna negativa para niveles de deuda que superan el entorno del 60% del PIB. No obstante, tal como indican las bandas azules de intervalo de confianza del 90%, existe gran incertidumbre en la estimación del umbral del nivel de deuda⁴⁰.

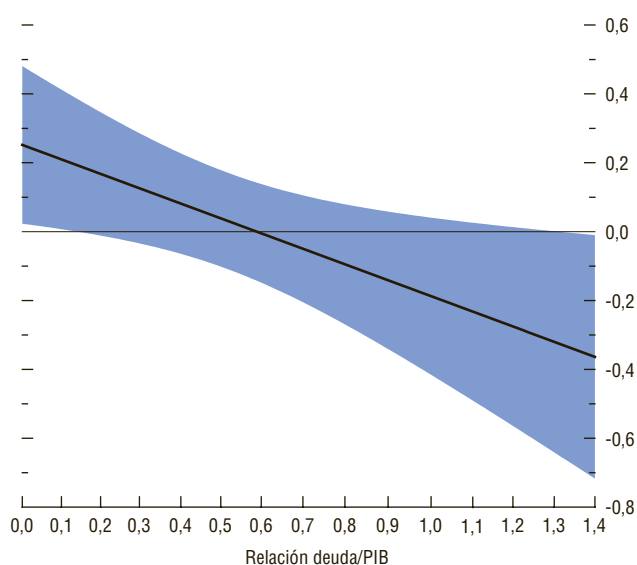
³⁸No existen indicios de que el efecto de la política económica sea diferente para fortalecer las recuperaciones tras las recesiones vinculadas a crisis financieras que en recuperaciones de otra naturaleza.

³⁹El carácter procíclico de la política fiscal en economías emergentes también es atribuible en gran medida al hecho de que las limitaciones en materia de financiamiento de la deuda pública son generalmente más estrictas durante las recesiones (véase un análisis sobre América Latina en Gavin y Perotti, 1997).

⁴⁰Se obtienen resultados similares cuando la política fiscal se representa utilizando el saldo primario discrecional. No obstante, en este caso las bandas de confianza son más estrechas y separan los umbrales de nivel de deuda en forma más clara.

Gráfico 3.14. Relación entre el efecto de la política fiscal sobre el vigor de la recuperación y la relación deuda/PIB

El efecto de la política fiscal sobre la fortaleza de la recuperación es más débil en economías con mayor nivel de deuda pública en relación con el PIB.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Cuadro 3.3. Efecto de las políticas económicas sobre la probabilidad de salir de una recesión

	(1)	(2)	(3)	(4)
Recesión vinculada a una crisis financiera ¹	-1,275*** (0,381)	-2,238*** (0,602)	-0,454 (0,612)	-1,391** (0,763)
Consumo del gobierno ²		-0,110*** (0,027)		-0,131*** (0,029)
Consumo del gobierno × crisis financiera		0,278** (0,143)		0,284** (0,139)
Tasa real ³			-0,024*** (0,008)	-0,033*** (0,009)
Tasa real × crisis financiera			-0,028 (0,031)	-0,024 (0,031)
Constante	-3,224*** (0,449)	-3,269*** (0,459)	-3,571*** (0,499)	-3,742*** (0,514)
Ln p^4	0,900*** (0,069)	0,983*** (0,069)	0,960*** (0,072)	1,070*** (0,072)
Efectos fijos	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>N</i>	121	120	117	117

Nota: Se supone que la función de riesgo de referencia sigue la distribución de Weibull. Se informan los valores de los coeficientes de cada una de las covarianzas en la función de riesgo. Los errores estándar robustos se indican entre paréntesis; uno, dos y tres asteriscos denotan significación al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente.

¹“Recesión vinculada a una crisis financiera” es una variable indicativa que adopta el valor de 1 cuando se determina que la recesión está asociada a una crisis financiera, tal como se describe en el texto.

²“Consumo del gobierno” se refiere a la variación del consumo discrecional del gobierno durante una recesión.

³“Tasa real” señala la desviación acumulativa de la regla de Taylor que registra la tasa de interés real durante una recesión.

⁴Ln p indica el valor del parámetro (en logaritmo) de Weibull que rige la forma de la función de riesgo.

Estas conclusiones señalan la necesidad de un compromiso de sostenibilidad fiscal de mediano plazo para acompañar cualquier estímulo fiscal de corto plazo. Las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pueden desacelerar el proceso de recuperación por la vía de un menor gasto de los consumidores y una mayor tasa de interés real de largo plazo. Es crucial que la instrumentación de las medidas temporales de estímulo ocurra en un marco que garantice la sostenibilidad fiscal a fin de asegurar la eficacia de la política económica aplicada⁴¹.

Esta sección se centró en la política fiscal y monetaria; sin embargo, experiencias anterior-

res de recesiones vinculadas a crisis financieras indican firmemente que la eficacia de la política monetaria y fiscal se reduce considerablemente en ausencia de una implementación inmediata de políticas financieras bien focalizadas. Muchos observadores consideran que las políticas emprendidas por Suecia a inicios de los años noventa resultaron muy eficaces para restablecer la salud del sector financiero y allanar el terreno hacia una fuerte recuperación⁴². Un componente clave de estas medidas fue la creación de empresas independientes de gestión de activos, que eliminaron los activos problemáticos de los balances de los bancos para que estos pudieran reanudar sus actividades crediticias habituales. En Japón, la lentitud para reconocer la magnitud del problema de las deudas incobrables contribuyó a desacelerar la recuperación de las crisis financieras de los años noventa (véase, por ejemplo, Hoshi y Kashyap, 2008).

⁴¹Véase en Spilimbergo *et al.* (2008) más información sobre la formulación de políticas adecuadas para abordar las inquietudes en materia de sostenibilidad. Reinhart y Rogoff (2008b) concluyen que los episodios de crisis financieras suelen vincularse a aumentos pronunciados del nivel de deuda pública, lo que puede plantear inquietudes sobre la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo. Sin embargo, estos autores no examinan el comportamiento de las tasas de interés de largo plazo tras dichas crisis.

⁴²Véanse el trabajo de Jackson (2008) y sus referencias.

Cuadro 3.4. Efecto de las políticas sobre el vigor de las recuperaciones

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Duración de la recesión	-0,044 (0,121)	0,111 (0,126)	-0,248 (0,156)	-0,208 (0,211)	-0,201* (0,110)	-0,056 (0,144)	-0,406 (0,251)	-0,342 (0,286)
Amplitud de la recesión	0,155 (0,116)	0,092 (0,102)	0,446*** (0,082)	0,426*** (0,103)	0,415*** (0,069)	0,353*** (0,082)	0,358*** (0,117)	0,323** (0,137)
Consumo del gobierno ¹	0,201** (0,080)	0,173** (0,082)	0,252** (0,119)	0,236* (0,131)				
Consumo del gobierno x deuda			-0,437** (0,186)	-0,415* (0,209)				
Saldo primario ²					-0,040 (0,070)	-0,041 (0,071)	-0,567** (0,247)	-0,575** (0,236)
Saldo primario x deuda							1,029*** (0,354)	1,056*** (0,340)
Tasa real ³		-0,035*** (0,011)		-0,010 (0,025)		-0,028* (0,016)		-0,015 (0,025)
Deuda pública ⁴			-1,505** (0,647)	-1,468** (0,670)			-3,890*** (0,797)	-3,755*** (0,885)
Efectos fijos	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
N	112	109	75	75	96	93	72	72
R ²	0,10	0,13	0,34	0,34	0,12	0,16	0,46	0,46

Nota: La variable dependiente es el crecimiento acumulativo al año de iniciada la etapa de recuperación. Los errores estándar robustos se indican entre paréntesis; uno, dos y tres asteriscos denotan significación al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente.

¹"Consumo del gobierno" se refiere a la variación del consumo discrecional del gobierno durante la recesión anterior.

²"Saldo primario" se refiere a la variación del saldo primario ajustado en función de la variación cíclica durante la recesión anterior.

³"Tasa real" se refiere a las desviaciones acumulativas de las tasas de interés con respecto a una regla de Taylor durante una recesión.

⁴"Deuda pública" se refiere a la relación deuda pública/PIB al comienzo de la recesión.

La asistencia al sector financiero generalmente comporta costos fiscales. Sin embargo, en el mediano plazo es habitual recuperar una parte considerable del costo bruto inicial mediante la venta de activos. Por ejemplo, en el caso de los países escandinavos y Japón, el costo bruto de la recapitalización alcanzó un promedio del 5% del PIB, mientras que la tasa de recuperación promedio de los primeros cinco años fue de alrededor del 30%⁴³. La velocidad de la recuperación económica y la concomitante mejora de la situación financiera son factores importantes para determinar la tasa de recuperación. Así, en el caso de Suecia más del 90% del desembolso inicial se recuperó en los primeros cinco años. Sin embargo, a fines de los años noventa la tasa corres-

⁴³Esta tasa es relativamente baja frente al 55% de tasa de recuperación que habitualmente registran las economías avanzadas por la venta de activos adquiridos mediante intervenciones. Laeven y Valencia (2008) presentan información detallada sobre respuestas de política económica ante varios episodios de crisis financiera estudiados en este capítulo.

pondiente a la recesión japonesa apenas había superado el 10%, y casi alcanzó el 90% para 2008.

Lecciones de la recesión actual y perspectivas de recuperación

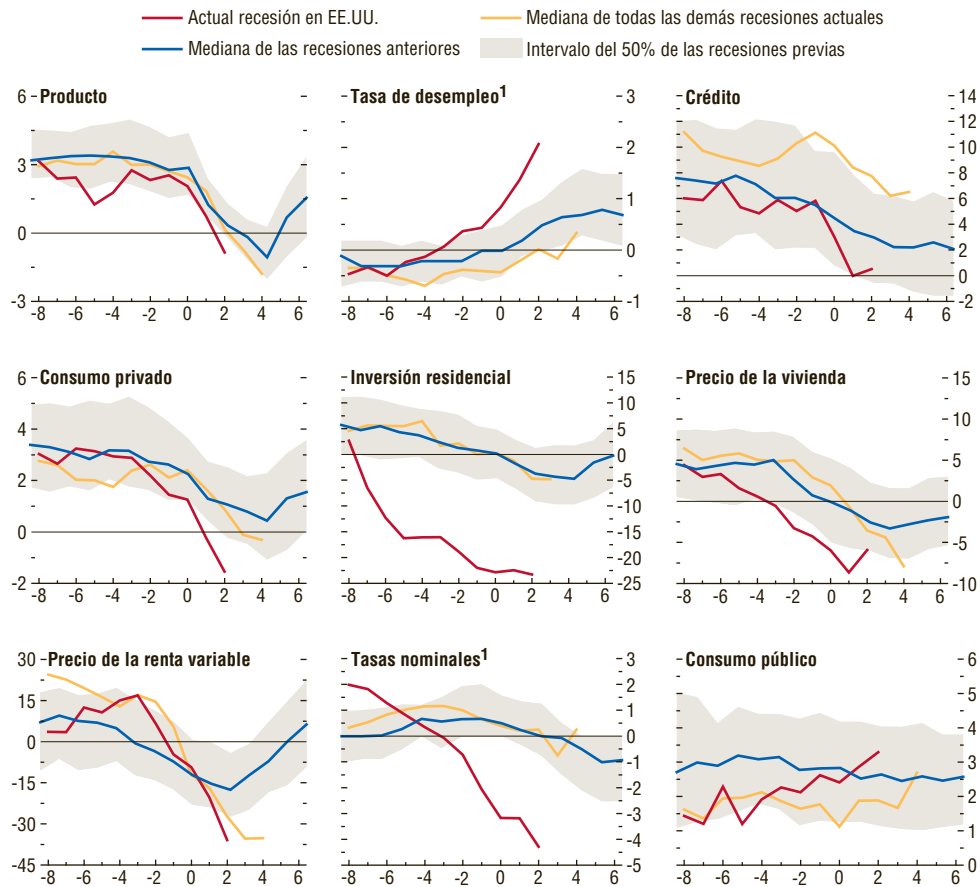
Los datos existentes hasta el cuarto trimestre de 2008 indican que 15 de las 21 economías avanzadas consideradas en este capítulo ya se encuentran en recesión. Teniendo en cuenta los puntos de inflexión del producto, la economía de Irlanda ha estado en declive durante siete trimestres; la de Dinamarca, durante cinco; las de Finlandia, Nueva Zelandia y Suecia, durante cuatro; las de Alemania, Austria, Italia, Japón, los Países Bajos y el Reino Unido, durante tres; y las de España, Estados Unidos, Portugal y Suiza, durante dos (aunque la recesión de la economía estadounidense ya lleva cuatro trimestres si se utiliza la determinación de fechas de la NBER)⁴⁴.

⁴⁴Esta oficina divulgó que el último punto máximo del producto estadounidense se alcanzó en diciembre de 2007.

Gráfico 3.15. Indicadores económicos en torno a puntos máximos de recesiones actuales y previas

(Diferencias medianas de logaritmo con respecto al año anterior, salvo indicación en contrario; punto máximo del producto en t = 0; datos en términos reales, salvo indicación en contrario; trimestres en el eje de las abscisas)

En comparación con recesiones anteriores, la actual recesión estadounidense ya es profunda. Las marcadas caídas de la riqueza, la restricción del crédito y la magnitud de la desaceleración denotan que es poco probable que se registre una rápida recuperación de la demanda privada.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 ¹Diferencia mediana en puntos porcentuales desde el año anterior.

En esta sección se examinan las perspectivas de recuperación de estas recesiones a la luz de los hallazgos de este capítulo.

Muchas de las economías actualmente en recesión atravesaron expansiones muy similares a las que precedieron episodios anteriores de turbulencia financiera, tal como se analizó en el capítulo, con fenómenos parecidos de recalentamiento del precio de los activos y rápida expansión del crédi-

to⁴⁵. De acuerdo con experiencias previas de turbulencia financiera (edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*), existen señales claras de que estas recesiones ya son más graves y prolongadas de lo habitual. En el gráfico 3.15 se

⁴⁵Como se analizó en el capítulo 2, los casos de Alemania y Japón constituyen excepciones notables, aunque sus economías también experimentan dificultades financieras.

trazan las trayectorias de las tasas medianas de crecimiento de variables macroeconómicas clave para las 122 recesiones anteriores, junto con las bandas de los cuartiles superior e inferior. A cada una de ellas se le superponen datos de la actual recesión estadounidense y la mediana correspondiente a todas las demás recesiones⁴⁶. Los datos del PIB indican que estas economías han venido deteriorándose a un ritmo relativamente rápido. En Estados Unidos, la contracción del mercado laboral, de bienes y de activos ha sido particularmente pronunciada. Hay tres aspectos especialmente destacables de estos eventos.

En primer lugar, tal como se vio en secciones anteriores, existen indicios de generación de un círculo vicioso entre los precios de los activos, el crédito y la inversión, lo que es habitual en recesiones graves vinculadas a crisis financieras. Los indicios más recientes ponen de manifiesto reducciones excepcionales del crédito. El deterioro de la riqueza financiera, representada por el precio de la renta variable, ha sido drástico. La disminución del precio de la vivienda en Estados Unidos es tan pronunciada como la de los cinco grandes episodios analizados previamente. La inversión en viviendas muestra sin lugar a dudas un descenso excepcional en comparación con recesiones previas.

En segundo término, los indicios extraídos del capítulo señalan que la fuerte caída en la riqueza de los hogares observada en varias economías y la necesidad de sanear los balances de los hogares producirá una retracción del consumo privado mayor de lo habitual. En efecto, la reducción del consumo estadounidense registrada en los últimos trimestres es indudablemente atípica. En todas las economías, la confianza de los consumidores sigue empeorando, lo que indica que la retracción de la demanda y la confianza del sector privado contribuirán a alargar la recesión.

Para finalizar, las recesiones actuales también están altamente sincronizadas, lo que frena aún

más las perspectivas de una recuperación normal. En particular, la rápida caída del consumo en Estados Unidos representa para muchas otras economías una importante reducción de la demanda externa.

Por ende, es improbable que las economías excesivamente apalancadas puedan recuperarse con rapidez gracias a un fuerte crecimiento de la demanda privada interna; lo que fundamentalmente se necesita es un período prolongado de ahorro superior al promedio. En muchos casos anteriores de trastornos en el sistema bancario, la exportación neta impulsó la recuperación, facilitada por una demanda robusta de Estados Unidos y por la depreciación o devaluación del tipo de cambio. Sin embargo, debido a la magnitud de la desaceleración, no todas las economías que hoy atraviesan una recesión dispondrán de esta alternativa.

Dada la probabilidad de una disminución tanto en la demanda privada interna como en la demanda externa, la política económica debe utilizarse para detener el ciclo de caída de la demanda, de los precios de los activos y del crédito. En la mayoría de las economías avanzadas, la política monetaria se ha distendido rápidamente, mucho más que en recesiones anteriores, y se han adoptado medidas excepcionales para dotar de liquidez al mercado. Es posible aplicar una mayor distensión efectiva, aun cuando las tasas de interés nominales se aproximen a cero. Sin embargo, los datos del capítulo indican que es probable que la reducción de la tasa de interés tenga un efecto menor durante una crisis financiera. En vista de las continuas dificultades que atraviesa el sector financiero, las autoridades no deberían apoyarse solamente en las medidas de política económica habituales.

Los datos presentados en este capítulo muestran que la política fiscal puede hacer un aporte importante para reducir la duración de las recesiones vinculadas a crisis financieras. En efecto, los gobiernos pueden interrumpir el círculo vicioso entre la economía real y la situación financiera ocupándose de “gastar cuando ya nadie lo hace”. Pero ello presupone que el estímulo público pueda hacerse llegar rápidamente. Por otra parte, como se observa en el capítulo, la sostenibilidad

⁴⁶El cálculo de la mediana se limita a un mínimo de cuatro observaciones, razón por la cual la serie correspondiente a las recesiones recientes no se extiende hasta los seis trimestres.

de la eventual carga de la deuda limita el alcance de una política fiscal expansiva, y en economías que han entrado en recesión con un saldo fiscal débil y un gran nivel de deuda pública no será posible sostener la demanda por un período prolongado. En el caso de recesiones graves y extensas, con riesgo sustancial de deflación, las políticas fiscales y monetarias deberían coordinarse estrechamente para contener la presión a la baja de la demanda. Además, dada la naturaleza sincrónica y mundial de la recesión actual, una amplia gama de países con espacio fiscal para hacerlo deberían brindar estímulo fiscal para maximizar el efecto de corto plazo sobre la actividad económica mundial, como se analizó en el capítulo 1.

El restablecimiento de la salud del sector financiero es un componente esencial para cualquier programa de políticas⁴⁷. Las experiencias de crisis financieras anteriores, especialmente las que implicaron un desapalancamiento, como ha sido el caso de Japón en los años noventa, señalan enfáticamente que antes de que se logre alcanzar una recuperación es necesario adoptar medidas coherentes y de gran alcance para estabilizar los balances de las instituciones financieras y eliminar la incertidumbre en materia de financiación. Aun entonces, es probable que la recuperación sea lenta y relativamente débil.

Apéndice 3.1. Fuentes de datos y metodología

Los principales autores de este apéndice son Prakash Kannan y Alasdair Scott.

En este apéndice se exponen particularidades relativas a los datos y se hace una revisión breve de la metodología utilizada para la identificación de “grandes shocks” y políticas fiscales y monetarias discretionales. También se incluye información referida a ejercicios relativos a la robustez de la medición de la política fiscal.

⁴⁷Véase, por ejemplo, en Decressin y Laxton (2009) un análisis de opciones de política monetaria no convencionales, sinergias con la política aplicada al sector financiero y lecciones extraídas de la experiencia japonesa.

Fuentes de datos

La principal fuente de datos de este capítulo es Claessens, Kose y Terrones (2008), que se resumirá en la sigla CKT de aquí en adelante.

Variable	Fuente
Producto	CKT, Haver Analytics
Consumo privado real	CKT, Haver Analytics
Consumo público real	CKT, Haver Analytics
Inversión de capital privado real	CKT
Inversión residencial real	CKT, Haver Analytics
Exportaciones reales	CKT
Exportaciones reales netas	Base de datos analíticos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)
Deflactor del PIB	Base de datos analíticos de la OCDE
Índice de precios al consumidor (IPC)	CKT, Base de datos de <i>International Financial Statistics (IFS)</i>
Precios del petróleo	Base de datos sobre precios de productos primarios del FMI
Precios reales de la vivienda	CKT, Banco de Pagos Internacionales (BPI), OCDE
Precios de las acciones	CKT, Base de datos de <i>IFS</i>
Crédito	CKT, Base de datos de <i>IFS</i>
Tasa de interés nominal	CKT, Base de datos de <i>IFS</i> , Thomson Datastream

Tasa de desempleo	CKT, Haver Analytics
Tasa de participación de la fuerza laboral	Base de datos analíticos de la OCDE
Salarios nominales	Base de datos de <i>IFS</i> , Base de datos analíticos de la OCDE
Relación precios de la vivienda/alquileres	OCDE
Tasa de ahorro de los hogares	Base de datos analíticos de la OCDE
Financiamiento neto de los hogares	Base de datos analíticos de la OCDE
Deuda pública	Fondo Monetario Internacional

Nota: Los precios nominales de la vivienda se obtuvieron del Banco de Pagos Internacionales; los precios de acciones, el crédito y las tasas de interés se deflataron utilizando índices de precios al consumidor.

Metodología utilizada para categorizar las recesiones y recuperaciones

Las reglas estadísticas para los shocks no financieros detectan cambios de gran magnitud en las variables macroeconómicas, según la siguiente clasificación:

- Shocks petroleros: Un indicador del movimiento de los precios del petróleo registra, en una fecha determinada para cada país, la mayor variación que se haya producido en el precio nominal local del petróleo en los 12 trimestres anteriores⁴⁸. Los shocks petroleros se

⁴⁸Esta es una versión del filtro propuesto en Hamilton (2003) para la identificación de shocks petroleros en Estados Unidos. El precio local se define como el precio promedio mundial al contado en dólares de EE.UU. multiplicado por el tipo de cambio nominal del país en cuestión. Asimismo, también se analizaron resultados obtenidos utilizando variaciones interanuales en los precios del petróleo en moneda local real y nominal, e identificaciones de shocks de oferta de petróleo basadas en vectores autorregresivos (véase Kilian, 2006).

definen como aquellos en los que el indicador es mayor que la media más 1,75 desviaciones estándar respecto de este índice.

- Shocks de demanda externa: El indicador de la demanda externa se construye como las desviaciones porcentuales respecto de la tendencia del PIB ponderado por el comercio de cada economía⁴⁹. Los shocks de demanda externa son aquellos en los que el indicador es menor que la media menos 1,75 desviaciones estándar del indicador.
- Shocks de política fiscal: Para el indicador de política fiscal discrecional se elabora una medida del saldo primario ajustado en función del ciclo⁵⁰. Las contracciones fiscales son aquellas en las que la diferencia interanual del saldo primario ajustado en función del ciclo es mayor que la media más 1,75 desviaciones estándar del saldo primario ajustado en función del ciclo⁵¹.

⁴⁹La tendencia se traza utilizando el filtro de Hodrick-Prescott (H-P) con un valor de λ de 1.600. Existen dos supuestos clave: en primer lugar, que es posible aproximar correctamente la absorción interna a través del PIB; en segundo lugar, que las ponderaciones del comercio exterior corresponden solo a las de otras economías avanzadas. Algunas economías tienen importantes vínculos comerciales con economías no avanzadas que sufrieron abruptas caídas en la demanda (por ejemplo, las exportaciones de Nueva Zelandia a Asia oriental durante 1997–98). Se ha analizado la robustez del uso de los términos de intercambio y del PIB mundial.

⁵⁰Esto se ajusta a la metodología estándar del FMI (véase Heller, Haas y Mansur, 1986). El filtro H-P (1.600) se utiliza para la estimación del producto potencial. Las estimaciones de la OCDE de la elasticidad-ingreso con respecto a ingresos y gastos se emplean para construir mediciones de las variaciones discrecionales en la orientación fiscal y para filtrar cambios pasivos debidos a metas preestablecidas y al efecto de los estabilizadores automáticos. Existen varios supuestos significativos, entre los que cabe destacar que el filtro H-P estima correctamente el producto potencial; que la elasticidad-ingreso con respecto a ingresos y gastos es constante; que las participaciones del ingreso fiscal (utilizadas para elaborar la elasticidad-ingreso agregada de los ingresos fiscales) son constantes, y que el deflactor del PIB (utilizado para deflatar el gasto público nominal) es una buena variable representativa del verdadero deflactor del gasto público.

⁵¹Un valor positivo representa un ajuste fiscal porque el saldo primario se define como los ingresos tributarios menos los gastos.

Cuadro 3.5. Resultados de la categorización de recesiones

	Cantidad	Porcentaje
Episodios con puntaje general positivo "previo al punto máximo" (total de indicadores, al menos un indicador es > 0 durante el período previo al punto máximo)	56	46
Episodios con puntajes mayores que cero (por indicador)		
Petróleo	23	19
Demanda externa	6	5
Política fiscal	8	7
Política monetaria	15	12
Crisis financiera	15	12

	Número de recesiones	Número de recesiones con puntaje positivo previo al punto máximo por país e indicador				
		Petróleo	Demanda externa	Política Fiscal	Política monetaria	Crisis financiera
Alemania	8	2	0	0	2	1
Austria	6	1	1	0	1	0
Australia	6	0	1	0	1	1
Bélgica	7	1	0	1	2	0
Canadá	3	1	0	0	1	0
Dinamarca	7	1	0	1	1	1
España	4	1	0	0	0	1
Estados Unidos	6	2	0	0	1	0
Finlandia	5	0	0	2	0	1
Francia	4	2	0	1	0	1
Grecia	8	2	0	2	1	1
Irlanda	3	0	0	0	0	0
Italia	9	1	0	0	0	1
Japón	3	0	0	0	0	2
Noruega	3	1	0	0	1	1
Nueva Zelanda	12	1	1	0	1	1
Países Bajos	5	2	1	0	2	0
Portugal	4	1	1	1	1	0
Reino Unido	5	2	0	0	0	2
Suecia	3	1	1	0	0	1
Suiza	9	1	0	0	0	0

- Shocks de política monetaria: Para el indicador de política monetaria discrecional se utilizan los residuos de las reglas de Taylor estimadas. Las contracciones causadas por la política monetaria son aquellas en las que el residuo es mayor que 1,75 desviaciones estándar. También analizamos los diferenciales para operaciones de distintos plazos (la diferencia entre los rendimientos de las letras del gobierno a tres meses y los bonos del gobierno a 10 años) y registramos como contractivas las instancias en las que el diferencial es mayor que 1,75 desviaciones estándar por encima de la tendencia.

El siguiente paso es vincular las recesiones a estos shocks. Un shock que tiene lugar en los cuatro trimestres anteriores al nivel más alto del PIB recibe un punto por anticipar correctamente la iniciación de la fase descendente del ciclo.

Esto genera los resultados que se exponen en el cuadro 3.5. Por último, en el cuadro 3.6 se presentan datos empíricos sobre la relación entre las crisis financieras y la desregulación de los mercados hipotecarios.

Metodologías utilizadas para identificar las políticas fiscales y monetarias

Se utilizan dos indicadores de política fiscal: el consumo público y los saldos primarios, ambos ajustados en función del ciclo. En instancias en las que solo se analiza o presenta una única medida, ese indicador es el consumo público ajustado en función del ciclo. En todos los casos, los cambios en la política se miden como cambios en la variable respectiva desde el nivel más alto hasta el más bajo de un ciclo específico.

Cuadro 3.6. Crisis financieras y liberalización del mercado de hipotecas

País	Año	Medida
Alemania	1967	Liberalización de las tasas de interés
Australia	1986	Eliminación de límites máximos de las tasas de interés hipotecarias
Dinamarca	1982	Liberalización de los términos de los contratos hipotecarios; desregulación de las tasas de interés
Finlandia	1986–87	Liberalización de las tasas de interés; eliminación de directrices sobre la concesión de préstamos hipotecarios
Francia	1987	Eliminación de controles crediticios
Italia	1983–87	Liberalización de las tasas de interés; eliminación de límites máximos para los créditos
Japón	1993–94	Reducción de requisitos de especialización bancaria, liberalización de las tasas de interés
Noruega	1984–85	Abolición de controles sobre la concesión de préstamos; desregulación de las tasas de interés
Nueva Zelandia	1984	Eliminación de directrices de asignación de créditos; desregulación de las tasas de interés
Reino Unido	1980–86	Eliminación de controles crediticios; se permitió que los bancos compitan con las sociedades de crédito inmobiliario para el financiamiento de viviendas; se permitió que las sociedades de crédito inmobiliario ampliaran sus actividades de concesión de préstamos; eliminación de directrices sobre concesión de préstamos hipotecarios
Suecia	1985	Abolición de controles a los bancos para la concesión de préstamos; liberalización de las tasas de interés

Fuente: Debelle (2004).

Para el cálculo del saldo primario ajustado en función del ciclo se utilizan las elasticidades de la OCDE de los distintos componentes de los impuestos y del gasto. Sin embargo, en el caso del consumo público, esas elasticidades no están disponibles, por lo que deben ser estimadas. La elasticidad del consumo público respecto del ciclo económico se calcula de la siguiente manera:

$$\ln gc_t = \beta_0 + \beta_1 \times gap_t + \beta_2 \times trend + e_t,$$

donde gc_t es el consumo público en el momento t ; gap_t es un indicador de la brecha del producto en el momento t , donde el “producto potencial” se mide utilizando el filtro Hodrick-Prescott (H-P) y $trend$ es una tendencia temporal. Para estimar la ecuación anterior se utiliza como un instrumento el valor rezagado de la brecha del producto. Luego se calcula el consumo público ajustado en función del ciclo ($cagc_t$) de la siguiente manera:

$$cagc_t = gc_t (1 - \beta_1 \times gap_t).$$

Se utilizan dos indicadores de política monetaria: las tasas de interés nominales y las reales. Ambas variables se miden como desviaciones respecto de una “regla de política”. Si se utiliza únicamente un indicador, este es la tasa real. La respuesta de política que se produce a lo largo de una recesión se mide como la suma del impulso en relación con la

regla de política vigente cada trimestre del período de la recesión. Se estima un tipo de regla de política como la que se presenta a continuación:

$$i_t = \beta_2 + \beta_3 \times dummy_{85} + \beta_4 \times \pi_t + \beta_5 \times gap_t + v_t,$$

donde i_t es la tasa de interés nominal; $dummy_{85}$ es una variable ficticia de los períodos posteriores a 1985 (para permitir un cambio en la tasa real de equilibrio); π_t es la tasa de inflación, y gap_t es un indicador de la brecha del producto (donde el “PIB potencial” se mide utilizando el filtro H-P). La medida de política monetaria utilizada en el análisis es:

$$i^{MP} = i - \hat{i},$$

donde \hat{i} es el valor ajustado de la regresión.

Medimos las tasas reales simplemente como $i_t - \pi_t$ y los pasos para obtener el indicador de política monetaria son los mismos que se expusieron anteriormente.

Prueba de robustez tomando el consumo público como variable representativa de la política fiscal

Además de los dos indicadores de política fiscal presentados en el capítulo, también se efectuó el mismo conjunto de regresiones tomando cambios en el consumo real público registrados durante la recesión previa, sin ajustes cíclicos. En el cuadro 3.7 se presentan los resultados de las

Cuadro 3.7. Efecto de las políticas en el vigor de las recuperaciones utilizando un indicador alternativo de la política fiscal

Variable dependiente	Crecimiento acumulativo de cuatro trimestres en la fase de recuperación				Crecimiento acumulativo de tres trimestres en la fase de recuperación			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Duración de la recesión	-0,027 (0,110)	-0,209 (0,194)	-0,179 (0,217)	0,090 (0,123)	-0,076 (0,092)	-0,040 (0,145)	0,015 (0,174)	0,009 (0,107)
Amplitud de la recesión	0,203** (0,083)	0,439*** (0,080)	0,421*** (0,096)	0,154* (0,086)	0,217* (0,085)	0,283*** (0,093)	0,254** (0,103)	0,176** (0,077)
Consumo público ¹	0,289*** (0,088)	0,203 (0,157)	0,177 (0,178)	0,269** (0,098)	0,261*** (0,042)	0,489*** (0,129)	0,414*** (0,117)	0,229*** (0,050)
Deuda pública ²		-2,066** (0,829)	-2,047** (0,851)			-0,801 (0,672)	-0,807 (0,694)	
Consumo público x deuda		-0,224 (0,285)	-0,200 (0,302)			-0,714*** (0,180)	-0,638*** (0,175)	
Tasa real ³			-0,009 (0,026)	-0,026* (0,013)			-0,022 (0,018)	-0,022* (0,012)
Efectos fijos	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
N	112	75	75	109	117	80	80	114
R ²	0,12	0,33	0,33	0,14	0,14	0,40	0,42	0,15

Nota: Los errores estándar robustos agrupados por país se indican entre paréntesis; uno, dos y tres asteriscos denotan significación al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente.

¹“Consumo público” se refiere a la variación en el consumo público durante la recesión anterior.

²“Deuda pública” se refiere a la relación deuda pública/PIB al comienzo de la recesión.

³“Tasa real” se refiere a las desviaciones acumulativas de las tasas de interés reales con respecto a una regla de Taylor durante una recesión.

regresiones que utilizan el indicador alternativo de política fiscal. Si bien la mayoría de los resultados principales del capítulo se mantiene, el término de interacción con la deuda pública solo es estadísticamente significativo en el horizonte de dos y tres trimestres durante la fase de recuperación. Entre otras causas posibles, esto puede deberse a las limitaciones de los datos.

Referencias

- Bernanke, Ben S., 1983, “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression”, *American Economic Review*, vol. 73 (junio), págs. 257–76.
- , y Mark Gertler, 1989, “Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations”, *American Economic Review*, vol. 79 (marzo), págs. 14–31.
- , 1993, “The World on a Cross of Gold”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 31, págs. 251–67.
- , 1995, “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9 (otoño), págs. 27–48.
- , 1995, “The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 27 (febrero), págs. 1–28.
- Blanchard, Olivier, y Roberto Perotti, 2002, “An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 107 (noviembre), págs. 1329–68.
- Blanchard, Olivier, y John Simon, 2001, “The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 32, No. 1, págs. 135–74.
- Bordo, Michael D., 2008, “An Historical Perspective on the Crisis of 2007–2008”, NBER Working Paper No. 14569 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Braun, Matias, y Borja Larrain, 2005, “Finance and the Business Cycle: International, Inter-Industry Evidence”, *Journal of Finance*, vol. 60, No. 3, págs. 1097–1128.
- Brunnermeier, Markus, 2009, “Deciphering the 2007–2008 Liquidity and Credit Crunch”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, No. 1, págs. 77–100.

- Burns, Arthur F., y Wesley C. Mitchell, 1946, *Measuring Business Cycles* (Nueva York: National Bureau of Economic Research).
- Calomiris, Charles W., 1993, "Financial Factors in the Great Depression", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 7, No. 2, págs. 61–85.
- Chauvet, Marcelle, y James D. Hamilton, 2005, "Dating Business Cycle Turning Points", NBER Working Paper No. 11422 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?", IMF Working Paper 08/274 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Debelle, Guy, 2004, "Macroeconomic Implications of Rising Household Debt", BIS Working Paper No. 153 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Decressin, Jörg, y Douglas Laxton, 2009, "Gauging Risks for Deflation", IMF Staff Position Note 09/01 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Dell'Ariccia, Giovanni, Enrica Detragiache y Raghuram Rajan, 2008, "The Real Effect of Banking Crises", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 17 (enero), págs. 89–112.
- Diebold, Francis, y Glenn Rudebusch, 1990, "A Non-parametric Investigation of Duration Dependence in the American Business Cycle", *Journal of Political Economy*, vol. 98, págs. 596–616.
- , y Daniel Sichel, 1993, "Further Evidence on Business Cycle Duration Dependence", en *Business Cycles, Indicators and Forecasting*, James H. Stock y Mark W. Watson, compiladores (Chicago: University of Chicago Press).
- Eggertsson, Gauti B., 2008, "Was the New Deal Contractionary?" (inédito; Nueva York: Banco de la Reserva Federal de Nueva York). Disponible en www.ny.frb.org/research/economists/eggertsson.
- Eichengreen, Barry, 1992, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939* (Nueva York: Oxford University Press).
- , 2008, "And Now the Great Depression" (28 de septiembre). Disponible en www.voxEU.org.
- , y Kris Mitchener, 2003, "The Great Depression as a Credit Boom Gone Wrong", BIS Working Paper No. 137 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).
- Estrella, Arturo, y Frederic S. Mishkin, 1996, "The Yield Curve as a Predictor of U.S. Recessions", *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 2, No. 7, págs. 1–6.
- Fisher, Irving, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, vol. 1, No. 4, págs. 337–57.
- Friedman, Milton, y Anna J. Schwartz, 1963, *A Monetary History of the United States, 1867–1960* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press for the National Bureau of Economic Research).
- Gavin, Michael, y Roberto Perotti, 1997, "Fiscal Policy in Latin America", *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 12, págs. 11–72.
- Gorton, Gary, 2008, "The Panic of 2007", NBER Working Paper No. 14358 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Greenlaw, David, Jan Hatzius, Anil Kashyap y Hyun Song Shin, 2008, "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown", actas del Foro sobre Política Monetaria de 2008, 29 de febrero, Nueva York.
- Hamilton, James D., 2003, "What Is an Oil Shock?", *Journal of Econometrics*, vol. 113 (abril), págs. 363–98.
- Harding, Don, y Adrian Pagan, 2002, "Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation", *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, No. 2, págs. 365–81.
- Heller, Peter S., Richard D. Haas y Ahsan S. Mansur, 1986, *A Review of the Fiscal Impulse Measure*, IMF Occasional Paper No. 44 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Hoshi, Takeo, y Anil K. Kashyap, 2008, "Will the U.S. Bank Recapitalization Succeed? Lessons from Japan", NBER Working Paper No. 14401 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2008, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macro-Financial Implications and Policy* (Washington, octubre).
- Jackson, James, 2008, "The U.S. Financial Crisis: Lessons from Sweden", *CRS Report for Congress* (Washington: Congressional Research Service).
- Kaminsky, Graciela L., y Carmen M. Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", *American Economic Review*, vol. 89, No. 4, págs. 473–500.
- Kilian, Lutz, 2006, "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market", CEPR Discussion Paper No. 5994 (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- Kindleberger, Charles, 1978, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Hoboken, Nueva Jersey: John Wiley & Sons).
- , 1993, *A Financial History of Western Europe* (Nueva York: Oxford University Press).

- Laeven, Luc, y Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: A New Database", IMF Working Paper 08/224 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lane, Phillip, 2003, "The Cyclical Behaviour of Fiscal Policy: Evidence from the OECD", *Journal of Public Economics*, vol. 87 (diciembre), págs. 2661-75.
- Leamer, Edward, 2008, "What's a Recession, Anyway?", NBER Working Paper No. 14221 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- McConnell, Margaret, y Gabriel Perez-Quiros, 2000, "Output Fluctuations in the United States: What Has Changed Since the Early 1980s?", *American Economic Review*, vol. 90, No. 5, págs. 1464-76.
- Mendoza, Enrique, y Marco E. Terrones, 2008, "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data", NBER Working Paper No. 14049 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Mitchell, Brian R., 2003, *International Historical Statistics: Europe, 1750-2000*, quinta edición (Nueva York: Palgrave Macmillan).
- , 2007, *International Historical Statistics: The Americas, 1750-2005* (Nueva York: Palgrave Macmillan).
- Peersman, Gert, y Frank Smets, 2001, "Are the Effects of Monetary Policy Greater in Recessions than in Booms?", ECB Working Paper No. 52 (Fráncfort: Banco Central Europeo).
- Perotti, Roberto, 1999, "Fiscal Policy in Good Times and Bad", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 114 (noviembre), págs. 1399-1436.
- Rajan, Raghuram, y Luigi Zingales, 1998, "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, vol. 88 (junio), págs. 559-86.
- Ramey, Valerie A., 2008, "Identifying Government Spending Shocks: It's All in the Timing" (inédito).
- Reinhart, Carmen, y Kenneth Rogoff, 2008a, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Crisis So Different? An International Historical Comparison", NBER Working Paper No. 13761 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2008b, "Banking Crises: An Equal Opportunity Menace", NBER Working Paper No. 14587 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2009, "The Aftermath of Financial Crises", NBER Working Paper No. 14656 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Romer, Christina D., 1990, "The Great Crash and the Onset of the Great Depression", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 105, No. 3, págs. 597-624.
- , 1993, "The Nation in Depression", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 7, págs. 19-39.
- , 1999, "Changes in Business Cycles: Evidence and Explanations", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, No. 2, págs. 23-44.
- , 2009, "Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009", estudio presentado en la Brookings Institution, Washington (9 de marzo). Disponible en www.brookings.edu/~media/Files/events/2009/0309_lessons/0309_lessons_romer.pdf.
- , y David Romer, 1989, "Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz", en *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 4, Olivier Jean Blanchard y Stanley Fischer, compiladores (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 1994, "What Ends Recessions?", en *NBER Macroeconomics Annual 1994*, Stanley Fischer y Julio Rotemberg, compiladores (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- , 2007, "The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks", NBER Working Paper No. 13264 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Sichel, Daniel, 1994, "Inventories and the Three Phases of the Business Cycle", *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 12 (julio), págs. 269-77.
- Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard y Carlo Cottarelli, 2008, "Fiscal Policy for the Crisis", IMF Staff Position Note 08/01 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Tagkalakis, Athanasios, 2008, "The Effects of Fiscal Policy on Consumption in Recessions and Expansions", *Journal of Public Economics*, vol. 92 (junio), págs. 1486-1508.
- Temin, Peter, 1989, *Lessons from the Great Depression* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- , 1993, "Transmission of the Great Depression", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 7, págs. 87-102.
- , y Barrie A. Wigmore, 1990, "The End of One Big Deflation", *Explorations in Economic History*, vol. 27, No. 4, págs. 483-502.
- White, Eugene N., 1990, "The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, págs. 67-83.
- Wynne, Mark A., y Nathan S. Balke, 1993, "Recessions and Recoveries", *Economic Review*, Banco de la Reserva Federal de Dallas (primer trimestre).

¿CÓMO EMPEORAN LA SITUACIÓN LAS VINCULACIONES? LA TRANSMISIÓN DE TENSIONES FINANCIERAS DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS A LAS EMERGENTES

Contra el telón de fondo de la mayor crisis financiera desde la Gran Depresión, en este capítulo se examina cómo se propagan las tensiones financieras de las economías avanzadas a las emergentes. Las crisis en las economías avanzadas tienen importantes efectos comunes sobre los sectores bancarios y los mercados bursátiles y cambiarios de las economías emergentes. Se observa asimismo que las crisis pueden tener efectos específicos de magnitud considerable en cada país, los cuales parecen aumentar según la intensidad de las vinculaciones financieras. En períodos más normales, la reducción de las vulnerabilidades de los países —como los déficits en cuenta corriente y fiscales— puede disminuir el nivel de las tensiones financieras en las economías emergentes, pero estas mejoras contribuyen poco a aislar estas economías de la transmisión de un shock financiero a gran escala generado en las economías avanzadas. Dada la actual crisis bancaria en las economías avanzadas, el descenso de los flujos bancarios hacia las economías emergentes puede ser considerable y prolongado. Las importantes repercusiones y los efectos negativos de desbordamiento que tiene esta situación para las economías avanzadas y emergentes subrayan la necesidad de aplicar una respuesta de política económica coordinada.

La turbulencia financiera que estalló en el mercado hipotecario de alto riesgo en Estados Unidos en 2007 se ha transformado en una crisis financiera mundial de gran alcance. De hecho, la extraordinaria intensificación de la crisis desde el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008 ha despertado el fantasma de otra Gran Depresión.

Después de un período inicial de resistencia considerable, la turbulencia ha llegado a las economías emergentes. En el último trimestre

de 2008, muchas de estas economías experimentaron fuertes tensiones en sus mercados cambiarios, bursátiles y de deuda soberana (gráfico 4.1). Los tipos de cambio estuvieron sujetos a presiones en todas las regiones, lo que dio lugar a una depreciación cambiaria combinada con un agotamiento de las reservas en moneda extranjera. La preocupación por la contracción gradual de la afluencia de capitales y la sostenibilidad externa contribuyó a aumentar los diferenciales soberanos, especialmente en las economías emergentes de Europa y América Latina. Además, el deterioro de las perspectivas económicas golpeó fuertemente a los mercados bursátiles.

Las sustanciales retiradas de inversiones de los fondos de capital y de deuda de las economías emergentes parecen indicar que los inversionistas de los mercados desarrollados comenzaron a retraerse de estas economías alrededor del tercer trimestre de 2008 (gráfico 4.2, panel superior). Un indicador de alta frecuencia de los flujos de capital privado más amplio son los datos sobre la emisión de bonos, acciones y préstamos, los cuales confirman la acusada desaceleración del financiamiento en el tercer y el cuarto trimestres de 2008 (panel intermedio). Los prestatarios de las economías emergentes de Europa y Asia se han visto especialmente afectados por esta situación. Asimismo, el crédito bancario se ha contraído: los pasivos se redujeron entre el 10% y el 20% del PIB de los países receptores a finales de septiembre, con respecto a su nivel máximo registrado a finales de 2007 (panel inferior)¹.

Las repentinas desaceleraciones de los flujos de capital (“frenazos”) han tenido, en general, consecuencias nefastas para la actividad

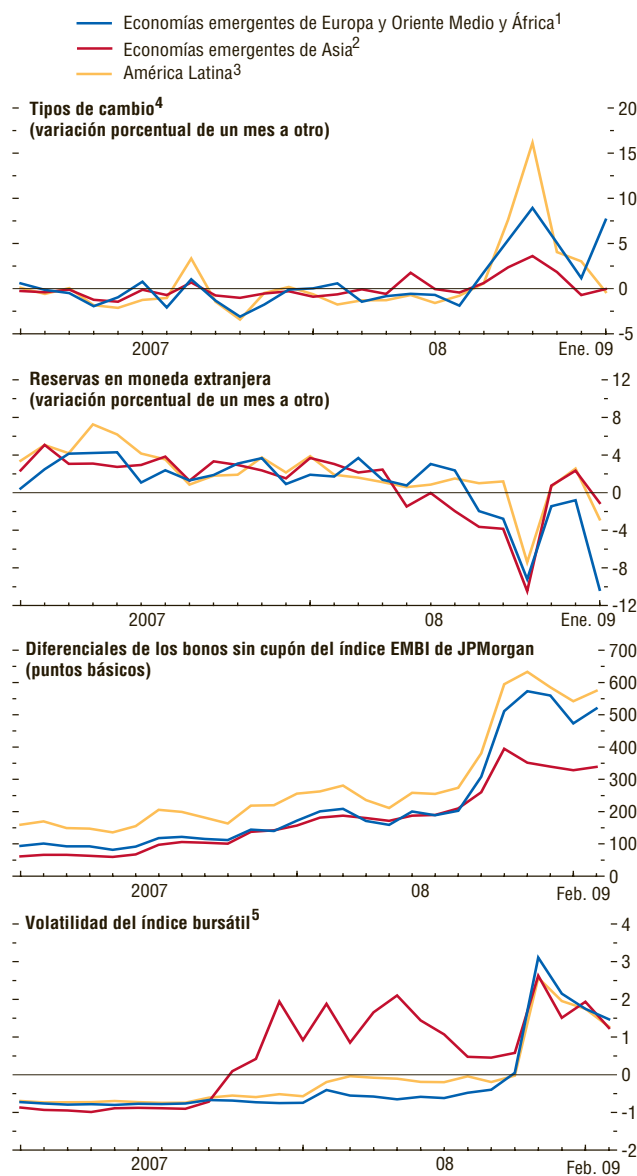
Nota: Los principales autores de este capítulo son Stephan Danninger, Ravi Balakrishnan, Selim Elekdag e Irina Tytell, con el asesoramiento de Menzie Chinn. Stephanie Denis y Murad Omoev colaboraron en las tareas de investigación.

¹El descenso obedeció en parte a la apreciación del tipo de cambio frente al dólar de EE.UU. durante el primer semestre de 2008.

Gráfico 4.1. Indicadores de las tensiones financieras en las economías emergentes

(Promedio ponderado por la paridad de poder adquisitivo)

La turbulencia financiera comenzó a afectar seriamente a las economías emergentes en el segundo semestre de 2008, dando lugar a depreciaciones cambiarias, pérdidas de reservas, un fuerte aumento de los diferenciales de los bonos soberanos y una mayor volatilidad en los mercados de valores.



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

¹Economías emergentes de Europa y Oriente Medio y África: Egipto, Eslovenia, Hungría, Israel, Marruecos, Polonia, la República Checa, la República Eslovaca, Rumania, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

²Economías emergentes de Asia: China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Sri Lanka y Tailandia.

³América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

⁴El tipo de cambio corresponde al tipo de cambio bilateral nominal de la moneda nacional frente a la moneda ancla.

⁵Volatilidad corregida por la media de los rendimientos mensuales de las acciones estimados utilizando un modelo de GARCH (1,1).

económica en las economías emergentes. De hecho, la producción industrial ya se redujo precipitadamente durante los últimos meses de 2008. Los últimos datos correspondientes a febrero de 2009 muestran que la caída más pronunciada —una contracción anual del 17,6%— se registró en las economías emergentes de Europa, debido a la desaceleración de la demanda de importaciones en las economías avanzadas al contraerse el crédito. En crisis similares a gran escala ocurridas en las economías emergentes —especialmente la crisis de la deuda en América Latina y la crisis asiática de 1997–98— la afluencia de capitales privados se interrumpió durante un largo período, y el producto se fue recuperando paulatinamente hasta los niveles mantenidos antes de la crisis (gráfico 4.3). Aunque la causa principal de estas dos crisis no reside en las tensiones financieras generalizadas en las economías avanzadas —como se analiza con mayor detalle a continuación— ambas crisis coincidieron con un período de graves tensiones en los sectores bancarios de Estados Unidos y Japón.

Dadas las importantes implicaciones que podrían tener las tensiones financieras en la economía real y con la actual crisis en mente, en este capítulo se examina la propagación de tensiones financieras de las economías avanzadas a las emergentes. Las cuestiones planteadas son las siguientes:

- ¿Cuál es el nivel de gravedad de las actuales tensiones financieras en las economías avanzadas y en las emergentes en comparación con episodios anteriores?
- ¿Cuán sólida es la vinculación entre las tensiones en las economías avanzadas y en las emergentes, y cómo afectan las vinculaciones financieras a la transmisión? Concretamente, ¿cuál es el impacto de las tensiones bancarias de las economías avanzadas en las emergentes?
- ¿Por qué las economías emergentes son más propensas a las tensiones? Además, ¿pueden estas economías protegerse a sí mismas de la transmisión de tensiones cuando las economías avanzadas sufren una fuerte crisis financiera?

Para responder a estas preguntas, en este capítulo se analizan los episodios de tensión financiera ocurridos desde principios de los años ochenta en 18 economías emergentes. Tomando como base un índice de tensiones financieras, similar al índice creado para las economías avanzadas en la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*, se estudia la transmisión de tensiones de las economías avanzadas a las emergentes. En el capítulo se distingue entre los efectos *comunes* y los efectos *específicos de los países*; estos últimos dependen de las vinculaciones específicas y las vulnerabilidades de cada país, como los déficits presupuestarios y en cuenta corriente².

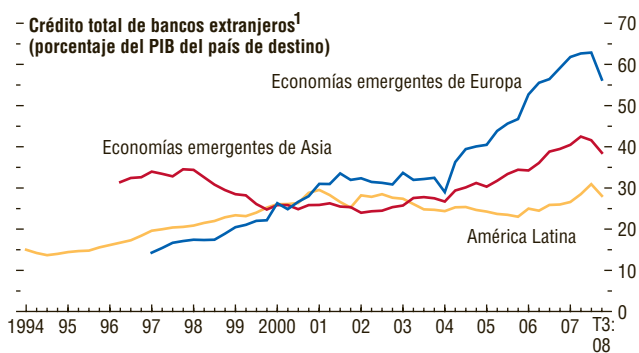
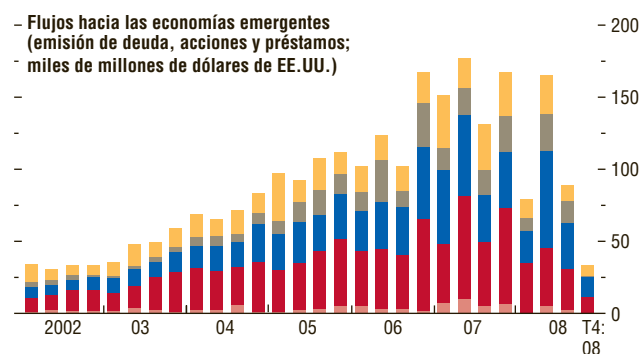
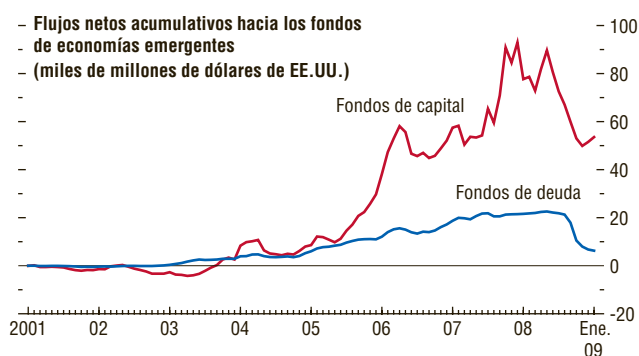
Las principales conclusiones de este capítulo son las siguientes:

- La actual crisis en las economías avanzadas es mucho más grave que cualquiera de las ocurridas desde 1980 y afecta a *todos* los segmentos del sistema financiero en *todas* las principales regiones. Con respecto a las economías emergentes, las actuales tensiones financieras ya alcanzan los niveles máximos observados durante la crisis asiática de 1997–98.
- Existe una estrecha vinculación entre las tensiones financieras en las economías avanzadas y las emergentes, y las crisis tienden a ocurrir al mismo tiempo en ambas. Por lo tanto, el fuerte impacto común de la actual crisis en todas las regiones de economías emergentes no es algo inesperado.
- La transmisión es más intensa a las economías emergentes que mantienen vinculaciones más estrechas con las economías avanzadas. En la crisis actual, las vinculaciones en forma de préstamos bancarios parecen haber sido particularmente importantes.
- El actual nivel de tensiones en las economías avanzadas y el hecho de que tenga su origen en crisis bancarias sistémicas parecen indicar que los flujos de capital hacia las economías emergentes sufrirán una fuerte caída y se

²En este capítulo no se examina específicamente el impacto de las tensiones de las economías avanzadas en el financiamiento comercial.

Gráfico 4.2. Flujos de capital hacia las economías emergentes

Los indicadores de alta frecuencia muestran una retracción de los flujos de capital hacia las economías emergentes que se ve reflejada en una reducción de las emisiones de deuda, acciones y préstamos. Los préstamos bancarios de las economías avanzadas comenzaron a disminuir aproximadamente al mismo tiempo, pero los indicadores no manifiestan aún la evolución del cuarto trimestre de 2008.



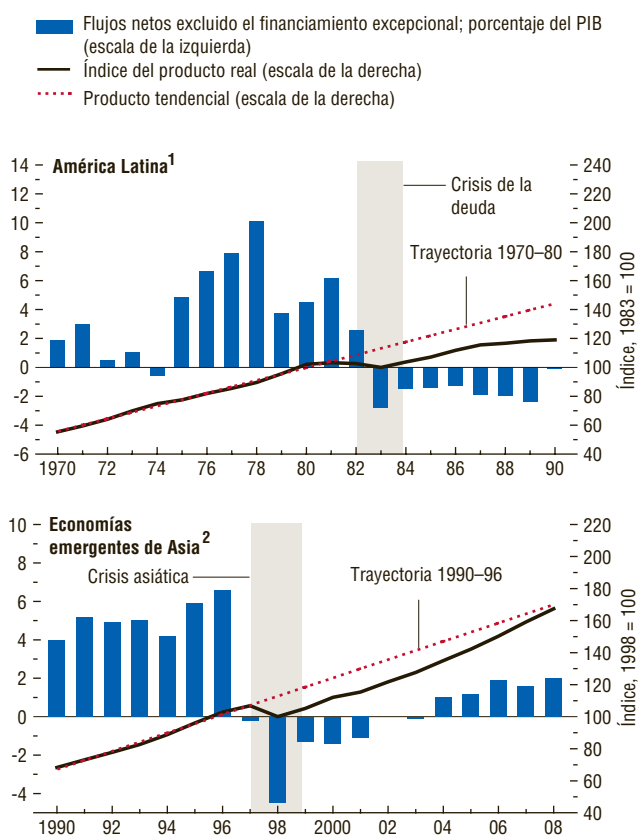
Fuentes: Bloomberg Financial Markets; EmergingPortfolio.com; Banco de Pagos Internacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹América Latina comprende: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Las economías emergentes de Europa incluyen: Bulgaria, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, la República Checa, la República Eslovaca, Rumania, Rusia y Turquía. Las economías emergentes de Asia abarcan: China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, Singapur y Tailandia.

Gráfico 4.3. Frenadas bruscas y actividad

(Promedio ponderado por la paridad de poder adquisitivo)

En el pasado, los episodios de tensiones financieras generalizadas en las economías avanzadas dieron paso a una disminución de los flujos de capital —en muchos casos de manera abrupta a través de frenazos— y a una reducción del crecimiento. Posteriormente, los flujos de capital tardaron mucho tiempo en recuperarse.



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, El Salvador, Jamaica, México, Paraguay, Perú, la República Dominicana, Uruguay y Venezuela.
² Incluye Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, Pakistán, Sri Lanka, Tailandia y Vietnam.

recuperarán lentamente, en particular los relacionados con los bancos.

- Las economías emergentes pueden protegerse de las tensiones financieras reduciendo los déficits fiscales y en cuenta corriente, y aumentando las reservas en moneda extranjera durante los períodos de calma en las economías avanzadas. No obstante, en los períodos de tensiones financieras comunes en las economías avanzadas, las economías emergentes no pueden evitar la transmisión de estas tensiones, aunque pueden limitar sus implicaciones para la economía real (por ejemplo, pueden utilizarse las reservas para mitigar los efectos de una caída de la afluencia de capitales). Además, cuando ceden las tensiones financieras en las economías avanzadas, una mejora de los déficits fiscales y en cuenta corriente puede ayudar a restablecer la estabilidad financiera y las entradas de capitales extranjeros.

Aunque en este capítulo no se analiza directamente la eficacia de algunas políticas para mitigar el impacto de las tensiones financieras sobre la *economía real*, es evidente que en las circunstancias actuales, las políticas deberán centrarse en evitar una intensificación de las tensiones en las economías emergentes. Esto no solo limitará el impacto en la economía real de estos países, sino que también frenará una segunda ronda de desapalancamiento a nivel mundial tras el gran daño que han sufrido los balances de los prestamistas en los mercados desarrollados.

Dada la propagación de los efectos de desbordamiento de un país a otro, está claro que se requiere una respuesta de política económica coordinada. Las economías avanzadas deben redoblar los esfuerzos para estabilizar sus sistemas financieros no solo por su propio interés, sino también para favorecer la reducción de las tensiones en las economías emergentes. Además, un mayor acceso oficial al financiamiento externo ayudaría a estas últimas a evitar nuevas desaceleraciones profundas o crisis cambiarias. Un ejemplo en este sentido lo constituyen las líneas de crédito *swap* establecidas por el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos y el

Banco Central Europeo con varias economías emergentes. Estas iniciativas podrían ampliarse y complementarían el respaldo financiero brindado por las instituciones financieras internacionales, incluido el FMI.

Tomando una perspectiva a más largo plazo, la integración financiera es una parte esencial de una economía mundial próspera. Dado que la intensificación de las vinculaciones financieras aumenta la transmisión de tensiones, deberían reforzarse los mecanismos de protección multilateral contra los shocks financieros externos, especialmente para los países con un buen gobierno que han abierto sus economías al resto del mundo.

La estructura del resto del capítulo es la siguiente. En la próxima sección se examina el indicador de tensiones financieras en las economías avanzadas y sus tendencias recientes. A continuación se explica cómo se adapta este indicador para elaborar un indicador de tensiones financieras en las economías emergentes y se analizan las principales tendencias de este índice en las diversas regiones. En la sección siguiente se pasa revista a la relación entre los dos índices y se indaga por qué cabría esperar que estuvieran vinculados. Después se presenta un amplio estudio de la transmisión de tensiones, mediante un análisis econométrico de los factores que impulsan las tensiones financieras en las economías emergentes —haciendo hincapié en la evolución ocurrida en la última década— y un análisis del impacto que han tenido sobre ellas las crisis bancarias sistémicas ocurridas anteriormente en las economías avanzadas. En la última sección se describe lo que cabría esperar de la crisis actual y las políticas que podrían implementarse para aliviar sus efectos en las economías emergentes.

Medición de las tensiones financieras

Un primer paso para evaluar el impacto de la actual crisis financiera en las economías emergentes consiste en calcular la intensidad y el alcance de las tensiones financieras tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.

¿Cuál es la gravedad de las tensiones en las economías avanzadas?

En la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial* se elaboró un índice mensual de tensiones financieras basado en el mercado para las economías avanzadas (ITFEA). Este índice se calculó para 17 economías, que representan alrededor del 80% del PIB de las economías avanzadas, durante los años transcurridos a partir de 1981³. Comprende siete subíndices, relacionados con los sectores bancarios, los mercados de valores y la volatilidad cambiaria⁴.

La actualización del índice a febrero de 2009 muestra el alcance y la intensidad sin precedentes de la crisis actual. Desde el primer trimestre de 2008, casi todas las economías avanzadas han experimentado incesantes tensiones excepcionalmente altas (gráfico 4.4, panel superior)⁵.

Las comparaciones históricas ayudan a poner la situación en perspectiva. En siete episodios anteriores, las altas tensiones afectaron por lo menos al 50% de las economías avanzadas, ponderado por el PIB (cuadro 4.1). Todos estos episodios menos uno —la crisis del mecanismo europeo de tipos de cambio (MTC)— incluyeron Estados Unidos. Varias tensiones importantes estuvieron asociadas a graves perturbaciones en el sector bancario (por ejemplo, la crisis de la deuda de América Latina a principios de los

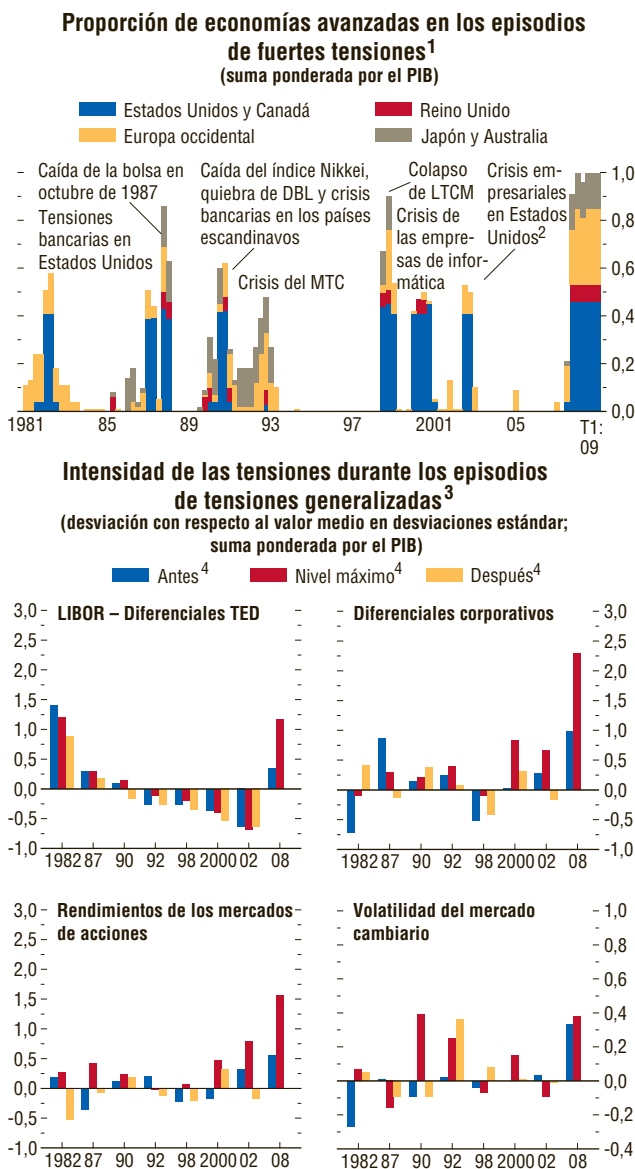
³*Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2008, capítulo 4, “Tensiones financieras y desaceleraciones económicas”.

⁴El ITFEA de cada economía avanzada es un promedio ponderado de los siguientes indicadores: tres variables relacionadas con el sector bancario (la volatilidad de los precios de las acciones del sector bancario, el diferencial entre las tasas interbancarias y el rendimiento de las letras del Tesoro, y la pendiente de la curva de rendimientos); tres variables relacionadas con el mercado de valores (los diferenciales de los bonos corporativos, los rendimientos del mercado de valores y la volatilidad de los rendimientos de las acciones), y la volatilidad del tipo de cambio. Véase un análisis más detallado en Cardarelli, Elekdag y Lall (de próxima publicación).

⁵El panel superior muestra solamente los episodios de altas tensiones, que se definen como los períodos en que el nivel de tensión se encuentra más de una desviación estándar por encima del nivel de su tendencia utilizando el filtro de Hodrick-Prescott.

Gráfico 4.4. Tensiones financieras en las economías avanzadas

Las tensiones financieras en las economías avanzadas se han propagado hacia otros países y sectores del sistema financiero con más intensidad que en episodios anteriores.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: DBL = Drexel Burnham Lambert; MTC = mecanismo de tipos de cambio; LIBOR = tasa interbancaria de oferta de Londres; LTCM = Long-Term Capital Management.

¹ Un episodio de fuertes tensiones se define como un período en que el nivel del índice de tensiones se encuentra una desviación estándar por encima de su tendencia.

² WorldCom, Enron y Arthur Andersen.

³ Un episodio de tensiones generalizadas se define como un período durante el cual el 50% del PIB de las economías avanzadas experimenta fuertes tensiones. Se identificaron un total de siete episodios con niveles máximos de tensión en 1982, 1987, 1990, 1992, 1998, 2000, 2002 y 2008. Véase una descripción en el cuadro 4.1.

⁴ Promedios no superpuestos de tres trimestres antes, durante y después de los niveles máximos de tensiones. Se supone que el nivel máximo del episodio de 2008 abarca el cuarto trimestre.

años ochenta, y las crisis bancarias de Japón y los países escandinavos en los años noventa). Dada su posible relevancia para entender la crisis actual, estos episodios se examinan más adelante en un estudio de caso. Los más recientes episodios de tensión en las economías avanzadas han estado más relacionados, en general, con los mercados de valores (por ejemplo, las crisis bursátiles de 1998, 2000 y 2002)⁶. Es inquietante señalar que la crisis actual afecta a *todas* los segmentos financieros, a *todas* las principales regiones y que ya ha mostrado una persistencia excepcional.

Al analizar los componentes del ITFEA se puede apreciar el amplio alcance de la crisis. En los cuatro paneles inferiores del gráfico 4.4 se comparan algunos indicadores antes, durante y después del nivel máximo de tensión en cada episodio. En 2008 las tensiones bancarias —calculadas por la desviación de la tendencia del diferencial TED— alcanzaron niveles observados anteriormente solo durante el nivel máximo de tensión en el sector bancario de Estados Unidos en 1982. No obstante, en ese año, los mercados de valores funcionaron en forma ordenada, mientras que hoy sufren perturbaciones muy importantes. Los recientes diferenciales corporativos han aumentado a niveles sin precedentes, debido a las estrechas vinculaciones entre los mercados bancarios y de valores. El colapso de los mercados bursátiles ha sido más profundo que durante el estallido de la burbuja de las empresas de informática en 2000 y el derrumbe empresarial de 2002 (que afectó a WorldCom, Enron y Arthur Andersen). Por último, los desequilibrios, que se están agigantando, y la incertidumbre en los mercados internacionales de capital han intensificado la volatilidad en los mercados cambiarios hasta niveles sin precedentes desde el colapso del índice Nikkei y los bonos basura en 1990, y la crisis del mecanismo europeo de tipos de cambio en 1992.

⁶Dadas las mejoras en la cobertura de los datos sobre los episodios de tensiones más recientes, más adelante se examinan econométricamente sus efectos en la propagación de tensiones a las economías emergentes.

Cuadro 4.1. Episodios de tensiones financieras generalizadas en las economías avanzadas¹

1982	Tensiones en el sector bancario estadounidense		
	Canadá	Estados Unidos	Tras la cesación de pagos de la deuda soberana en América Latina, varios grandes bancos estadounidenses experimentaron tensiones. Durante los años setenta, aumentó cada vez más la exposición crediticia de los principales bancos estadounidenses en América Latina a través de los préstamos sindicados a prestatarios soberanos. A finales de 1978, estos préstamos representaban más de la mitad del capital y de las reservas de los principales bancos. El aumento de las tasas de interés en las economías avanzadas, la desaceleración mundial y el consiguiente colapso de los precios de las materias primas afectaron seriamente a las economías emergentes y, a su vez, a los bancos estadounidenses. México declaró una moratoria del servicio de la deuda. Con las excepciones de Chile, Colombia y Costa Rica, todos los países de América Latina incurrieron en incumplimiento de su deuda. La crisis de las asociaciones de ahorro y préstamo de Estados Unidos comenzó aproximadamente al mismo tiempo, aunque ocurrió en gran medida al margen de la crisis de la deuda en América Latina.
	Alemania	Italia	
	Bélgica	Países Bajos	
	Francia		
1987	Caída de la bolsa estadounidense		
	Canadá	Estados Unidos	La caída de la bolsa estadounidense en octubre de 1987 fue el mayor desplome de los valores bursátiles jamás registrado en un solo día. El índice Dow Jones Industrial Average bajó un 23%. Las repercusiones se sintieron en casi todos los mercados de acciones de las economías avanzadas. Brasil declaró una moratoria del servicio de la deuda. Aproximadamente al mismo tiempo, se firmó el Acuerdo del Louvre, antes de lo cual el dólar de EE.UU. cayó a niveles mínimos sin precedentes (un descenso del 50% con respecto a su nivel máximo de 1985).
	Alemania	Países Bajos	
	Bélgica	Reino Unido	
	España	Suecia	
	Noruega	Suiza	
	Australia	Japón	
1990	Colapso del índice Nikkei		
	Canadá	Estados Unidos	El mercado de los bonos basura se desplomó en Estados Unidos, y el índice Nikkei de la bolsa de Tokio se hundió, registrando una caída del 50%. Había otras fuentes de tensiones financieras. El continuo rescate de las instituciones de ahorro y préstamo en Estados Unidos alcanzó US\$150.000 millones. Drexel Burnham Lambert —el quinto banco principal de inversión estadounidense en esa época— se declaró en quiebra. Argentina, Brasil, Hungría y Rumania se vieron afectados por crisis bancarias sistémicas.
	Alemania	Países Bajos	
	Austria	Reino Unido	
	Bélgica	Suiza	
	Australia	Japón	
1992	Crisis del mecanismo europeo de tipos de cambio (MTC) y crisis bancarias en los países escandinavos		
	Canadá		El MTC se derrumbó y la burbuja de los precios de los activos en Japón estalló. Además, el comienzo de la primera guerra del golfo provocó sacudidas en los mercados bursátiles y de materias primas. Aproximadamente al mismo tiempo, Finlandia, Noruega y Suecia se vieron afectados por crisis bancarias. Se produjo una crisis sistémica en India (1993) y se establecieron planes de reestructuración de la deuda en Argentina, Egipto, Filipinas, Jordania, Paraguay, Polonia y Sudáfrica.
	Alemania	Italia	
	Austria	Noruega	
	Dinamarca	Suecia	
	España		
	Finlandia		
	Japón		
1998	Colapso de Long-Term Capital Management (LTCM)		
	Canadá		El colapso del fondo de inversión de alto riesgo LTCM con base en Estados Unidos sacudió los mercados bursátiles. Aunque se produjo antes de la cesación de pagos de Rusia, LTCM ya había experimentado dificultades financieras previamente. En mayo y junio de 1998, LTCM registró pérdidas del 6,4% y del 10,1%, y redujo su capital en US\$461 millones. Las demandas de cobertura suplementaria y los fondos de inversión de alto riesgo apalancados provocaron una venta masiva en muchas categorías de activos de riesgo, incluidos los instrumentos de los mercados emergentes. Las tensiones financieras aumentaron fuertemente en México, y Brasil sufrió una crisis cambiaria que culminó con una depreciación del 70% del real a partir de enero de 1999.
	Alemania	Noruega	
	Austria	Países Bajos	
	Dinamarca	Reino Unido	
	España	Suiza	
	Francia		
	Japón		
2000	La crisis de las empresas de informática		
	Canadá	Estados Unidos	Los fuertes descensos del índice bursátil estadounidense Standard & Poor's comenzaron en agosto de 2000, impulsados por el sector de la tecnología. Hubo una reestructuración de la deuda en Ecuador y Rusia, y se produjo una crisis bancaria sistémica en Turquía.
	Finlandia	Reino Unido	
	Países Bajos		
2002	Las cesaciones de pagos de WorldCom, Enron y Arthur Andersen		
	Canadá	Estados Unidos	Los escándalos afectaron seriamente a los mercados financieros mundiales. La turbulencia comenzó con la desaparición de Arthur Andersen (una de las cinco mayores empresas internacionales de contabilidad en ese momento), que fue condenada el 15 de junio de 2002 por obstrucción de la justicia, junto con el escándalo Enron. La empresa WorldCom se declaró en quiebra el 21 de julio de 2002, la mayor quiebra de la historia de Estados Unidos en esa fecha. Una de las crisis más graves en los mercados emergentes fue la sufrida por Argentina, que suprimió el régimen de caja de conversión vigente durante una década.
	Alemania	Países Bajos	
	Bélgica		

Fuente: Personal técnico del FMI.

¹Los episodios de tensiones financieras generalizadas se definen como períodos durante los cuales por lo menos el 50% del PIB de las economías avanzadas está sujeto a fuertes tensiones financieras y el nivel de tensión se encuentra más de una desviación estándar por encima del nivel de su tendencia.

Medición de las tensiones financieras en las economías emergentes

En la abundante bibliografía existente sobre este tema se ha tratado de identificar la incidencia y los factores determinantes de las crisis cambiarias, bancarias y de la deuda en las economías emergentes. Los estudios académicos se han basado principalmente en las descripciones históricas de las crisis bancarias sistémicas muy conocidas, en las que el capital bancario se vio erosionado, se interrumpió la concesión de préstamos y fue necesaria una intervención pública (véase un panorama general de estos estudios en Laeven y Valencia, 2008)⁷. No obstante, las tensiones financieras atribuidas principalmente a los mercados de valores se han examinado de manera menos exhaustiva, especialmente los episodios que afectaron a muchas economías emergentes.

Si bien los estudios anteriores constituyen una muy completa base de datos de los episodios de tensión financiera en las economías emergentes, resultan menos útiles a los efectos del análisis de este capítulo por dos razones. En primer lugar, los análisis econométricos con frecuencia utilizan variables binarias *ceros-unos*: ya sea *no crisis* o *crisis*. Estas variables no ofrecen un indicador de la intensidad de las tensiones ni tienen en cuenta la ambigüedad de los episodios en que se llegó “al borde de una crisis”⁸. En segundo

lugar, incluso las bases de datos más completas se centran en las crisis bancarias, cambiarias y de deuda, y prestan poca atención a las tensiones en los mercados de valores. Dado que los sectores bancarios y estos mercados están más interrelacionados, es importante analizar simultáneamente todo el sistema financiero.

Para complementar los indicadores utilizados en los estudios, en este capítulo se analizan los episodios de tensión financiera en las economías emergentes mediante una variable compuesta: el “índice de tensiones financieras en las economías emergentes” (ITFEE). Se trata del primer indicador de este tipo que permite comparar datos de alta frecuencia sobre las tensiones financieras en las economías emergentes. El índice se basa en las metodologías utilizadas para elaborar el ITFEA. Una importante mejora del ITFEE es que incluye un indicador de las presiones del mercado cambiario, que son una fuente más común de tensiones en las economías emergentes que en las avanzadas^{9,10}.

Elaboración del índice de tensiones en las economías emergentes

Los episodios de tensión financiera tienen dos elementos en común: ocurren repentinamente y suelen involucrar a varios sectores del sistema financiero de un país. El nivel general de tensión experimentado por un país depende de la importancia económica del sector financiero sujeto a tensiones. Esto conlleva dos implicacio-

⁷Para identificar una crisis cambiaria, las descripciones de los episodios pueden complementarse con datos sobre las reservas en moneda extranjera, las fluctuaciones del tipo de cambio y la volatilidad de las tasas de interés, entre otros (véase, por ejemplo, Eichengreen, Rose y Wyplosz, 1996). Las crisis de la deuda soberana son relativamente claras porque las fechas de incumplimiento y reprogramación se anuncian oficialmente (Reinhart y Rogoff, 2008). Los países suelen verse afectados por una combinación de las dos —una “crisis doble” (Kaminsky y Reinhart, 1999)— que puede estar vinculada al contagio (Kannan y Köhler-Geib, de próxima publicación).

⁸Algunos episodios no se convierten en crisis de gran alcance o tienen un impacto macroeconómico poco significativo. Un ejemplo de estos episodios fue la venta masiva ocurrida en los mercados emergentes en junio de 2006. Aunque las implicaciones macroeconómicas fueron mínimas, aumentó la volatilidad de los precios de los activos de los países con cuantiosos déficits en cuenta corriente.

⁹Un agotamiento de las reservas puede indicar que existen presiones en los mercados cambiarios, aunque el tipo de cambio parezca estable. Calvo y Reinhart (2002) muestran que muchas economías emergentes que aplican oficialmente regímenes cambiarios flexibles a menudo solo permiten movimientos mínimos del tipo de cambio, lo que se denomina la hipótesis del “miedo a la flotación”.

¹⁰Una advertencia al interpretar el componente correspondiente a las presiones en los mercados cambiarios es que el impacto de las tensiones en este componente depende del grado de dolarización y de los descalces de monedas en los balances públicos y privados a nivel nacional. Concretamente, los países con un nivel relativamente alto de pasivos en moneda extranjera en los balances pueden experimentar un mayor impacto en la economía real a través de los efectos del balance de una determinada depreciación cambiaria.

nes para la elaboración del índice de tensiones: en primer lugar, el indicador debe abarcar la evolución de un amplio conjunto de mercados financieros y, en segundo lugar, la agregación de los subíndices debe reflejar la importancia relativa de los distintos sectores financieros.

Tomando como base estos principios, el ITFEE de cada país comprende los cinco indicadores siguientes:

- Un índice de las presiones en el mercado cambiario (IPMC), que aumenta a medida que se deprecia el tipo de cambio o se reducen las reservas internacionales¹¹.
- Los diferenciales soberanos de las economías emergentes, donde un aumento de los diferenciales indica mayor riesgo de incumplimiento.
- La “beta del sector bancario”, basada en el modelo estándar de determinación de los precios de los activos financieros (CAPM, por sus siglas en inglés), calculada para un período móvil de 12 meses. Una beta mayor que 1 —lo que indica que las acciones bancarias varían más que proporcionalmente con respecto al conjunto del mercado— parece indicar que el riesgo es relativamente alto en el sector bancario y, por lo tanto, supone una mayor probabilidad de crisis bancarias.
- Rendimientos de los precios de las acciones, calculados de forma que una caída de los precios de las acciones corresponde a un incremento de las tensiones en los mercados.
- La volatilidad del rendimiento de las acciones variable en el tiempo, donde una mayor volatilidad representa un incremento de la incertidumbre.

Una diferencia entre el ITFEE y el índice de tensiones de las economías avanzadas es la ausencia de un subíndice que refleje los diferenciales de los bonos corporativos. Aunque este segmento de los mercados de capital de las economías emergentes se ha desarrollado rápidamente en los últimos años, sigue siendo poco significativo en la mayor parte de dichas economías. Y lo que es más importante: no existen

¹¹Véanse indicadores similares en Ramakrishnan y Zalduendo (2006) y Batini y Laxton (2005).

datos comparables entre un grupo suficientemente grande de economías emergentes¹².

La agregación de los subíndices en el ITFEE se basa en la ponderación de varianzas iguales. Conforme a este método, cada componente se calcula como una desviación con respecto a su media y se pondera por la inversa de su varianza. Este método aplica una ponderación igual a cada subíndice de tensión, permite una sencilla descomposición de los componentes de tensión y es el método de ponderación más común en los estudios sobre el tema¹³.

Con los componentes descritos se elabora un ITFEE para cada una de las 18 economías emergentes de la muestra entre 1997 y 2008 utilizando datos mensuales¹⁴. Además de reflejar los principales episodios de tensión financiera experimentados por las economías emergentes, el ITFEE resulta eficaz si se compara con otros estudios académicos anteriores¹⁵. En un análisis descriptivo, más adelante en este capítulo, se examinan los principales episodios de tensión financiera ocurridos antes de 1997.

Evolución de las tensiones financieras en las economías emergentes

A nivel general, pueden identificarse cuatro episodios sistémicos de tensión financiera utilizando este nuevo índice (gráfico 4.5, panel

¹²El índice no abarca las variaciones de las tasas de interés, ya que estas pueden obedecer a la aplicación de medidas de política no relacionadas con las tensiones financieras.

¹³Aunque hubiera sido preferible utilizar ponderaciones económicas, como el tamaño de cada sector de los mercados financieros, estas no están disponibles para efectuar comparaciones entre los países. No obstante, se ha demostrado que la ponderación de varianzas iguales también resulta eficaz para señalar los episodios de tensión como la ponderación basada en los fundamentos económicos (Illing y Liu, 2006). Además, las pruebas de solidez indican que las ponderaciones de varianzas iguales son muy similares a las identificadas por el análisis de los principales componentes de los subíndices de tensiones.

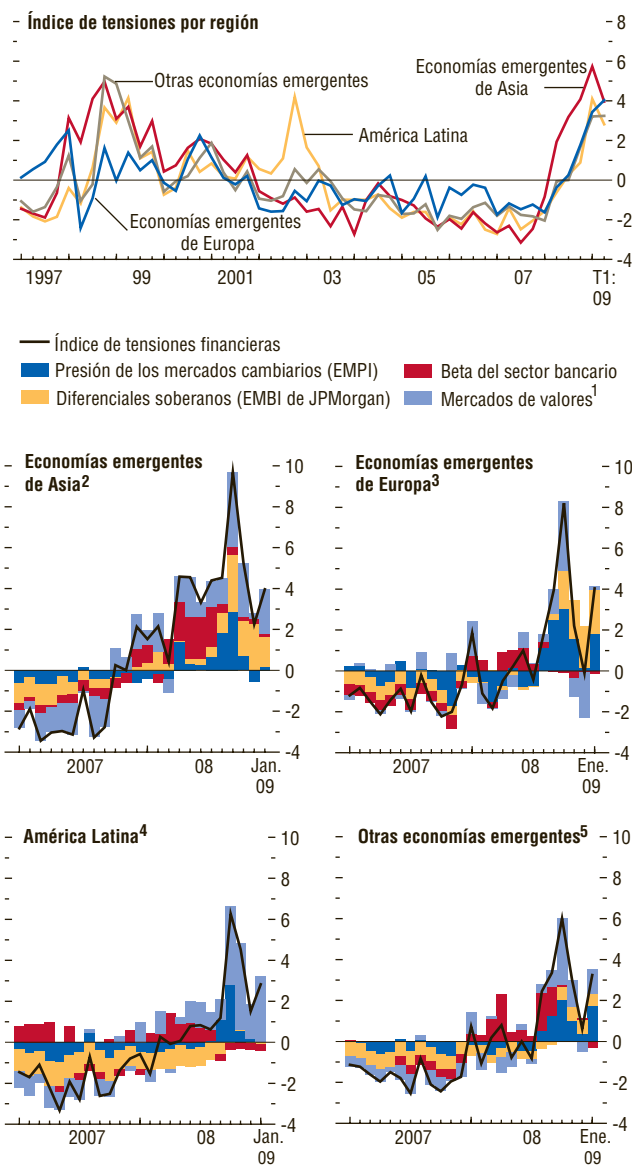
¹⁴Se elaboró un ITFEE para los países respecto de los cuales se dispone de datos sobre todos los subcomponentes. Véase la lista de países en el apéndice 4.1.

¹⁵Los subcomponentes del ITFEE reflejan las crisis identificadas en otros estudios. Tomando como base estos estudios, se identifica un episodio de alta tensión financiera cuando el índice de un país se encuentra 1,5 desviaciones estándar por encima de su media. Véase información más detallada en el apéndice 4.1.

Gráfico 4.5. Índices de tensiones financieras en las economías emergentes

(Promedio ponderado por la paridad de poder adquisitivo)

Las actuales tensiones financieras han alcanzado niveles sin precedentes. Las tensiones aumentaron en todas las regiones durante el tercer trimestre de 2008 y afectaron a todos los segmentos del sector financiero.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Incluye los rendimientos de las acciones y la volatilidad.

² Economías emergentes de Asia: China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Sri Lanka y Tailandia.

³ Economías emergentes de Europa: Eslovenia, Hungría, Polonia, la República Checa, la República Eslovaca y Rumanía.

⁴ América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

⁵ Otras economías emergentes: Egipto, Israel, Marruecos, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

superior)¹⁶. El primer incremento máximo del ITFEE señala la intensificación de la crisis asiática durante el último trimestre de 1997, que fue un episodio grave, pero de carácter principalmente regional. El segundo ocurrió hacia finales de 1998 y se notó de manera más intensa en las economías emergentes. Este episodio reflejó la turbulencia financiera derivada de la cesación de pagos de las obligaciones externas de Rusia y el colapso de Long-Term Capital Management (LTCM) y culminó con la crisis cambiaria en Brasil. El tercer incremento del ITFEE alcanzó su nivel máximo durante el colapso de las empresas de informática en 2000. El cuarto varía en mayor medida de una región a otra y corresponde principalmente a América Latina durante el incumplimiento de la deuda de Argentina en 2002¹⁷.

El nuevo índice también refleja bien la reciente intensificación de las tensiones. Las señales de la crisis aparecieron por primera vez en Asia y se multiplicaron rápidamente por todas las regiones. En el último trimestre de 2008, todas las regiones registraron niveles excepcionalmente altos de tensiones, exactamente en el mismo momento que las economías avanzadas. Los paneles inferiores del gráfico 4.5 —basados en datos mensuales— muestran una descomposición regional de las tensiones. El aumento sincronizado de las mismas en 2008 es marcado y alcanza niveles máximos en todas las regiones en octubre, aunque las experiencias varían de una región a otra (por ejemplo, algunas economías de Europa central, como Polonia y la República Checa, experimentaron menos tensiones). A continuación se examina con más detalle la composición del fuerte aumento de las tensiones.

Vinculaciones entre las economías avanzadas y las emergentes

El fuerte comovimiento de las tensiones entre las economías emergentes parece indicar la presencia

¹⁶ Para facilitar las comparaciones, se normalizó cada ITFEE regional.

¹⁷ Asimismo, América Latina parece haberse mostrado sensible a la venta masiva de activos emergentes en junio de 2006.

de algunos factores comunes. Uno de estos factores podría ser la tensión financiera en las economías avanzadas. En primer lugar, se presenta brevemente la evidencia empírica que indica que *existe una estrecha vinculación entre las tensiones en las economías avanzadas y en las emergentes*, y luego se examinan las razones por las cuales pueden estar vinculadas.

¿Puede producirse un comovimiento de las tensiones?

En el panel superior del gráfico 4.6 se comparan los índices agregados de las tensiones financieras en las economías avanzadas (ITFEA) y en las emergentes (ITFEE). Existe una fuerte vinculación visual, en la que coinciden los niveles máximos a nivel local de los dos índices. Cabe señalar en particular que actualmente el ITFEE es mayor que en cualquier período anterior, al igual que el ITFEA. Además, el ITFEE alcanza su segundo nivel máximo en el mismo trimestre en que se produce el colapso de LTCM, episodio que dio lugar a importantes tensiones financieras en las economías avanzadas¹⁸. Las fuertes vinculaciones también son evidentes al examinar los períodos de calma en las economías emergentes (cuando el ITFEE se sitúa por debajo de cero), ya que tienden a coincidir con los períodos de tranquilidad en las economías avanzadas (cuando el ITFEA se sitúa por debajo de cero).

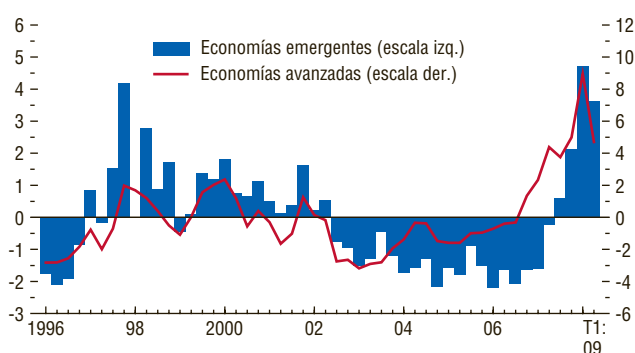
En la crisis actual, existe un evidente “desacoplamiento” y un posterior “reacoplamiento”. El ITFEA se vuelve positivo en el segundo trimestre de 2007 y entonces aumenta rápidamente. En cambio, el ITFEE se mantiene considerablemente negativo hasta el primer trimestre de 2008. Solo se vuelve positivo en el segundo trimestre de 2008, y luego se acelera fuertemente en el tercer trimestre y en particular en el cuarto. Por lo tanto, en este episodio, la respuesta inicial es limitada en

Gráfico 4.6. Tensiones financieras en las economías avanzadas y emergentes

(Nivel del índice; ponderado por el PIB)

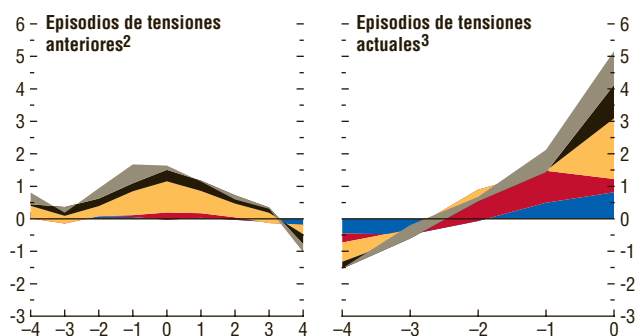
Se observa una fuerte vinculación visual entre las tensiones en las economías avanzadas y las emergentes, y los niveles máximos y mínimos prácticamente coinciden. El aumento de las tensiones financieras en las economías emergentes es mayor en el episodio actual en comparación con episodios anteriores, y afecta a todos los segmentos del sector financiero.

Comparación de los niveles de tensiones financieras



Tensiones en las economías emergentes durante los episodios de tensiones generalizadas en las economías avanzadas¹ (superpuestas y centradas en el nivel máximo de tensión financiera en las economías avanzadas; trimestres)

- Presión de los mercados cambiarios
- Beta del sector bancario
- Diferenciales soberanos (EMBI de JPMorgan)
- Volatilidad del mercado de valores
- Rentabilidad del mercado de acciones



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

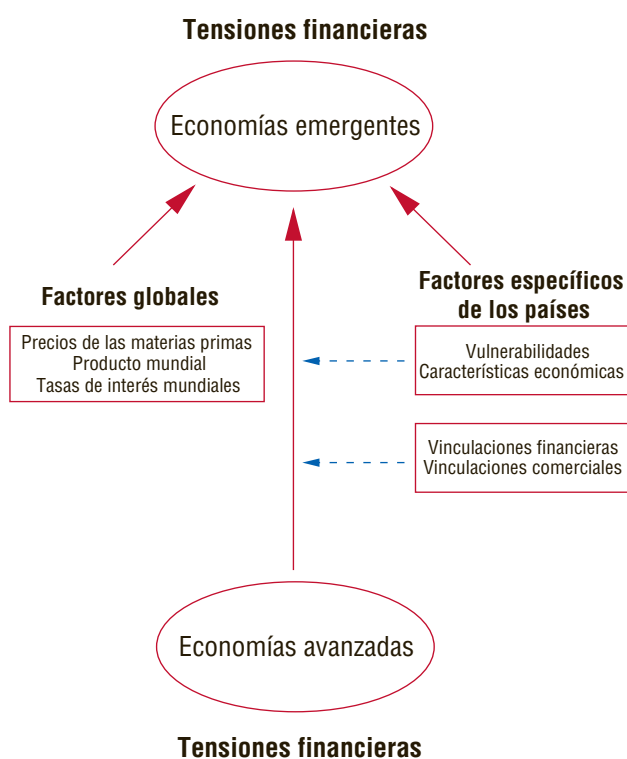
¹ Véase el gráfico 4.5. Véanse las definiciones de los componentes de las tensiones en el apéndice 4.1.

² Nivel máximo en 1998:T4, 2000:T4 y 2002:T3. Véase el cuadro 4.1.

³ Nivel máximo supuesto en 2008:T4.

¹⁸ Algunos analistas señalan que la cesación de pagos de la deuda de Rusia en 1998 dio lugar al colapso de LTCM. No obstante, LTCM ya había declarado pérdidas antes de dicha cesación de pagos, lo que debilita el argumento de que el episodio de tensión estuvo impulsado principalmente por las economías emergentes. El fuerte aumento de las primas de riesgo tras la cesación de pagos en agosto fue el golpe de gracia.

Gráfico 4.7. La transmisión de tensiones: Esquema de los efectos



Fuente: Personal técnico del FMI.

las economías emergentes pero luego alcanza bruscamente el mismo nivel.

Para examinar con más detalle cómo difiere la crisis actual de las anteriores, en los dos paneles inferiores del gráfico 4.6 el ITFEE se descompone en sus diversos componentes. En el panel inferior izquierdo se muestra el promedio de cada componente centrado en tres crisis anteriores desde 1997; en el panel inferior derecho puede observarse la crisis actual. Las diferencias son evidentes. En primer lugar, las tensiones financieras en las economías emergentes son mucho más fuertes en el episodio actual, lo que coincide con el mayor impulso proveniente de las economías avanzadas. En segundo lugar, la composición difiere. En crisis anteriores, las tensiones fueron impulsadas principalmente por el aumento de las primas de riesgo (el índice de los bonos corporativos EMBI), agravado por la volatilidad de los mercados bursátiles. Tal vez resulte sorprendente observar que el índice de presiones del mercado cambiario apenas es visible en las tres crisis anteriores¹⁹.

En la crisis actual, las tensiones se hicieron visibles primero en el segundo trimestre de 2008 en el sector bancario. Posteriormente, aumentaron las presiones en los mercados cambiarios, y en el último trimestre de 2008 la turbulencia también afectó a los diferenciales soberanos (EMBI) y se intensificó la volatilidad de los mercados bursátiles. En suma, la crisis actual difiere de episodios anteriores en el hecho de que afecta a todos los componentes: sector bancario, tipos de cambio, deuda y mercados de valores. Las tensiones en el sector bancario (según la beta de este sector) parecen constituir un factor especialmente importante en la turbulencia actual.

¿Cómo se transmiten las tensiones?

¿Qué factores explican la relación entre las tensiones financieras en las economías avanzadas

¹⁹La respuesta fue relativamente moderada durante la crisis asiática porque los efectos experimentados por los países afectados por la crisis se vieron contrarrestados por la reducción de las tensiones en otros países, como India y China.

y las emergentes? En términos generales, podemos mencionar tres factores *comunes* que producen efectos similares en todas las economías emergentes y factores *específicos de los países* que explican las diferencias entre las distintas economías emergentes. En el gráfico 4.7 se presenta un esquema de estos efectos.

Factores comunes

El comovimiento de las tensiones entre las regiones de economías emergentes y entre las economías avanzadas y las emergentes muestra claramente la presencia de factores comunes, como se señaló anteriormente. Estos factores pueden ser los shocks a escala mundial (por ejemplo, los cambios en la actitud del mercado o la aversión al riesgo a nivel mundial) y pueden manifestarse a través del comportamiento de rebaño en los mercados, el contagio de un país a otro y los efectos del prestamista común (es decir, las retiradas generales de fondos por parte de instituciones financieras muy expuestas al riesgo)²⁰. La importancia de estos factores comunes probablemente esté relacionada con la progresiva integración financiera de la mayoría de las economías emergentes en las últimas décadas, es decir, la globalización financiera.

De hecho, los pasivos externos totales de las economías emergentes han crecido rápidamente en los últimos 30 años (gráfico 4.8)²¹. El incremento obedece en gran medida al aumento de la inversión directa y de cartera. Aunque los pasivos de deuda se han reducido un poco con el tiempo, la deuda frente a los *bancos* de las economías avanzadas (con las cuentas de sus filiales extranjeras consolidadas con las de la casa matriz) ha aumentado en los últimos años con respecto al PIB, y la composición de la deuda ha cambiado de moneda extranjera a moneda local

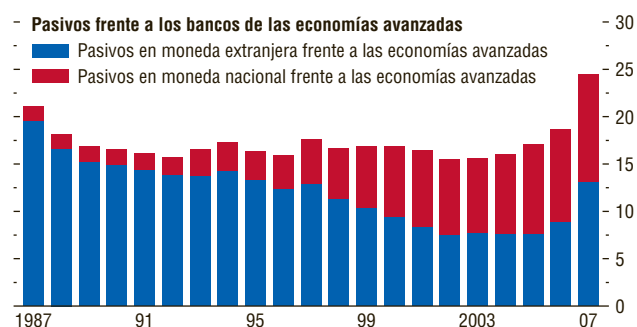
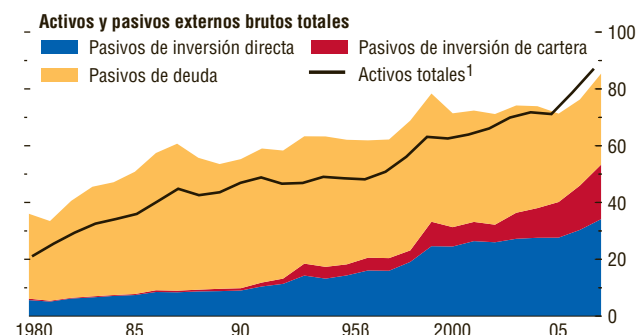
²⁰Véanse Broner, Gelos y Reinhart (2006), Calvo (2005) y Pons-Novell (2003).

²¹Los activos externos, especialmente las reservas oficiales, también aumentaron. No obstante, las posiciones brutas son un indicador más adecuado que las posiciones netas para evaluar la integración. De hecho, un indicador frecuentemente utilizado en los estudios es la *suma* de los activos y pasivos externos (véanse, por ejemplo, Kose *et al.*, 2006; FMI, 2007).

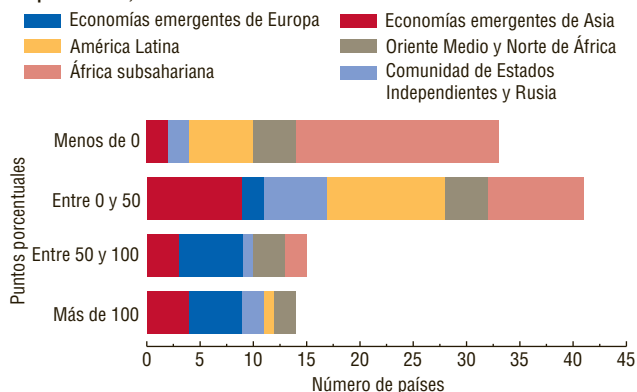
Gráfico 4.8. Integración financiera de las economías emergentes y en desarrollo

(Porcentaje del PIB de las economías emergentes y en desarrollo)

Los pasivos externos de las economías emergentes han aumentado rápidamente en los últimos 30 años, impulsados por la inversión directa y de cartera. Los préstamos bancarios siguen siendo una de las principales fuentes de financiamiento, y se ha producido un cambio en su composición, con el reemplazo de los préstamos en moneda extranjera por los préstamos en moneda nacional. La inversión externa bruta también se ha incrementado de manera particularmente notable en las economías emergentes de Europa.



Variaciones de los activos y pasivos externos brutos totales con respecto al PIB; 1985–2007^{2,3}



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; Lane y Milesi-Ferretti (2006), y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Incluye las reservas en moneda extranjera.
² Activos externos totales, excluidas las reservas en moneda extranjera.
³ 1995–2007 en el caso de las economías emergentes de Europa y de la Comunidad de Estados Independientes y Rusia.

(panel intermedio). Parte de este proceso se atribuye al rápido incremento de la presencia de bancos extranjeros, especialmente en las economías emergentes de Europa (Claessens *et al.*, 2008; Goldberg, 2008).

Sin embargo, la integración financiera no se ha intensificado por igual en todas las regiones (panel inferior). En las últimas dos décadas, cerca del 70% de los países ha aumentado sus posiciones externas brutas, pero otros han experimentado descensos, especialmente en África²². Algunos países han registrado fuertes subidas, especialmente las economías emergentes de Europa, que percibieron incrementos de sus posiciones externas brutas de más del 50% del PIB anual en poco más de una década.

Los factores específicos de los países pueden agruparse en dos amplias categorías: las vinculaciones económicas y financieras entre las economías avanzadas y las emergentes, y las vulnerabilidades internas, derivadas de políticas o características estructurales.

Vinculaciones específicas de los países

¿Cómo facilitan las vinculaciones con las economías avanzadas la transmisión de tensiones financieras? Los dos principales canales de transmisión examinados en los estudios sobre el tema son los canales financieros y los comerciales²³.

Las tensiones financieras pueden aumentar debido a las efectivas o incipientes *salidas de capital* generadas por inversionistas en las economías avanzadas después de un shock financiero. La importancia de este canal de transmisión de tensiones puede calcularse en función de los

pasivos externos frente a las economías avanzadas divididos por el PIB interno. Además, las tensiones financieras pueden incrementarse debido a las pérdidas incurridas en activos de economías emergentes invertidos en las economías avanzadas que sufren una crisis. Este canal de transmisión puede ser significativo en algunos países, especialmente en Oriente Medio, y puede calcularse como la razón entre los activos mantenidos en las economías avanzadas y el PIB interno. En general, las vinculaciones financieras pueden calcularse como la suma de los activos y pasivos externos brutos frente a las economías avanzadas en relación con el PIB²⁴.

Las tensiones financieras también pueden ocurrir a través de las vinculaciones comerciales en respuesta a los efectivos o incipientes *descensos de las exportaciones* a las economías avanzadas en crisis, debido a la desaceleración corriente o prevista de la demanda. La importancia de esta vinculación puede calcularse como las exportaciones a las economías avanzadas divididas por el PIB interno. Según este indicador, las vinculaciones comerciales han adquirido cada vez más peso a lo largo de los últimos 20 años, y las exportaciones a las economías avanzadas han aumentado de menos del 10% a casi el 20% del PIB de las economías emergentes. Casi la mitad de estas exportaciones provienen ahora de las economías emergentes de Asia, especialmente China²⁵. Además, la transmisión de crisis a través del comercio y de las vinculaciones financieras pueden intensificarse debido a los efectos de segunda ronda. Estos efectos se manifiestan a través de la repropagación de los efectos de

²²La reducción de las posiciones externas obedeció con frecuencia al alivio de la deuda.

²³Eichengreen y Rose (1999), Glick y Rose (1999) y Forbes (2001) examinan las vinculaciones comerciales. Kaminsky y Reinhart (2003), Caramazza, Ricci y Salgado (2000), Fratzscher (2000) y Van Rijckeghem y Weder (2001) hacen hincapié tanto en los canales financieros como en los comerciales. Véase un análisis de los estudios sobre este tema en Chui, Hall y Taylor (2004). En un estudio reciente, Forbes y Chinn (2004) atribuyen en gran medida al comercio la transmisión de los shocks financieros, y consideran que los préstamos bancarios están cobrando una importancia cada vez mayor.

²⁴Debido a la falta de datos, los activos externos no pueden incluirse en todos los indicadores de las vinculaciones financieras. Aunque se dispone de datos sobre los activos de inversión de cartera extranjera no vinculados con las reservas de las economías emergentes, en general no existen datos sobre los activos de los bancos extranjeros de estas economías. Véase más información sobre estos datos en el apéndice 4.2.

²⁵La transmisión de crisis también puede producirse a través de los canales financieros y comerciales, porque la disponibilidad de crédito comercial está vinculada al volumen del comercio. De hecho, las recientes caídas del comercio internacional pueden atribuirse por lo menos en parte al colapso del crédito comercial.

desbordamiento de las economías emergentes afectadas a las avanzadas y de los de una economía a otra dentro del grupo de economías emergentes²⁶.

En el gráfico 4.9 se comparan la magnitud y la composición de las vinculaciones financieras entre las economías emergentes²⁷. En el panel superior se muestra cómo, en los últimos 10 años aproximadamente, los pasivos frente a los bancos de las economías avanzadas han aumentado rápidamente en las economías emergentes de Europa, mientras que se redujeron un poco en las economías emergentes de Asia después de la crisis de 1997–98. Al mismo tiempo, los pasivos (y activos) de inversión de cartera en las economías emergentes de Asia se han incrementado fuertemente²⁸. Por lo tanto, es posible que

²⁶Las pérdidas asociadas a inversiones en el exterior pueden agravar las tensiones en los sistemas financieros de las economías avanzadas y causar nuevas retiradas de inversiones en las economías emergentes (como en el caso del efecto del prestamista común examinado ampliamente en los estudios sobre los efectos de contagio). Análogamente, una caída de la demanda externa podría intensificar las tensiones reales experimentadas por las economías avanzadas y debilitar aún más su propia demanda y, por lo tanto, las exportaciones de las economías emergentes (un efecto multiplicador similar en general es analizado por Abeysinghe y Forbes, 2005). Con respecto a los países que no están directamente vinculados a las economías avanzadas porque han reforzado las vinculaciones comerciales entre ellos a lo largo del tiempo, la caída de la demanda y la depreciación de sus monedas podrían propagar las tensiones.

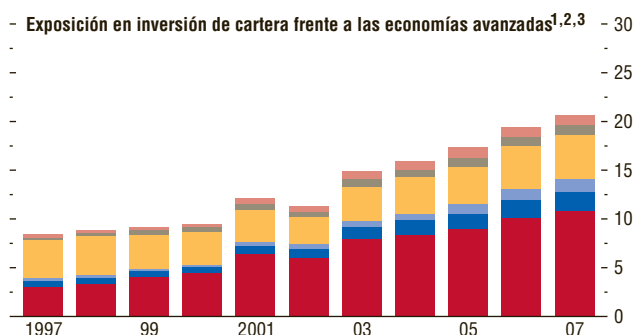
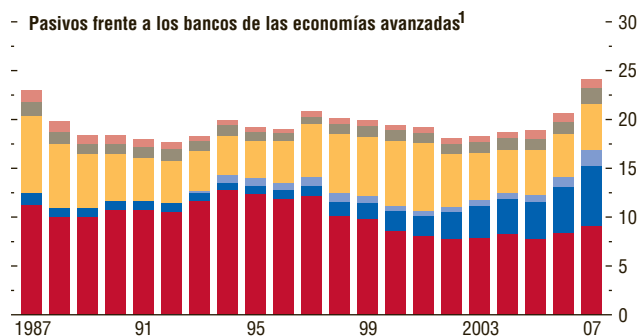
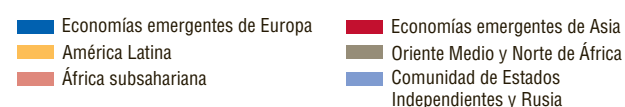
²⁷Dado que las vinculaciones comerciales y las relacionadas con la inversión directa se han examinado ampliamente en otros estudios, el análisis se centra en este caso en los préstamos bancarios y las tenencias de valores. Véanse las recientes ediciones de las publicaciones de la Organización Mundial del Comercio, *Informe sobre el Comercio Mundial*, y de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, *Informe sobre las Inversiones en el Mundo*, así como las anteriores ediciones de *Perspectivas de la economía mundial*, incluidos el capítulo 5 de la edición de abril de 2008 y el capítulo 4 de la edición de octubre de 2007.

²⁸Aunque los activos de inversión de cartera no relacionados con las reservas acumulados por las economías emergentes de Asia resultan sustanciales en comparación con otras regiones, son considerablemente menores que los pasivos de inversión de cartera. La dinámica de la exposición global de la inversión de cartera en las economías emergentes de Asia, así como en otras regiones, está impulsada principalmente por los pasivos de inversión de cartera frente a las economías avanzadas.

Gráfico 4.9. Exposición financiera de las economías emergentes frente a las economías avanzadas

(Porcentaje del PIB de las economías emergentes)

La exposición frente a las economías avanzadas ha aumentado en las economías emergentes de Europa a través de los préstamos bancarios y en las de Asia a través de las tenencias de cartera.



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; FMI, Encuesta Coordinada sobre Inversión de Cartera, y cálculos del personal técnico del FMI.

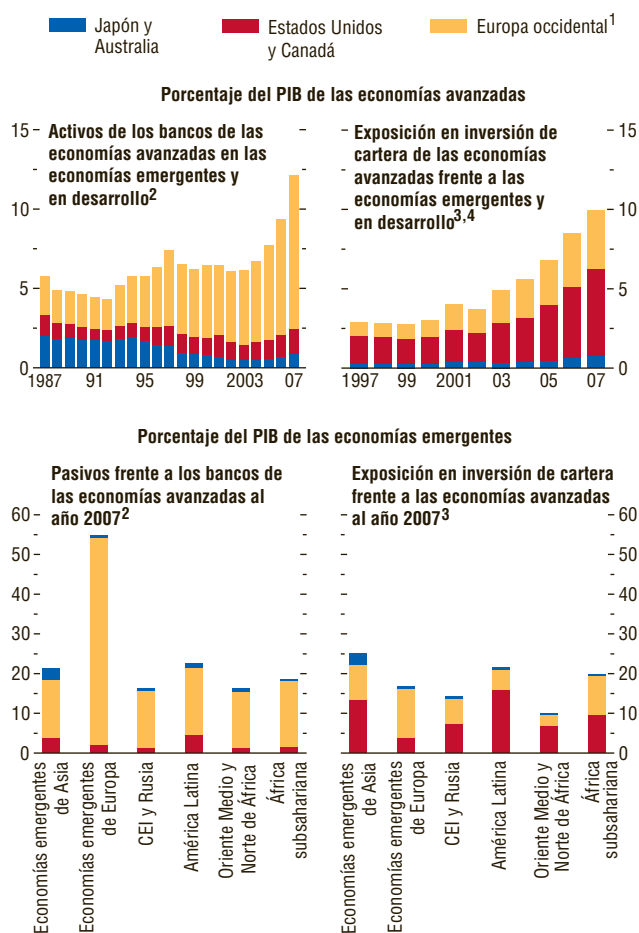
¹Véase una lista de las economías avanzadas en el apéndice 4.2.

²Incluidos los pasivos y los activos no de reserva.

³Los datos correspondientes a 1998, 1999 y 2000 se basan en interpolaciones.

Gráfico 4.10. Vinculaciones financieras entre las economías avanzadas y las emergentes

Europa occidental domina los préstamos bancarios; las inversiones de cartera provienen principalmente de América del Norte. Los principales beneficiarios de las inversiones de estas dos regiones (en relación con el PIB del país beneficiario) son las economías emergentes de Europa y América Latina, respectivamente.



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; FMI, Encuesta Coordinada sobre Inversión de Cartera, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: CEI = Comunidad de Estados Independientes.

¹Véase la lista de economías en el apéndice 4.2.

²Se excluye Australia por falta de datos.

³Incluidos los pasivos y los activos no de reserva.

las economías emergentes de Europa sean ahora más vulnerables a las crisis bancarias externas y las de Asia sean más propensas a las perturbaciones externas de los mercados de valores.

Durante el mismo período, los bancos de Europa occidental han dominado cada vez más los flujos bancarios, mientras que América del Norte ha sido la principal fuente de inversiones de cartera (gráfico 4.10). Esto implica que Europa occidental se ha convertido en la fuente más probable de los efectos del prestamista común, y que Estados Unidos y Canadá se han transformado en fuentes más importantes de turbulencias relacionadas con los mercados de valores.

Los recientes datos permiten explicar la evolución de la integración financiera en las distintas regiones. Los datos a partir de finales de 2007 (paneles inferiores) muestran que los pasivos bancarios de las economías emergentes de Europa frente a las economías avanzadas ascienden a más del 50% del PIB, lo que representa alrededor del triple de las otras regiones. Las economías emergentes de Europa también dependen más de Europa occidental y, por lo tanto, son especialmente vulnerables a los efectos del prestamista común. Comparativamente, el riesgo en las economías emergentes de Asia y América Latina parece algo menor, y las exposiciones al riesgo a través de los préstamos bancarios y las tenencias de cartera son, en general, similares a las de Europa occidental y Estados Unidos y Canadá, respectivamente²⁹.

Vulnerabilidades específicas de los países

Las fuentes de vulnerabilidad específicas de los países a los shocks externos comprenden los problemas de solvencia y liquidez, las deficiencias en los balances internos y los factores relacionados con la apertura³⁰. Estos factores intensifican

²⁹Véase un análisis exhaustivo del papel de las vinculaciones financieras en América Latina en Mühleisen (2008).

³⁰Véanse Kaminsky y Reinhart (1999), Calvo (2005), Edwards (2005), Ghosh (2006), Calvo, Izquierdo y Mejía (2004), Ramakrishnan y Zaldueño (2006) y Eichengreen, Gupta y Mody (2006).

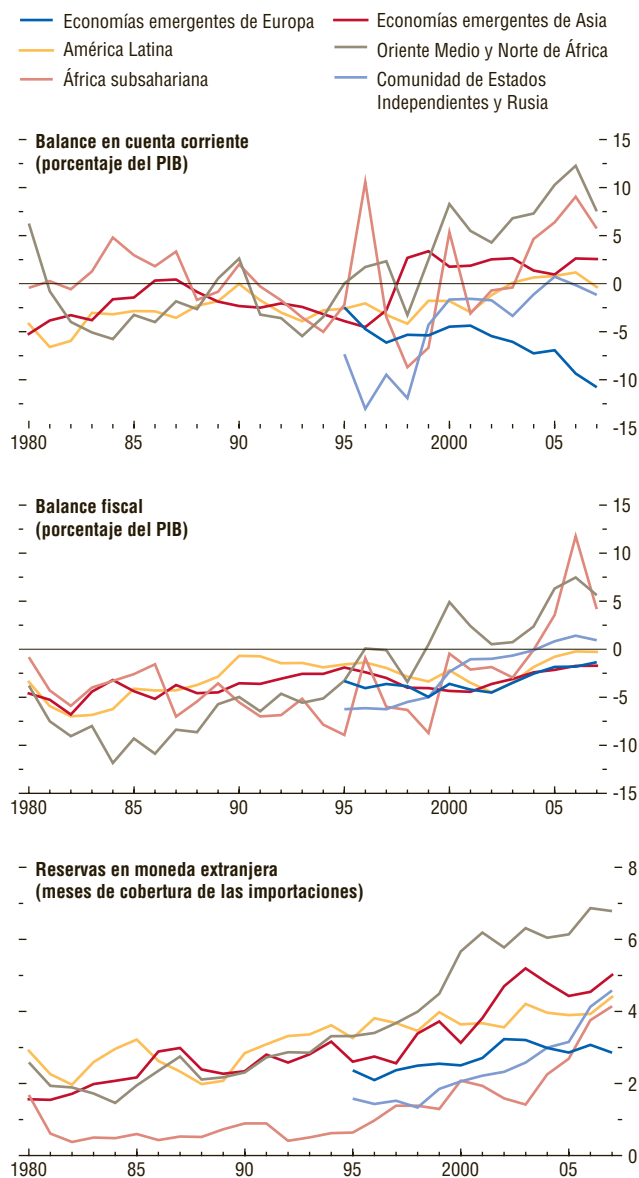
la susceptibilidad a las crisis cambiarias y de la cuenta de capital, y pueden incrementar el grado de transmisión de las tensiones originadas en las economías de los inversionistas. Al identificar mayores riesgos —por ejemplo, a través del incumplimiento de los pagos de la deuda soberana— pueden causar una retirada más brusca de inversiones y, por lo tanto, generar expectativas autocumplidas en los inversionistas.

En el gráfico 4.11 se comparan los indicadores estándar de la vulnerabilidad entre las diferentes regiones de economías emergentes. Los dos paneles superiores muestran los balances fiscales y en cuenta corriente³¹. En los últimos años, los balances en cuenta corriente han ido divergiendo. Las economías emergentes de Europa han registrado cuantiosos déficits sostenibles, mientras que muchos países de Asia, Oriente Medio y la Comunidad de Estados Independientes (CEI) han alcanzado superávits, debido en parte al auge de los precios de las materias primas. Los balances fiscales son más homogéneos, y han mejorado en general en todas las regiones. Al examinar los dos indicadores al mismo tiempo se observan déficits dobles —en cuenta corriente y presupuestario— principalmente en las economías emergentes de Europa.

Un segundo indicador (inverso) de la vulnerabilidad es el nivel de reservas en moneda extranjera (panel inferior). Tras la crisis asiática, muchos países reforzaron sus posiciones de reservas, calculadas en número de meses de cobertura de las importaciones. Los exportadores de materias primas y las economías emergentes de Asia —especialmente China— aumentaron considerablemente sus reservas; en otros países de América Latina y las economías emergentes de Europa las subidas fueron moderadas. En general, aunque las reservas se han incrementado fuertemente en dólares, el aumento en términos de cobertura de las

Gráfico 4.11. Indicadores de vulnerabilidad por región; 1990–2007

Los balances en cuenta corriente han variado más entre las economías emergentes, mientras que los balances fiscales, en general, han evolucionado al mismo ritmo y han mejorado. El número de meses de cobertura de las importaciones ha aumentado en todas las regiones en los últimos 10 años.



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

³¹Aunque la sostenibilidad se refiere a un concepto de saldos, los estudios empíricos muestran que los balances fiscales y en cuenta corriente —las correspondientes variables de flujos— son factores determinantes clave en los episodios de crisis.

importaciones ha sido menos notable, ya que los volúmenes del comercio se han ampliado sustancialmente.

La transmisión de tensiones financieras: Análisis general

Los períodos de tensiones financieras generalizadas en las economías avanzadas parecen tener importantes efectos en las economías emergentes. Sin embargo, la falta de datos limita la capacidad de examinar sistemáticamente estas interacciones a largo plazo y, por lo tanto, en esta sección se utiliza un método de análisis en dos partes. En la primera se presentan los resultados del ejercicio econométrico utilizando los índices de tensiones financieras, que abarcan el período 1997–2008. No obstante, aparte de la crisis actual, en los últimos 10 años no se han producido crisis bancarias sistémicas para las cuales se disponga de un ITFEE. En vista de ello, en la segunda parte se presenta un estudio de caso en el que se analizan los efectos sobre las economías emergentes de crisis sistémicas anteriores ocurridas en las economías avanzadas.

Análisis econométrico mediante índices de tensiones

El análisis econométrico permite evaluar de manera más formal las respectivas funciones de los factores comunes y específicos de los países en la propagación de tensiones financieras de las economías avanzadas a las emergentes. Tomando como base el análisis presentado en los párrafos anteriores, las tensiones financieras en las economías emergentes (ITFEE, que se denota $EMFSI$) están relacionadas con tres conjuntos de variables: 1) las tensiones en las economías avanzadas (ITFEA, que se denota $AEFSI$), 2) las características y vulnerabilidades específicas de los países (X), y 3) los factores generales a nivel mundial, o factores globales (GF). Un supuesto importante del análisis es que las tensiones financieras en las economías avanzadas son exógenas a las tensiones financie-

ras en las economías emergentes³². De hecho, el análisis descriptivo de los episodios de tensiones financieras generalizadas en las economías avanzadas no indica que existan factores que activen las tensiones en las economías emergentes. Además, las pruebas empíricas formales sobre la dirección de la causalidad respaldan el supuesto de la independencia de las tensiones de las economías avanzadas en el caso de la mayoría de las economías emergentes³³.

En la siguiente ecuación se presenta una descripción compacta de la relación que puede existir entre estas variables (i y t corresponden a los países y períodos, respectivamente; ε_{it} es un término de error). Esta ecuación tiene por objeto reflejar la idea central del análisis (se proporcionan más detalles en el apéndice 4.2). Concretamente, algunas de las especificaciones estimadas incluyen desfases de las variables dependientes y/o independientes, que se eliminan de la ecuación (1) para facilitar la presentación³⁴.

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \beta_t AEFSE_{it} + \delta X_{it} + \gamma_i GF_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Las funciones relativas de los factores comunes y los específicos de los países pueden separarse fácilmente:

- Una variable fundamental es la magnitud de los parámetros de comovimiento β_t , los cuales miden cómo las tensiones financieras en la economía emergente i responden a las tensiones en las economías avanzadas. Un valor de cero implica que no existe comovimiento, mientras que un valor de 1 representa una

³²Véase un análisis sobre los factores que han activado los episodios de tensiones financieras en las economías avanzadas desde los años ochenta en el cuadro 4.1.

³³Las pruebas de causalidad de Granger de las 18 economías emergentes disponibles muestran que las tensiones financieras en las economías avanzadas causaron tensiones “en el sentido de Granger” en las economías emergentes en 11 casos; las pruebas no fueron concluyentes en 5 casos. En un caso la causalidad se comprobó en ambas direcciones, y solo en 2 casos se produjo de las economías emergentes a las avanzadas.

³⁴Aunque pueden concebirse otras especificaciones no lineales, el modelo lineal ofrece un ajuste estadístico satisfactorio que resulta útil para el análisis.

transmisión de uno a uno. El efecto común de las tensiones de las economías avanzadas en las emergentes se calcula como el promedio de los parámetros de comovimiento: $\beta = 1/n \sum_i \beta_i$ (n es el número de economías emergentes).

- El componente específico de los países que impulsa las tensiones en las economías emergentes tiene dos partes: un efecto directo y otro indirecto. Este último muestra el impacto de los factores específicos de los países en los parámetros de comovimiento ($\beta_i = f(X_{it})$). Por ejemplo, cabría esperar que las economías con un alto nivel de pasivos externos frente a las economías avanzadas tengan un parámetro de comovimiento elevado. El efecto directo muestra el efecto independiente que los factores específicos de los países tienen en los mercados emergentes (δ). Por ejemplo, los países que tienen cuentas de capital más abiertas pueden ser más propensos a experimentar tensiones al margen de lo que ocurra en las economías avanzadas.
- Por último, las tensiones pueden estar relacionadas con la evolución de otras variables a escala mundial (como los precios de las materias primas, las tasas de interés, la actividad real), representadas por GF_t y el coeficiente γ .

Las estimaciones de los parámetros en cuestión se obtienen mediante dos ejercicios relacionados. En primer lugar, utilizando las series cronológicas *mensuales*, se estima la ecuación (1) por países, identificando los parámetros de comovimiento β_i de cada país. Los parámetros β_i pueden variar de un subperíodo a otro y por región prestamista (Japón y Australia, Estados Unidos y Canadá, y Europa occidental). Los β_i que se obtienen se relacionan luego con los indicadores de las vinculaciones financieras y comerciales y otras variables específicas de los países, partiendo del método planteado por Forbes y Chinn (2004), para examinar cuáles son los factores que determinan las diferencias en los comovimientos.

En segundo lugar, para evaluar la importancia de otros factores específicos de los países —que están disponibles en la mayoría de los casos con

una frecuencia anual— se estima la ecuación anterior utilizando datos de panel *anuales*. Este enfoque permite examinar de manera más sistemática la función que desempeñan las variables específicas de los países (vulnerabilidades) en la creación de tensiones. Ambos análisis se llevaron a cabo en una muestra de 18 economías emergentes para las que se disponía de un ITFEE.

Identificación del elemento común y de las diferencias en los comovimientos

Antes de estimar la ecuación de las tensiones financieras, una forma de evaluar la importancia del elemento común en las tensiones en las economías emergentes consiste en relacionar su tendencia temporal común con el índice de tensiones financieras en las economías avanzadas. Puede obtenerse un indicador empírico de la tendencia temporal común estimando los efectos fijos de tiempo en las tensiones en las economías emergentes (apéndice 4.2). Alrededor del 40% de esta tendencia temporal, que representa tensiones comunes en las economías emergentes, se explica mediante el ITFEA global. Otros factores globales (tasas de interés, producción industrial, precios de las materias primas) explican otro 18%.

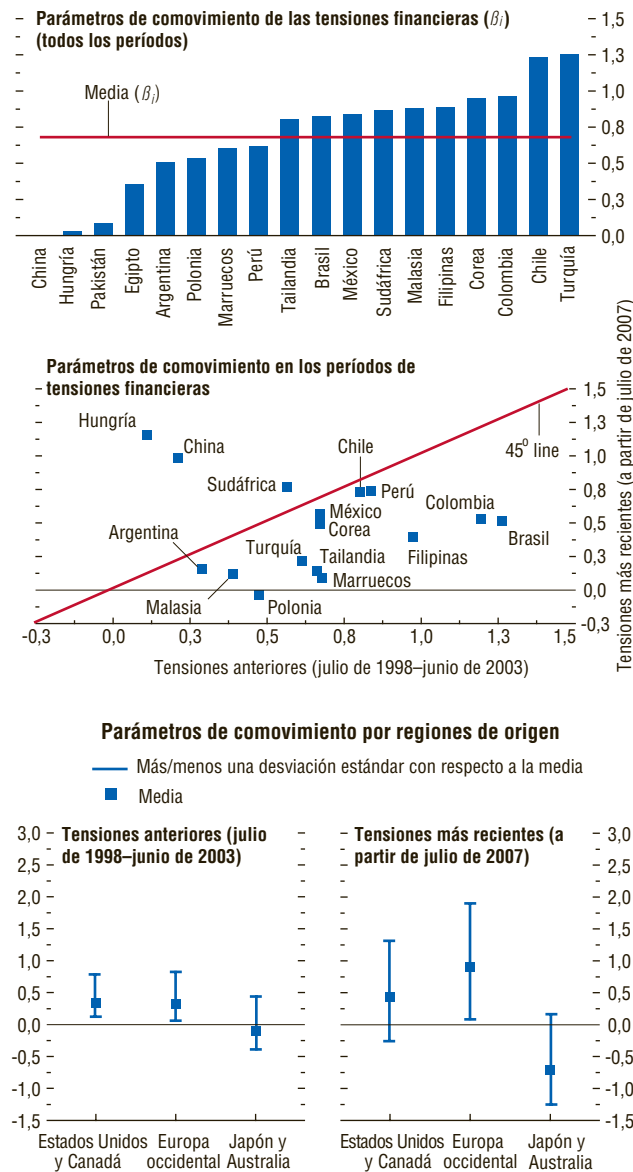
Las estimaciones del parámetro de comovimiento específico de los países confirman la importancia del componente común en la transmisión de tensiones. En promedio, cerca del 70% de las tensiones en las economías avanzadas se propaga a las emergentes (promedio $\beta=0,7$; gráfico 4.12, panel superior)³⁵. Además, la transmisión es rápida: las tensiones solo tardan de uno a dos meses en llegar a las economías emergentes³⁶. No obstante, los parámetros

³⁵Dado que tanto el ITFEA como el ITFEE están sujetos a un error de medición, las estimaciones de β_i podrían estar sesgadas a la baja.

³⁶Para identificar posibles desfases en la transmisión de tensiones, los parámetros de comovimiento se estiman utilizando un modelo dinámico. Los criterios sobre la duración de un desfase estándar recomiendan uno o dos desfases para el modelo, lo que indica una transmisión rápida. Los resultados presentados se basan en la especificación con un desfase, siguiendo los criterios de información de Schwartz.

Gráfico 4.12. Comovimiento de las tensiones financieras entre las economías avanzadas y las emergentes

El elemento común, o sistémico, de transmisión de tensiones (media β_i) es importante, pero la variación entre los países resulta significativa. En la crisis actual, la transmisión ha sido menor que en el pasado para la mayoría de los países de la muestra, lo que posiblemente refleje la débil respuesta inicial. La transmisión de las tensiones provenientes de Europa occidental parece más pronunciada durante la crisis actual.



Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI.

de comovimiento, β_i , varían considerablemente de un país a otro: de cerca de cero en el caso de China a más de 1 en el caso de Chile y Turquía.

La solidez del comovimiento también varía a lo largo del tiempo y, más concretamente, entre la crisis actual (a partir de mediados de 2007) y las anteriores en las economías avanzadas (entre mediados de 1998 y mediados de 2003, panel intermedio del gráfico 4.12)³⁷. Parece que algunos países (como Brasil, Colombia y Filipinas) experimentaron efectos de contagio financiero más fuertes en el pasado, en comparación con los que han sufrido una transmisión más intensa durante la crisis actual (como China, Hungría y Sudáfrica). No obstante, cabe señalar que los resultados sobre la crisis actual deben interpretarse con cautela, ya que la crisis aún está evolucionando. La solidez del comovimiento también depende de las economías avanzadas afectadas. Concretamente, las repercusiones financieras de las tensiones en Estados Unidos y Canadá y en Europa oriental han sido similares, en promedio, durante los anteriores episodios de tensión. En la crisis actual, los efectos de desbordamiento de las tensiones en Europa occidental parecen algo más intensos (paneles inferiores).

Estas conclusiones ponen de relieve la importancia de los factores *específicos de los países* a la hora de determinar el impacto de la turbulencia financiera en cada economía emergente. Como

³⁷Estos episodios de tensiones se identifican como períodos en los que por lo menos algunas economías avanzadas experimentaron casi siempre un alto nivel de tensión, a diferencia de los períodos de calma, en los que casi ninguna economía avanzada sufrió tensiones elevadas. Así, entre mediados de 1998 y mediados de 2003, y a partir de mediados de 2007, el ITFEA indicó un alto nivel de tensión por lo menos en un país en casi todos los meses, a diferencia del período de relativa calma acontecido entre mediados de 2003 y mediados de 2007. Por lo tanto, el modelo incluye parámetros de comovimiento de un período específico: a partir de julio de 2007 para la crisis actual, y entre julio de 1998 y junio de 2003 para los períodos de tensiones anteriores en las economías avanzadas (este último abarca, en particular, el colapso de LTCM, la caída de las empresas de informática y los incumplimientos de WorldCom, Enron y Arthur Andersen).

se señaló anteriormente, los parámetros de comovimiento, β_p , podrían estar determinados por las vinculaciones financieras y comerciales entre las economías avanzadas y las emergentes, y por las vulnerabilidades internas en las economías emergentes. Para examinar estos canales de transmisión, se estimaron tres parámetros de comovimiento para cada país, que reflejan los comovimientos con las diferentes regiones (Japón y Australia, Europa occidental, y Estados Unidos y Canadá). Se efectuó una regresión a partir de los indicadores de las vinculaciones financieras y comerciales, incluidos los préstamos bancarios, las tenencias de cartera y la inversión directa³⁸. Dado que en Europa occidental predominan las vinculaciones bancarias, mientras que en Estados Unidos y Canadá tienen prominencia las vinculaciones de cartera (con la excepción de las economías emergentes de Europa), también se examina una especificación que incluye variables ficticias en el caso de Estados Unidos y Canadá y Europa occidental. Las estimaciones se efectuaron por separado para el anterior episodio de tensión financiera en las economías avanzadas (entre mediados de 1998 y mediados de 2003) y el último episodio (a partir de mediados de 2007).

Al analizar la variación de los coeficientes de transmisión, β_p , se observan importantes diferencias en la transmisión de tensiones entre los dos episodios (cuadro 4.2):

- Aunque todas las vinculaciones son factores determinantes significativos de la transmisión de tensiones en las *crisis anteriores*, es difícil identificar la vinculación más importante, en parte debido a las correlaciones positivas entre los diferentes tipos de vinculaciones. Aunque el coeficiente de las vinculaciones de

cartera es el más alto, no resulta estadísticamente significativo en los niveles de umbral habituales aún teniendo en cuenta otras vinculaciones. La solidez del comovimiento es similar con Estados Unidos y Canadá, por una parte, y con Europa occidental por otra, lo que coincide con la importancia relativamente similar de las vinculaciones bancarias y las de inversión de cartera. En cambio, las vinculaciones bancarias se vislumbran como el principal canal de transmisión durante la *crisis actual*. Por ejemplo, un aumento de los pasivos bancarios frente a Europa occidental del 15% al 50% del PIB (aproximadamente la diferencia entre las economías emergentes de Europa y las otras regiones de economías emergentes) aumenta el parámetro de comovimiento en alrededor de 1. El comovimiento con Europa occidental es algo mayor que con Estados Unidos y Canadá, lo que concuerda con el papel dominante de las vinculaciones bancarias en la crisis actual.

- Si se incluyen variables ficticias para las regiones de economías avanzadas, el ajuste estadístico mejora, pero los coeficientes sobre las vinculaciones se reducen a un nivel poco significativo. Concretamente, al incluir la variable ficticia correspondiente a Estados Unidos y Canadá se reduce el coeficiente sobre las vinculaciones de inversión de cartera, mientras que si se incluye la variable ficticia correspondiente a Europa occidental, cuyos bancos otorgaron préstamos activamente a todas las regiones de economías emergentes, se reduce el coeficiente sobre las vinculaciones bancarias. Estas conclusiones parecen indicar que las variables ficticias regionales registran la evolución regional de los préstamos bancarios y las tenencias de cartera³⁹.

Al efectuar otros análisis del modelo mensual se observa que las vulnerabilidades específicas de

³⁸Las vinculaciones comerciales se calcularon como la relación entre las exportaciones totales a las regiones avanzadas (según los datos declarados por las economías avanzadas) y el PIB interno de cada economía emergente. Las vinculaciones financieras se calcularon utilizando los pasivos totales frente a las regiones avanzadas (y los activos totales en estas regiones en el caso de las tenencias de cartera). Se estimaron los promedios de estos indicadores para los períodos correspondientes a los episodios de tensiones financieras anteriores y actuales.

³⁹Cabe señalar que los resultados no están asociados a la apertura financiera y comercial a nivel general de las economías emergentes, la cual, de hecho, no parece desempeñar un papel esencial en la transmisión de tensiones financieras (véase la columna de la derecha del cuadro 4.2).

Cuadro 4.2. El papel de las vinculaciones como factores determinantes del comovimiento¹

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Tensiones anteriores en las economías avanzadas (julio de 1998–junio de 2003)</i>							
<i>Variable dependiente: parámetros de comovimiento de las tensiones financieras</i>							
Vinculaciones bancarias	0,014** (0,006)				0,005 (0,009)	-0,016 (0,010)	0,006 (0,008)
Vinculaciones de cartera		0,060*** (0,017)			0,045 (0,031)	-0,018 (0,036)	0,034 (0,023)
Vinculaciones de inversión directa			0,044*** (0,009)		0,009 (0,026)	0,030 (0,027)	0,003 (0,024)
Vinculaciones comerciales				0,023** (0,009)	0,000 (0,017)	0,008 (0,015)	0,005 (0,013)
Variable ficticia para Estados Unidos y Canadá						0,469*** (0,141)	
Variable ficticia para Europa occidental						0,584*** (0,165)	
Apertura comercial ²							-0,001 (0,001)
Apertura financiera ³							-0,003 (0,002)
Efectos del país	sí	sí	sí	sí	sí	sí	no
Observaciones	48	48	48	48	48	48	48
R ²	0,17	0,31	0,29	0,21	0,34	0,53	0,25
<i>Tensiones más recientes en las economías avanzadas (a partir de julio de 2007)</i>							
<i>Variable dependiente: parámetros de comovimiento de las tensiones financieras</i>							
Vinculaciones bancarias	0,029* (0,017)				0,033** (0,014)	-0,005 (0,027)	0,025* (0,013)
Vinculaciones de cartera		0,055*** (0,020)			0,033 (0,026)	0,006 (0,019)	0,027 (0,016)
Vinculaciones de inversión directa			0,144*** (0,044)		0,105 (0,083)	0,053 (0,064)	0,069 (0,077)
Vinculaciones comerciales				0,047 (0,030)	-0,063 (0,047)	-0,021 (0,047)	-0,031 (0,041)
Variable ficticia para Estados Unidos y Canadá						1,201** (0,537)	
Variable ficticia para Europa occidental						1,819*** (0,630)	
Apertura comercial ²							0,001 (0,003)
Apertura financiera ³							-0,005 (0,003)
Efectos del país	sí	sí	sí	sí	sí	sí	no
Observaciones	48	48	48	48	48	48	48
R ²	0,14	0,19	0,16	0,09	0,26	0,52	0,20

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Los errores estándar robustos se indican entre paréntesis; uno, dos y tres asteriscos denotan significación al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente.

²Exportaciones más importaciones divididas por el PIB.

³Activos más pasivos externos divididos por el PIB.

los países (como los déficits fiscales o en cuenta corriente) no parecen influir en la transmisión de tensiones (es decir, no están asociadas en forma significativa a los β_i). No obstante, dichas vulnerabilidades podrían tener efectos directos en las

tensiones financieras, y como estas variables no están disponibles con una frecuencia mensual, se lleva a cabo un análisis empírico adicional para analizar cómo influyen en los episodios de tensión financiera.

Cuadro 4.3. Tensiones en las economías emergentes: Efectos específicos de los países¹*(Panel anual, 1997–2008)*

	Índice de tensiones financieras en las economías emergentes					
	(1)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Tensiones financieras (economías avanzadas)	0,49*** (0,07)	0,52*** (0,07)	0,53*** (0,06)	0,56*** (0,08)	0,58*** (0,06)	0,62*** (0,06)
Apertura financiera ($t-1$) ²		0,02** (0,01)	0,03*** (0,01)	0,02* (0,01)	0,02*** (0,01)	0,02** (0,01)
Apertura comercial ($t-1$) ³		-0,11*** (0,03)	-0,10** (0,03)	-0,10*** (0,03)	-0,08** (0,03)	-0,07* (0,04)
Cuenta corriente ($t-1$) ⁴			-0,14*** (0,04)			-0,13*** (0,04)
Balance fiscal ($t-1$) ⁴				-0,11 (0,10)		-0,18* (0,09)
Reservas en moneda extranjera ($t-1$) ⁵					-0,12* (0,06)	-0,09 (0,06)
R^2	0,55	0,60	0,62	0,60	0,62	0,63
R^2 (entre)	0,26	0,18	0,18	0,19	0,18	0,20
R^2 (dentro)	0,39	0,47	0,49	0,47	0,50	0,52
Observaciones	210	210	210	210	210	210
Países	18	18	18	18	18	18

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Los errores estándar robustos se indican entre paréntesis; uno, dos y tres asteriscos denotan significación estadística al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente. Todas las regresiones incluyen efectos fijos por país y tienen en cuenta los factores globales. Las variables de control mundiales comprenden: la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) a tres meses continuos, el crecimiento del producto real mundial y la variación de los términos de intercambio de las materias primas.

²Activos más pasivos externos divididos por el PIB.

³Exportaciones más importaciones divididas por el PIB.

⁴Porcentaje del PIB.

¿Son importantes las vulnerabilidades específicas de los países?

Para examinar esta hipótesis, se estima la ecuación (1) utilizando datos anuales a fin de incluir un conjunto más amplio de variables específicas de los países⁴⁰. Además de los indicadores de vulnerabilidad, se incluyen los indicadores correspondientes a la apertura de la cuenta de capital y del comercio a fin de determinar si inciden en el aumento de la volatilidad. Los resultados de la estimación se presentan en

⁴⁰La agregación anual de los datos sobre las tensiones mensuales se lleva a cabo en dos etapas. En primer lugar, se calculan los niveles promedio de las tensiones trimestrales. A continuación, se selecciona el *trimestre con el nivel de tensión más alto* para el índice anual. Al utilizar otra especificación basada en promedios de 12 meses se obtienen resultados similares en términos de significación, pero esto implica niveles de transmisión más bajos (betas). El proceso de promediación parece ocultar información relevante sobre los datos.

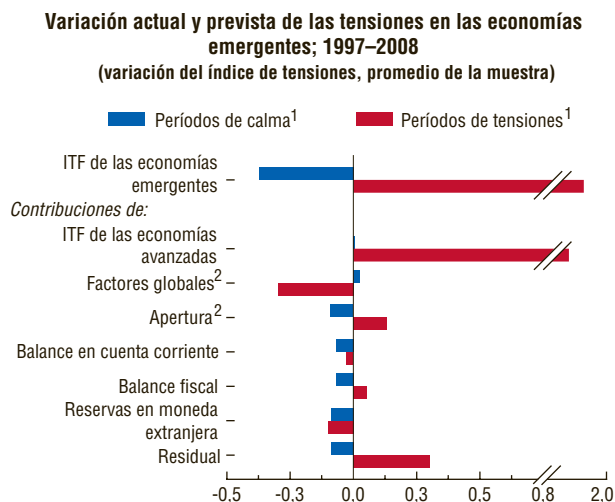
el cuadro 4.3. En general, las estimaciones sobre el coeficiente de comovimiento de las tensiones promedio, β , se aproximan a los niveles observados en el modelo mensual. Asimismo, en consonancia con este modelo, la magnitud del comovimiento de las tensiones entre las economías avanzadas y las emergentes no se ve afectada por las variables específicas de los países (interacciones con el ITFEA)⁴¹.

El modelo anual muestra los importantes efectos *directos* que tienen las características específicas de los países sobre las tensiones en las economías emergentes. Entre estas variables, las dos correspondientes a la apertura tienen efectos opuestos en las tensiones financieras. Una mayor apertura de facto de la cuenta de capital —calculada como

⁴¹La especificación dinámica del modelo basada en un método dinámico generalizado de estimador de momentos generó resultados muy similares. Véase un análisis de los resultados del modelo de panel en el apéndice 4.2.

Gráfico 4.13. Explicación de las tensiones financieras en las economías emergentes

Las contribuciones combinadas de las mejoras de los balances fiscales y en cuenta corriente, y el aumento de las reservas explican una parte importante de la disminución de las tensiones financieras durante los períodos de calma en las economías avanzadas. En cambio, durante los períodos de tensiones fuertes en las economías avanzadas estos esfuerzos no pueden contrarrestar la transmisión de tensiones.



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; FMI, *Balance of Payments Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI

Nota: ITF = Índice de tensiones financieras.

¹Los años de tensiones corresponden a 1998, 2000, 2002 y 2008; los períodos de calma, al resto. Véase el cuadro 4.1.

²Se toma como base la última columna del cuadro 4.3; los factores globales incluyen: la tasa interbancaria de oferta de Londres, el crecimiento del producto mundial y la variación de los términos de intercambio de las materias primas. La "apertura" combina los factores financieros y comerciales.

los activos más los pasivos externos divididos por el PIB— está asociada a mayores niveles de tensión. La apertura del comercio tiene el efecto opuesto y reduce el nivel de las tensiones financieras. Esta conclusión coincide en general con la idea de que uno de los costos de la apertura de la cuenta de capital es una mayor volatilidad. Este costo se reduce según el grado de integración económica internacional, calculada como la apertura del comercio (Imbs, 2006; Kose, Prasad y Terrones, 2005).

Por amplio margen, los principales factores específicos de riesgo asociados a las tensiones financieras en las economías emergentes son los cuantiosos déficits fiscales y en cuenta corriente. Los países con balances fiscales o en cuenta corriente más sólidos tienden a experimentar menos tensiones, con aproximadamente el mismo impacto marginal de las dos variables en las tensiones financieras (cuadro 4.3, columnas 4 y 5). Un aumento del déficit de un punto porcentual del PIB está asociado a un incremento promedio del índice de tensiones financieras de alrededor de 0,15 puntos porcentuales en el año subsiguiente. Comparativamente, en anteriores episodios de tensión, el índice de las economías emergentes aumentó entre 1 y 2 puntos porcentuales en un año y mucho más en el episodio más reciente.

Los altos niveles de reservas en moneda extranjera también moderan las tensiones experimentadas en las economías emergentes (columna 6), pero su efecto es más dudoso (*p*-valor del 12%) cuando se incluyen todas las variables de control en el modelo (columna 7)⁴². El efecto es poco significativo porque las reservas acumuladas moderan las tensiones en algunos segmentos (los diferenciales soberanos) pero no en otros (mercados bursátiles). En general, estos resultados son robustos con respecto a otras variables de control⁴³.

En el gráfico 4.13 se examina la magnitud relativa del efecto común y de las vulnerabili-

⁴²Los efectos de estas variables no difieren con respecto al último período y no afectan a la magnitud de la tasa de transmisión.

⁴³Se incluyeron otras variables, como el régimen cambiario, la gobernabilidad del país, las instituciones democráticas y los niveles de ingreso per cápita, pero no tuvieron un efecto significativo.

dades en las tensiones en las economías emergentes. Allí se muestran las contribuciones estimadas y se distingue entre los períodos de calma en las economías avanzadas y los períodos de tensiones financieras generalizadas (1998, 2000, 2002, 2008)⁴⁴. En los períodos de altos niveles de tensión, el principal factor que contribuye al aumento de las tensiones en las economías emergentes es el impulso de las tensiones financieras en las economías avanzadas. Los factores globales tienen un efecto mitigador —principalmente a través de las variaciones compensatorias de los precios de las materias primas—, pero su impacto es relativamente moderado. El efecto del mejoramiento de los balances fiscales y en cuenta corriente antes de los episodios de tensiones intensas en las economías avanzadas es relativamente poco significativo⁴⁵.

En cambio, durante los períodos de calma en las economías avanzadas, el mejoramiento de los balances fiscales y en cuenta corriente, y la acumulación de reservas reducen los niveles de tensión. En conjunto, estos dos factores explican una parte importante (alrededor del 60%) de la disminución de las tensiones promedio en las economías emergentes durante los períodos de calma. En resumen, los indicadores de las vulnerabilidades de los países son importantes, pero su impacto resulta poco significativo cuando las economías avanzadas experimentan tensiones.

Enseñanzas de las crisis bancarias anteriores en las economías avanzadas

La crisis actual se ha traducido en crisis bancarias sistémicas en muchas economías avanzadas. No obstante, como ya se señaló, el período

⁴⁴Las contribuciones estimadas de las variables explicativas a las tensiones financieras en las economías emergentes se calculan multiplicando las variaciones anuales de cada variable explicativa por el coeficiente estimado a partir del modelo econométrico, basado en la columna 7 del cuadro 4.3.

⁴⁵González-Hermosillo (2008) observa asimismo que, durante períodos de tensiones, los diferenciales de los bonos en las economías avanzadas y en desarrollo están impulsados por factores de riesgo en los mercados mundiales, mientras que los factores idiosincrásicos son más importantes en períodos de mayor calma.

de la muestra del análisis econométrico (1997–2008) proporciona una cobertura limitada de las crisis bancarias sistémicas en las economías avanzadas. Por consiguiente, para complementar el análisis econométrico, en esta sección se estudia el impacto de dos crisis bancarias muy conocidas ocurridas en las economías avanzadas.

Ante la creciente globalización bancaria (en términos de flujos transfronterizos y penetración de sucursales y filiales de bancos extranjeros), una crisis bancaria en las economías avanzadas puede tener considerables efectos del prestamista común y dar lugar a una marcada reducción de los flujos de capital. No obstante, pocas crisis en la década pasada han afectado a economías avanzadas que también son grandes prestamistas de las economías emergentes. Por ejemplo, la crisis bancaria en los países escandinavos de principios de los años noventa se considera sistémica, pero los bancos escandinavos no tenían una presencia destacada en las economías emergentes. En esta sección se presentan los estudios de casos de dos crisis en que los bancos en dificultades de las economías avanzadas participaron activamente en la concesión de crédito a las economías emergentes: la crisis de la deuda de América Latina de los años ochenta y la crisis bancaria de Japón de los años noventa.

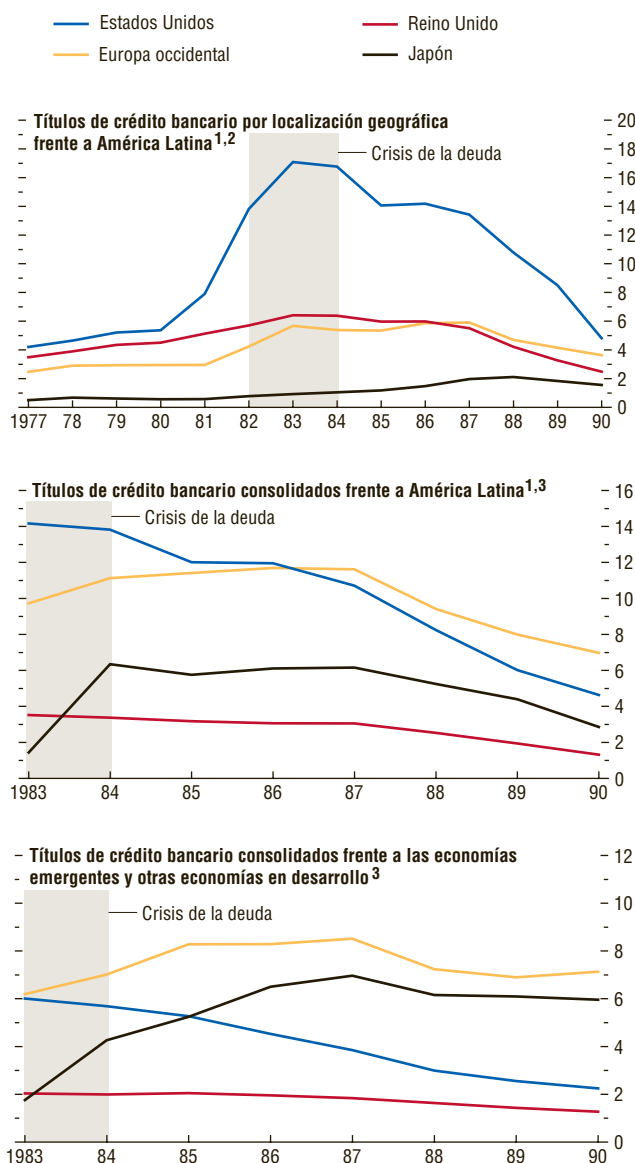
La crisis de la deuda en América Latina

Muchos analistas relacionan la crisis de la deuda en América Latina con fuertes tensiones bancarias en Estados Unidos. Es cierto que muchos de los principales bancos estadounidenses y europeos estaban muy expuestos al riesgo en América Latina a través de los préstamos sindicados a prestatarios soberanos. A finales de 1978, estos préstamos representaban más del doble del capital y de las reservas de los principales bancos estadounidenses. No obstante, el factor detonante de los incumplimientos en las economías emergentes no fue la retirada masiva de los bancos estadounidenses, sino más bien la combinación de un aumento brusco de las tasas de interés en Estados Unidos y el colapso de

Gráfico 4.14. Impacto de la crisis de la deuda de América Latina sobre los pasivos bancarios¹

(Porcentaje del PIB de la región de destino)

La crisis de la deuda de América Latina de principios de los años ochenta tuvo un gran impacto en los principales bancos estadounidenses, que se retiraron de la región afectada y de las economías emergentes a nivel más general.



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales (BPI) y cálculos del personal técnico del FMI.
¹Incluye Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela.
²Los títulos de crédito por localización geográfica declarados por el BPI comprenden los títulos de crédito externos de bancos residentes.
³Los títulos de crédito bancario consolidados declarados por el BPI incluyen los títulos de crédito de todas las sucursales y filiales en países extranjeros.

los precios del petróleo (Kaminsky, Reinhart y Végh, 2004)⁴⁶.

No obstante, dada su exposición al riesgo en América Latina, la crisis de la deuda golpeó fuertemente los grandes bancos estadounidenses y los llevó a reducir los préstamos otorgados a la región. Aun después de la reprogramación concertada de la deuda, los préstamos pendientes frente a esta región se redujeron en más del 20% entre 1983 y 1989. También disminuyeron los préstamos de otros bancos de las economías avanzadas (gráfico 4.14, paneles superiores e intermedios)⁴⁷. Como tal vez era de esperarse, en términos relativos, los bancos estadounidenses se retiraron de manera significativa de todas las economías emergentes durante la segunda mitad de los años ochenta (panel inferior).

Aunque la caída prolongada de los préstamos bancarios está vinculada a las tensiones en los bancos estadounidenses, no queda claro en qué medida este episodio es aplicable a la crisis actual. Concretamente, en la crisis de la deuda de América Latina el factor detonante fue el incumplimiento de los prestatarios de las economías emergentes, mientras que en la crisis actual son las pérdidas incurridas por los prestamistas

⁴⁶En los años setenta, los principales bancos estadounidenses se expandieron hacia América Latina en la búsqueda de rendimiento, ya que los cambios estructurales (como la expansión del mercado del papel comercial) redujeron sus márgenes sobre las operaciones internas. México fue el primer país en incumplir los pagos de su deuda, en agosto de 1982, y a lo largo de varios años otros 16 países de América Latina reprogramaron sus deudas frente a los bancos estadounidenses. La crisis de las asociaciones de ahorro y préstamo ocurrió casi al mismo tiempo, pero no estuvo directamente relacionada con la crisis de la deuda en América Latina.

⁴⁷Los datos bancarios consolidados (gráfico 4.14, panel superior), que incluyen los pasivos de las filiales extranjeras y los de las casas matrices (excluidos los préstamos internos), se remontan solamente a 1983 y muestran que durante los años ochenta los préstamos de Estados Unidos a las economías emergentes de América Latina se redujeron a la par de los préstamos bancarios a otros países. La serie más larga sobre los pasivos bancarios basada en los datos por distribución geográfica (que incluyen los préstamos internos pero excluyen los títulos de crédito de las filiales extranjeras) muestran una retirada más pronunciada de los bancos estadounidenses, justo después del estallido de la crisis de la deuda en América Latina.

de economías avanzadas, que han llevado a estos prestamistas a desapalancarse y retirar crédito de las economías emergentes. Además, en Estados Unidos se evitó una crisis bancaria sistémica en los años ochenta —a diferencia del momento actual— en parte gracias a la tolerancia regulatoria otorgada a los principales bancos.

La crisis bancaria de Japón

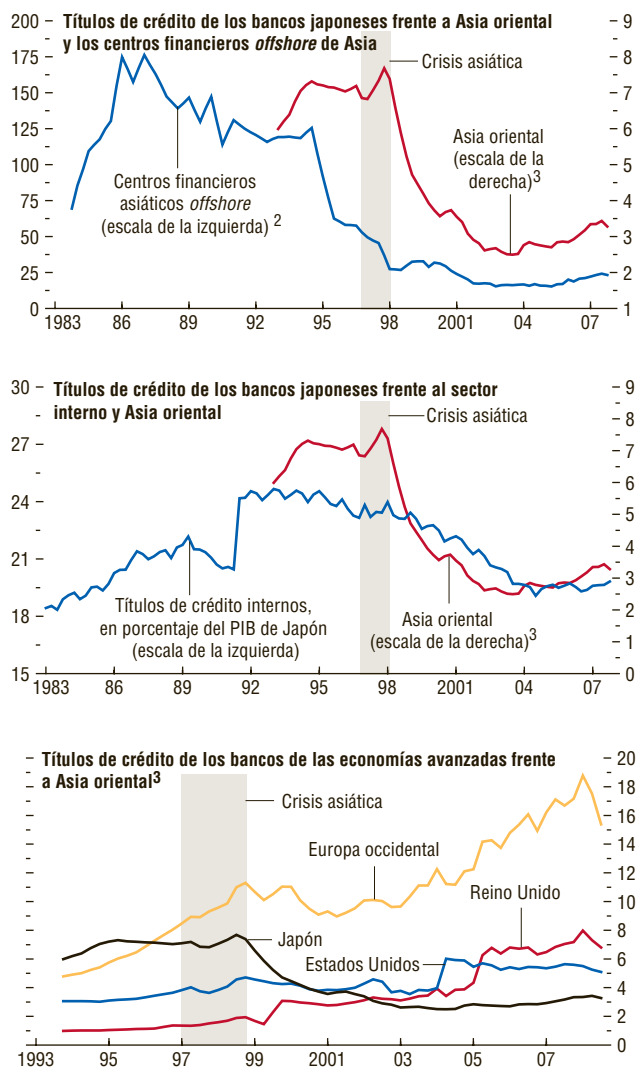
Japón sufrió sin duda una crisis bancaria sistémica en los años noventa, debido al colapso de los mercados de valores y de inmuebles comerciales, y al aumento de las tensiones corporativas. En ese momento, los bancos japoneses tenían una presencia muy notable en las economías emergentes, especialmente en Asia.

Los títulos de crédito bancarios frente a los centros bancarios *offshore* en Asia (la RAE de Hong Kong y Singapur) comenzaron a reducirse a principios de los años noventa, y la caída se aceleró a partir de 1994 (gráfico 4.15). No obstante, en el caso de Asia oriental, donde la exposición al riesgo de los bancos japoneses era particularmente importante en Tailandia e Indonesia, los títulos de crédito continuaron aumentando hasta 1997, cuando estalló la crisis asiática. Durante los dos años siguientes, a medida que el deterioro de la economía japonesa ejercía más presión sobre su sistema bancario, los bancos japoneses redujeron su exposición al riesgo en los países de Asia oriental, e incluso hoy los títulos de crédito se mantienen muy por debajo del nivel máximo de hace una década⁴⁸. Como consecuencia del debilitamiento del sector bancario japonés, los títulos de crédito nominales frente a Asia oriental se redujeron casi al mismo tiempo que los préstamos internos en Japón, aunque la caída de los primeros fue mayor en relación con los niveles máximos (los títulos de crédito frente a Asia oriental disminuyeron en alrededor de dos

Gráfico 4.15. Impacto de la crisis bancaria de Japón en el crédito bancario¹

(Porcentaje del PIB de la región de destino, salvo indicación en contrario)

A lo largo de los años noventa los bancos japoneses se retiraron de forma significativa de Asia oriental. No obstante, este repliegue tuvo lugar después de la crisis asiática y cuando los problemas financieros se agravaron tanto que Japón entró en una crisis bancaria sistémica.



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

¹ Los títulos de crédito bancario consolidados declarados por el BPI incluyen los títulos de crédito de todas las sucursales y filiales en países extranjeros.

² Los centros financieros asiáticos *offshore* comprenden la RAE de Hong Kong y Singapur.

³ Asia oriental incluye: Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwán y Tailandia.

⁴⁸ Aunque estos resultados se presentan en términos del PIB por país de destino, también se mantienen si se expresan en dólares y normalizados por el PIB de Japón.

terceras partes y los títulos de crédito internos en aproximadamente una cuarta parte)⁴⁹.

El grado de contracción es aún más sorprendente si los títulos de crédito de los bancos japoneses se comparan con los de los bancos de otras economías avanzadas. Esto muestra claramente que el repliegue de los bancos japoneses no formó parte de una retirada general de Asia oriental, dado que el resto de las regiones siguió manteniendo títulos de crédito por un monto mucho mayor a los niveles registrados durante la crisis asiática.

Al interpretar estas tendencias, los bancos japoneses se retiraron primero de los mercados mayoristas de bajos márgenes en Estados Unidos y en los centros bancarios *offshore* de Asia, cuando el costo del financiamiento aumentó drásticamente (la tasa LIBOR se disparó) y se vieron sujetos a presiones para mejorar sus coeficientes de capital. En ese momento, los bancos japoneses se trasladaron a los mercados de márgenes más altos en Asia, donde las relaciones de crédito eran más importantes y la presencia de empresas japonesas muy fuerte. No obstante, la crisis asiática, el debilitamiento de la economía nacional y la mayor presión para aumentar los coeficientes de capital provocó un cambio de estrategia⁵⁰. A continuación se produjo una caída masiva y prolongada de los préstamos a Asia oriental, lo cual solo comenzó a revertirse en parte tras la recuperación económica de Japón en 2002.

El prolongado impacto de la crisis bancaria de Japón subraya la importancia de los efectos del *prestamista común*, que se han intensificado aún más en los últimos años. Por ejemplo, en el caso de las economías emergentes de Europa, Aydın (2008) demuestra que las condiciones del mercado interbancario en Europa occidental han tenido un impacto en la concesión de préstamos bancarios en Europa central y oriental.

⁴⁹De hecho, Peek y Rosengren (1997 y 2000) muestran que los bancos japoneses transmitieron los shocks que golpearon sus propias bases de capital incluso al mercado inmobiliario estadounidense a través de sus sucursales en Estados Unidos.

⁵⁰Laeven y Valencia (2008) señalan que la crisis de Japón se convirtió en sistémica solo a partir de noviembre de 1997.

Análogamente, con respecto a los bancos estadounidenses, Cetorelli y Goldberg (2008) observan que las oficinas de dichos bancos en el exterior tienen menor acceso a los balances de sus casas matrices cuando las condiciones de liquidez son más restrictivas en Estados Unidos⁵¹. Evidentemente, la participación de bancos extranjeros en el sector bancario nacional puede aumentar la fragilidad financiera, pero también puede constituir una fuerza estabilizadora cuando las economías emergentes experimentan tensiones, siempre que las condiciones de los países de origen de las casas matrices de los bancos se mantengan estables (recuadro 4.1).

Implicaciones para la crisis actual

¿Qué hemos aprendido?

En el pasado, las crisis en las economías avanzadas se propagaron a las emergentes de una manera rápida e intensa. Conforme a este patrón, la intensificación sin precedentes de las tensiones financieras en las economías avanzadas en el tercer trimestre de 2008 tuvo un efecto muy importante en las emergentes. En el cuarto trimestre, las tensiones financieras aumentaron en todas las regiones de economías emergentes y, en promedio, superaron los niveles observados durante la crisis asiática.

Las vinculaciones financieras parecen conformar uno de los principales factores de transmisión: las economías emergentes con mayores niveles de pasivos externos frente a las economías avanzadas se han visto más afectadas por las tensiones financieras en estas últimas que las economías emergentes que tienen vinculaciones menos estrechas. En los últimos años, las vinculaciones en forma de préstamos bancarios han constituido uno de los canales de transmi-

⁵¹Por ejemplo, sus cálculos muestran que los préstamos internos de los bancos estadounidenses recibidos de sus oficinas en el extranjero se duplicaron con respecto al promedio antes de la crisis actual (es decir, antes del tercer trimestre de 2007) y financiaron más del 20% del crecimiento de los activos internos de los bancos estadounidenses durante el segundo semestre de 2007.

Recuadro 4.1. Impacto de la presencia de bancos extranjeros en las crisis nacionales

En los últimos años, la globalización del sector bancario se ha intensificado tanto en lo que respecta a los flujos transfronterizos como a la penetración de filiales de bancos extranjeros. De hecho, la llegada de bancos extranjeros es un fenómeno generalizado en todas las regiones, especialmente en las economías emergentes de Europa, donde actualmente más del 70% de los bancos son de propiedad extranjera. Esto podría tener un marcado efecto en los flujos de capital de las economías avanzadas hacia las emergentes.

El problema es que, en algunos casos, los bancos extranjeros han salido del país y han causado fragilidad financiera, como ocurrió durante la crisis de Argentina. En esa ocasión, Citibank vendió su filial (Bansud) y Credit Agricole optó por no llevar nuevos capitales al país, permitiendo que el gobierno comprara sus filiales Bersa, Bisel y Suquía. Del mismo modo, las presiones en los sistemas financieros de las casas matrices pueden reducir los efectos estabilizadores de la participación de bancos extranjeros, como lo demuestra el ejemplo reciente del banco OTP de Hungría y sus filiales en Ucrania.

No obstante, también se ha observado que la entrada de bancos extranjeros puede contribuir a estabilizar el sistema financiero de una economía emergente durante una crisis nacional. Por ejemplo, Demirgüç-Kunt, Levine y Min (1998) utilizan regresiones entre países para demostrar que la entrada de bancos extranjeros reduce

El autor principal de este recuadro es Ravi Balakrishnan.

la probabilidad de una crisis en los mercados emergentes. Sin embargo, en las estimaciones no parecen tenerse totalmente en cuenta los efectos de la endogeneidad, en particular, que la pura expectativa de una crisis —no necesariamente la crisis misma— puede influir en la decisión de no penetrar un mercado. Detragiache y Gupta (2004) demuestran que durante la crisis de Asia las utilidades y la calidad de los préstamos de los bancos extranjeros no asiáticos en Malasia fueron mejores que las de bancos nacionales o las de bancos extranjeros cuyas operaciones tenían lugar principalmente en Asia.

¿Cómo se explica el hecho de que los bancos extranjeros puedan obtener mejores resultados en períodos de tensiones generalizadas en las economías emergentes? En primer lugar, es posible que sean más rentables y eficientes —y estén mejor capitalizados—, lo cual les permite afrontar mejor un shock importante. En segundo lugar, para las filiales de los grandes conglomerados mundiales puede ser más fácil obtener capital o fondos líquidos en los mercados financieros internacionales, dadas sus ventajas en materia de información y su reputación. En tercer lugar, incluso si el financiamiento externo se agota debido a un aumento de la aversión al riesgo, las filiales de los bancos extranjeros aun pueden tener acceso al respaldo financiero de su casa matriz, sobre todo si esta si esta última está bien diversificada y solo se ve afectada marginalmente por las dificultades en el país anfitrión.

sión más importantes, y los bancos de Europa occidental, la principal fuente de tensiones.

En períodos anteriores, las economías emergentes han podido protegerse en cierta medida ante las tensiones financieras reduciendo los déficits fiscales y en cuenta corriente durante los períodos de calma en las economías avanzadas. No obstante, durante períodos de tensiones financieras a gran escala en las economías avanzadas, estas condiciones no han evitado la transmisión de tensiones. Sin embargo, los

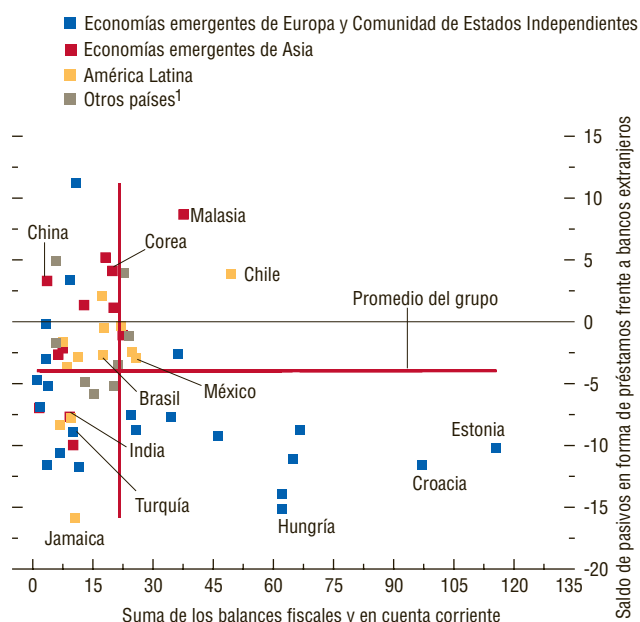
menores déficits pueden limitar las implicaciones reales de las tensiones financieras (por ejemplo, utilizando las reservas para amortiguar los efectos de una caída de la afluencia de capitales) y la duración de la crisis⁵², vinculaciones que no se han estudiado en este capítulo. Además, una reducción de los déficits fiscales y en cuenta corriente también es importante cuando ceden

⁵²En Mecagni *et al.* (2007) se observa que una mejora de las condiciones en el período anterior a la crisis puede reducir la duración de las crisis de la cuenta de capital.

Gráfico 4.16. Exposición a pasivos en forma de préstamos bancarios y déficits gemelos en las economías emergentes; 2002–06

(Porcentaje del PIB)

Actualmente, las economías emergentes de Europa parecen ser las más vulnerables a las tensiones, ya que estos países tienen un alto nivel de pasivos bancarios, y registran cuantiosos déficits fiscales y en cuenta corriente, que limitan su capacidad para amortiguar los efectos de las tensiones financieras en la economía real.



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales (BPI); FMI, *Balance of Payments Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Incluye Oriente Medio y África.

las tensiones financieras en las economías avanzadas, porque ayuda a restablecer la estabilidad financiera y las entradas de capitales extranjeros.

¿Cuáles son las implicaciones para la crisis actual?

La actual crisis en las economías avanzadas es única por su profundidad, alcance e impacto en todos los segmentos de los sistemas financieros de las economías avanzadas. En comparación con los episodios de tensiones de la década anterior, las tensiones bancarias constituyen una característica destacada y se han propagado de Estados Unidos a Europa occidental, y de esta región a otros centros financieros y economías emergentes. Aunque la crisis aún no ha agotado su curso, pueden extraerse algunas conclusiones:

- Las economías que tienen una considerable exposición al riesgo en forma de préstamos bancarios probablemente serán más propensas a experimentar tensiones. Además, es posible que el grado de los déficits fiscales y en cuenta corriente determine la velocidad con la cual estas economías podrán restablecer la estabilidad financiera, cuando cedan las tensiones en las economías avanzadas. En el gráfico 4.16 se muestra la posición en la que se encuentran las economías emergentes respecto de estas dos dimensiones. En la zona inferior derecha se pueden observar los países con altos niveles de exposición al riesgo en forma de préstamos bancarios y elevados déficits gemelos (las economías emergentes de Europa son prominentes).
- Los flujos bancarios hacia las economías emergentes podrían verse gravemente afectados, como lo demuestra la experiencia de las economías de Asia meridional durante la crisis bancaria japonesa en los años noventa. Desde entonces, la globalización bancaria ha seguido avanzando, y los riesgos relacionados con el efecto del prestamista común se han intensificado. Por lo tanto, las crisis bancarias sistémicas en las economías avanzadas y su prolongada resolución probablemente presagien una caída de los flujos bancarios hacia las economías

emergentes durante largo tiempo, especialmente en las economías emergentes de Europa.

¿Qué políticas pueden ayudar?

Dado que ya es demasiado tarde para prevenir la propagación de esta crisis, las políticas deben centrarse ahora en limitar el riesgo de intensificación de las tensiones financieras a través de los efectos de segunda ronda. El rápido despalancamiento de las instituciones financieras en las economías avanzadas y el acelerado deterioro de las perspectivas de la economía mundial han impuesto fuertes restricciones de liquidez en las economías emergentes. Ante estos shocks algunas de estas economías se han beneficiado de su sólido desempeño económico de los últimos años y de las medidas de política económica de gran alcance aplicadas para amortiguar los shocks. No obstante, muchas economías han sufrido graves tensiones, como se señala en los capítulos 1 y 2.

A medida que se intensifique la crisis en las economías avanzadas, y los flujos comerciales y de capital se contraigan aún más, los tipos de cambio y los sistemas financieros de las economías emergentes podrían estar sujetos a presiones más fuertes. A su vez, el colapso económico y financiero que afecta a todos los sectores en las economías emergentes tendrá un significativo impacto negativo en las carteras de las economías avanzadas. Esto podría exacerbar el despalancamiento financiero en los mercados desarrollados (especialmente en las economías con una gran exposición al riesgo, como las de Austria o Bélgica) y generar nuevas transmisiones de tensiones, salidas de capital y debilitamiento económico.

Ante la propagación de los efectos de desbordamiento de un país a otro, se requiere una respuesta coordinada en un amplio abanico de políticas, como se analiza con más detalle en el capítulo 1. Las economías avanzadas no deberían perder de vista el círculo vicioso de interacciones negativas que generarán los efectos de segunda ronda causados por el descenso de la afluencia de capitales hacia las economías emergentes. Mediante la estabilización de los sistemas financieros internos, las economías avanzadas pueden ayudar a reducir

las tensiones en las emergentes. El apoyo a los bancos de las economías avanzadas —especialmente los que tienen una presencia importante en las emergentes— ayudará, siempre que no incluya condiciones que frenen la concesión de préstamos externos. A nivel más general, la coordinación y colaboración entre los supervisores financieros del país de origen y el anfitrión será esencial para evitar efectos de desbordamiento entre los países debido a la aplicación de políticas a nivel nacional.

Además, a medida que avance la crisis financiera, deberá reforzarse el apoyo oficial para facilitar el acceso de las economías emergentes al financiamiento externo a fin de limitar el círculo vicioso de interacciones negativas causado por los efectos de segunda ronda. Entre los ejemplos se incluyen las líneas *swap* abiertas entre varias economías emergentes y el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo, la ampliación de la iniciativa Chiang Mai, y el aumento de los recursos disponibles del FMI y otras instituciones multilaterales.

En consonancia con estos esfuerzos, las economías emergentes deben proteger sus sistemas financieros y aplicar políticas macroeconómicas prudentes que proporcionen, en la medida de lo posible, un respaldo anticíclico, pero también deben mantener la confianza en la sostenibilidad de sus políticas. Para muchas economías emergentes de Europa afectadas por la crisis, la pertenencia a la Unión Europea y la función de ancla que desempeñará la prevista adopción del euro han proporcionado cierta estabilidad. No obstante, como se señala en el capítulo 2, estas políticas deben complementarse mediante planes de asistencia mutua para facilitar una respuesta rápida y focalizada ante las nuevas crisis que puedan surgir.

A nivel más general, una mayor integración financiera es parte esencial de una economía mundial próspera. Sin embargo, a medida que aumenten las vinculaciones internacionales, también se incrementará la posibilidad de transmisión de las tensiones financieras. Por lo tanto, a los países bien gobernados que están abriendo sus economías al resto del mundo conviene ofrecerles un sistema de garantía multilateral para hacer frente a crisis externas (véase FMI, 2009).

Apéndice 4.1. Un índice de tensiones financieras para las economías emergentes

El autor principal de este apéndice es Selim Elekdag.

En este apéndice se describen los componentes y la metodología utilizada para crear un índice de tensiones financieras para las economías emergentes (ITFEE). Dicho índice está conformado por cuatro indicadores de precios basados en el mercado y por un índice de presiones del mercado cambiario (IPMC). Todos los componentes se corrigen por la media, se ajustan de acuerdo con el valor inverso de su desviación estándar y, seguidamente, se suman para obtener el índice. La ventaja de esta combinación con promedios ponderados suponiendo varianzas iguales es que las fluctuaciones importantes de un componente no dominan el índice global. Además, este elemento aditivo facilita una descomposición sencilla en contribuciones por subíndice. Las fechas de los niveles máximos y mínimos del índice son robustas cuando se emplean otros sistemas de ponderación, incluidos, por ejemplo, los basados en el análisis de componentes principales.

Los cinco componentes del ITFEE son el IPMC, los diferenciales soberanos, la “beta del sector bancario” (que se indica con la letra β), los rendimientos de las acciones y la volatilidad del rendimiento de las acciones variable a lo largo del tiempo. Estos cinco componentes pueden combinarse de la siguiente forma:

$$ITFEE = IPMC + \text{diferenciales soberanos} + \beta + \text{rendimientos de las acciones} + \text{volatilidad de las acciones.}$$

Más adelante se realiza una descripción más detallada de estos cinco componentes.

El IPMC (que se denota $EMPI$) del país i en el mes t se calcula de la siguiente forma:

$$EMPI_{i,t} = \frac{(\Delta e_{i,t} - \mu_{\Delta e})}{\sigma_{\Delta e}} - \frac{(\Delta RES_{i,t} - \mu_{\Delta RES})}{\sigma_{\Delta RES}},$$

donde Δe y ΔRES indican las variaciones porcentuales de un mes a otro del tipo de cambio y las

reservas totales menos el oro, respectivamente. El tipo de cambio está relacionado con un país ancla, como se señala en Levy-Yeyati y Sturzenegger (2005). Los símbolos μ y σ indican, respectivamente, la media y la desviación estándar de las series pertinentes; en otras palabras, todos los componentes del IPMC están normalizados. Un refinamiento más detallado permite incluir en el índice casos de hiperinflación, que se define como un nivel de inflación anual superior al 150%. En estos casos, la media y las desviaciones estándar se calcularon para episodios con hiperinflación preponderante y sin ella.

Los diferenciales soberanos se calcularon empleando los diferenciales EMBI de JPMorgan y se definen como el rendimiento de los bonos menos el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años. En los casos en que los datos del EMBI no estaban disponibles se utilizaron diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor a cinco años.

La beta del sector bancario es la beta del modelo estándar de determinación del precio de los activos de capital (CAPM, por sus siglas en inglés), que se indica con β , y se define de la siguiente forma:

$$\beta_t = \frac{COV(r_t^M, r_t^B)}{\sigma_M^2},$$

donde r representa la rentabilidad interanual del sector bancario o del mercado, calculada para un período móvil de 12 meses. En concordancia con el modelo CAPM, una beta mayor que 1 —lo que indica que las acciones bancarias varían más que proporcionalmente con respecto al conjunto del mercado— señala que el riesgo del sector bancario es relativamente alto y, por lo tanto, supone una mayor probabilidad de crisis bancaria. Para refinar aún más este indicador, solo se registró un valor cuando los rendimientos del sector bancario eran más bajos que los del conjunto del mercado, a fin de determinar mejor las tensiones financieras relacionadas con el sector bancario.

Los rendimientos de las acciones son la variación de un mes a otro del índice bursátil multiplicado por -1 , de modo que un descenso de las cotizaciones

de las acciones corresponde a un incremento de las tensiones relacionadas con el mercado de valores.

El último componente es la volatilidad variable a lo largo del tiempo del rendimiento de las acciones derivada de una especificación GARCH(1,1), utilizando rendimientos reales de un mes a otro estructurados como un proceso autorregresivo con 12 desfases. Un incremento de la volatilidad refleja una mayor incertidumbre y, por consiguiente, un incremento de las tensiones financieras.

Se elaboró un ITFEE para 26 países que abarca el período comprendido entre enero de 1997 y diciembre de 2008; estos países son: Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Egipto, Eslovenia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, Marruecos, México, Pakistán, Perú, Polonia, la República Checa, la República Eslovaca, Rusia, Sri Lanka, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Sin embargo, dado que para algunos la serie es demasiado corta, en el análisis econométrico solo se utilizan 18 países (mencionados en el texto).

Además de registrar los episodios más importantes de tensión financiera en las economías emergentes, el ITFEE da resultados positivos cuando se contrasta con estudios académicos anteriores. Específicamente, los subcomponentes del ITFEE señalan correctamente el tipo de crisis que se supone que debían identificar⁵³. Por ejemplo, el componente del IPMC (que está disponible para todos los años a partir de 1980 y para muchos más países) capta más del 80% de las crisis monetarias que se refieren en la bibliografía. El período abarcado en el ITFEE se inicia a fines de 1996 y, a tono con las expectativas, el componente de diferencias soberanos del índice permite identificar correctamente todas las crisis asociadas con la deuda

⁵³De acuerdo con la bibliografía sobre el tema, un episodio de tensión financiera se define como un período en el que el índice de un país se encuentra 1,5 desviaciones estándar por encima de su valor medio. Los principales documentos examinados comprenden: Chamon, Manasse y Prati (2007); Calvo, Izquierdo y Mejía (2008); Rothenberg y Warnock (2006); Kaminsky y Reinhart (1999); Edison (2003); Reinhart y Reinhart (2008); Eichengreen y Bordo (2002); Demirgüç-Kunt, Detragiache y Gupta (2006); Laeven y Valencia (2008); Honohan y Laeven (2005), y Reinhart y Rogoff (2008, 2009).

(Argentina, 2002, 2005; Corea, 1998; México, 1995; Rusia, 1998). Por último, el componente relacionado con el mercado de valores (basado en la beta del sector bancario, los rendimientos de las acciones y la volatilidad) permite identificar ocho de las nueve crisis posteriores a 1996 relacionadas con el sector bancario que han sido descritas en los estudios examinados.

Apéndice 4.2. Las tensiones financieras en las economías emergentes: Análisis econométrico

Los autores principales de este apéndice son Stephan Danninger e Irina Tytell.

Los resultados econométricos que se examinan en este capítulo se basan en tres estudios complementarios:

- Estimación de un componente común variable a lo largo del tiempo en el índice de tensiones financieras para las economías emergentes (ITFEE) y su relación con el índice de tensiones financieras para las economías avanzadas (ITFEA) y con otros factores globales.
- Análisis del comovimiento de las tensiones financieras entre las economías emergentes y las avanzadas con un conjunto de datos de panel basado en datos mensuales.
- Análisis de los factores determinantes de las tensiones financieras en las economías emergentes con un conjunto de datos de panel basado en datos anuales.

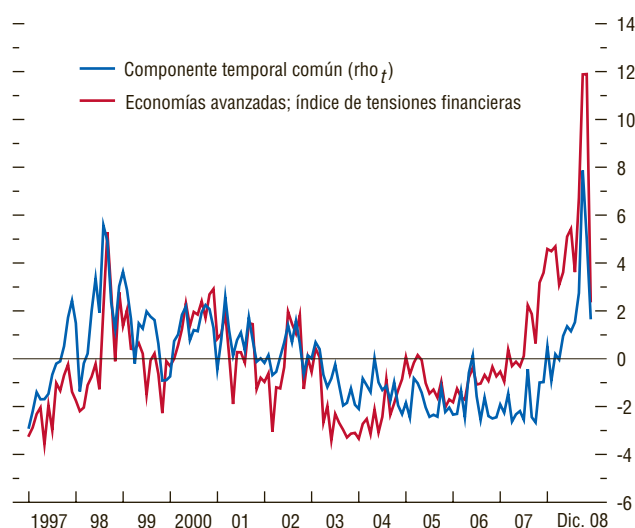
Análisis del componente común variable a lo largo del tiempo en el ITFEE

En el primer ejercicio se examina de manera más rigurosa el nivel de comovimiento de las tensiones financieras en las economías emergentes (que se denota *EMFSI*) que se presenta en el gráfico 4.5. En primer lugar, se efectúa una regresión del panel mensual a partir de los efectos en el país y los efectos fijos de tiempo, en que $Month_t$ denota una variable ficticia para el mes t en el conjunto de datos.

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \sum_t \rho^t Month_t + \varepsilon_{it}$$

Gráfico 4.17. Tensiones en las economías emergentes: Componente temporal común y tensiones en las economías avanzadas

(Nivel del índice)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

El coeficiente con datos de series cronológicas resultante $\{\rho^t\}$ permite calcular el componente común variable a lo largo del tiempo de las tensiones en la economía emergente. Este componente, que tiene un considerable poder explicativo, explica el 50% de la variación global del ITFEE.

Una comparación visual de las series cronológicas $\{\rho^t\}$ y del índice de tensiones agregado para las economías avanzadas (que se denota $AEFSI$) indica un alto grado de comovimiento (gráfico 4.17). En segundo lugar, esta relación se examina con más detalle mediante la siguiente ecuación:

$$\rho^t = \alpha + \beta AEFSI_t + \sum_g \gamma^g GF_t^g + \varepsilon_t.$$

En esta ecuación se establece una relación entre el componente temporal común, ρ^t , y el índice de tensiones en las economías avanzadas y los factores globales (GF). Estos últimos incluyen las variaciones interanuales de la producción industrial mundial y de los precios agregados de las materias primas, y la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) a tres meses. En el cuadro 4.4 se resumen los resultados. La principal variable explicativa del componente común variable a lo largo del tiempo, ρ^t , es la tensión en las economías avanzadas (que explica el 42% de la variación de ρ^t). Los factores globales, aunque también importan, tienen menor poder explicativo. En resumen, el modelo es estadísticamente adecuado, con un R^2 total de 0,57, lo cual parece indicar que las tensiones en las economías avanzadas resultan primordiales para pronosticar las que ocurren en las economías emergentes.

Análisis del comovimiento de las tensiones financieras

El segundo ejercicio se basa en el enfoque de dos etapas planteado por Forbes y Chinn (2004). En la primera etapa, el índice de tensiones financieras para cada una de las economías emergentes i ($EMFSI$) se calcula como función del índice de tensiones financieras para las economías avanzadas ($AEFSI$), varios factores globales (GF) y una constante específica del país:

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \sum_c \beta_i^c AEFSI_t^c + \sum_g \gamma_i^g GF_t^g + \varepsilon_{it}.$$

Los factores globales incluyen las mismas variables descritas anteriormente. Según la especificación, el ITFEA es: 1) un agregado de las 17 principales economías avanzadas o 2) tres agregados independientes, a saber: Estados Unidos y Canadá, Europa occidental, y Japón y Australia, y en ambos casos se usan ponderaciones del PIB en términos de la paridad del poder adquisitivo. En esta ecuación el coeficiente de interés es β_i parámetros de comovimiento de las tensiones financieras entre las economías avanzadas y las emergentes.

Puesto que los parámetros de comovimiento varían a lo largo del tiempo, sobre todo entre períodos de tensión y de tranquilidad financiera, se permite que β_i varíe de un período a otro. La muestra comprende dos episodios de tensión financiera en las economías avanzadas que se identifican como períodos en los cuales existía casi siempre un alto grado de tensión en al menos algunas de esas economías. El primer episodio abarca el período de julio de 1998 a junio de 2003 e incluye el colapso de Long Term Capital Management, el derrumbe de las empresas de tecnología y los colapsos de WorldCom, Enron y Arthur Andersen. El segundo episodio se inicia en julio de 2007 e incluye la actual turbulencia financiera⁵⁴. Para permitir que β_i varíe entre estos dos episodios, la ecuación se modifica de la siguiente forma:

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \sum_c (\beta_i^c AEF_{it}^c + \beta_{1i}^c D_1 AEF_{it}^c + \beta_{2i}^c D_2 AEF_{it}^c) + \sum_g \gamma_i^g GF_{it}^g + \varepsilon_{it}$$

En este caso, D_1 y D_2 denotan variables ficticias para los dos episodios de tensión. En consecuencia, los parámetros de comovimiento

⁵⁴La crisis de Asia de 1997–98 también está incluida en la muestra. No obstante, puesto que no estuvo asociada con tensiones financieras en las economías avanzadas, los parámetros de comovimiento específicos de este caso no revisten interés particular para el análisis. En cambio, para tener en cuenta la posibilidad de un mayor nivel de tensión financiera en las economías emergentes durante este período, se incluyó en el modelo una variable ficticia para el período comprendido entre enero de 1997 y junio de 1998.

Cuadro 4.4. Tensiones en las economías emergentes: Factores determinantes de la tendencia temporal común¹

Tensiones financieras (economías avanzadas)	0,49*** (0,04)	0,47*** (0,05)
Crecimiento de la producción industrial (economías avanzadas)		-0,05 (0,08)
Crecimiento del precio de las materias primas		-0,03*** (0,01)
LIBOR (tres meses)		0,06 (0,08)
Constante	-0,11 (0,11)	0,18 (0,28)
Observaciones	156	131
R^2	0,45	0,57

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Los errores estándar robustos se indican entre paréntesis; uno, dos y tres asteriscos denotan significación al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente. Las tendencias temporales comunes se obtienen a partir de coeficientes fijos de tiempo de un modelo de datos mensuales de panel de las tensiones en las economías emergentes en 1997–2008.

para estos episodios pueden calcularse como $\beta_i^c + \beta_{1i}^c$ y $\beta_i^c + \beta_{2i}^c$, respectivamente.

La transmisión de tensiones financieras puede no ser instantánea y, por lo tanto, en la ecuación, además de valores corrientes, se incluyen desfases de todas las variables. De conformidad con los criterios estándar sobre la duración de los desfases, se usan uno o dos desfases, lo cual indica una transmisión rápida. Tomando como base el criterio relativo a la información de Schwartz, la ecuación se amplía con un desfase, de la siguiente forma:

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \sum_c (\beta_i^c AEF_{it}^c + \beta_{1i}^c D_1 AEF_{it-1}^c + \beta_{2i}^c D_2 AEF_{it-1}^c) + \sum_g \sum_{l=0,1} \gamma_i^{gl} GF_{it-l}^g + \lambda_i EMFSI_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

El principal parámetro de interés es el efecto global de comovimiento sobre las tensiones en las economías emergentes después de un mes. El cálculo de ese parámetro debe explicar la estructura de desfases en la ecuación. En particular, la transmisión global de las tensiones en las economías avanzadas es la suma de un efecto *directo* (simultáneo y diferido) y un efecto *indirecto* por

vía de las tensiones desfasadas en las economías emergentes (a través de λ_i). Para el período total de la muestra, este efecto combinado de transmisión tras un desfase puede calcularse como $\beta_i^c = \beta_i^{a0} + \beta_i^{d1} + \beta_i^{a0}\lambda_i$. Esto es $\beta_{1i}^c = (\beta_i^{a0} + \beta_{1i}^{a0}) + (\beta_i^{d1} + \beta_{1i}^{d1}) + (\beta_i^{a0} + \beta_{1i}^{a0})\lambda_i$ para el primer episodio de tensión y $\beta_{1i}^c = (\beta_i^{a0} + \beta_{2i}^{a0}) + (\beta_i^{d1} + \beta_{2i}^{d1}) + (\beta_i^{a0} + \beta_{1i}^{a0})\lambda_i$ para el segundo.

Esta especificación dinámica se estima por separado para cada uno de los 18 países para los que está disponible el ITFEE entre enero de 1997 y noviembre de 2008, empleando datos mensuales. Los países incluidos son Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Egipto, Filipinas, Hungría, Malasia, Marruecos, México, Pakistán, Perú, Polonia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Para algunos países, la serie del ITFEE es más corta y abarca: China (hasta abril de 2008), Colombia (desde marzo de 1997), Perú (desde abril de 1997), Tailandia (desde junio de 1997), Corea y Filipinas (desde diciembre de 1997), Hungría (desde enero de 1999), Chile (desde mayo de 1999), Pakistán (desde julio de 2001) y Egipto (desde agosto de 2001)⁵⁵. La ecuación permite acomodar adecuadamente los datos para todos los países, y R^2 oscila entre 0,5 y 0,8. En el gráfico 4.11 se resaltan los parámetros de comovimiento estimados.

En la segunda etapa, los parámetros de comovimiento se calculan como función de las vinculaciones comerciales (TL) y financieras (FL) entre las economías emergentes y las regiones avanzadas, los otros factores pertinentes (X) y los efectos fijos específicos de un país:

$$\beta_i^c = \alpha_i + \sum_k \alpha_k FL_{ik}^c + \sum_l \alpha_l TL_{il}^c + \sum_m \alpha_m X_{im}^c + \varepsilon_{ic}.$$

Las estimaciones se efectúan en base a un conjunto bidimensional de datos de 16 economías emergentes y 3 regiones avanzadas (Estados Unidos y Canadá, Europa occidental y Japón y Australia)⁵⁶.

⁵⁵No fue posible estimar parámetros de comovimiento en los casos de Pakistán y Egipto durante el primer episodio de tensión financiera.

⁵⁶Puesto que no fue posible estimar los parámetros de comovimiento correspondientes a Pakistán y Egipto durante el primer episodio de tensiones financieras, estos dos países no se incluyen en las estimaciones de la segunda etapa.

Las vinculaciones financieras incluyen los préstamos bancarios, la inversión de cartera y la inversión directa. Se calculan como los pasivos totales de cada una de las economías emergentes frente a cada región avanzada (y los activos totales en estas regiones en el caso de las tenencias de cartera) en relación con el PIB. Las fuentes de datos son las estadísticas bancarias consolidadas del Banco de Pagos Internacionales, la Encuesta Coordinada sobre Inversión de Cartera del FMI y las estadísticas de inversión directa internacional de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. Las definiciones de regiones avanzadas varían para cada una de las tres vinculaciones, debido a las diferencias en los datos disponibles para el período de interés. Las economías avanzadas consideradas en este capítulo abarcan: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Italia, Japón, Noruega, los Países Bajos, el Reino Unido, Suecia y Suiza. En las vinculaciones bancarias no se incluyen Australia, Dinamarca ni Noruega. En las vinculaciones de cartera no se consideran Finlandia, Alemania ni Suiza antes de 2001 (estos países no participaron en la encuesta de 1997, aunque declararon datos para las encuestas anuales que comenzaron en 2001). En las vinculaciones de inversión directa no se incluyen Bélgica, España ni Suecia^{57,58}.

⁵⁷Además, la composición de las regiones avanzadas varía ligeramente debido a las diferencias en la declaración de datos por parte de determinados países. También cabe señalar que los valores que faltan en las vinculaciones estimadas se interpolan (en particular, en el caso de las vinculaciones de cartera entre la encuesta de 1997 y la de 2001). Puede obtenerse más información sobre estos conjuntos de datos en www.bis.org/statistics/consstats.htm; www.imf.org/external/np/sta/pi/datarls.htm, y www.oecd.org/document/19/0,3343,en_2649_33763_37296339_1_1_1_1,00.html.

⁵⁸Los datos sobre inversión de cartera se ajustaron a fin de que abarcasen el sesgo de centro extraterritorial, utilizando un método de ajuste basado en la distribución de cartera de los países de origen (véase Lane y Milesi-Ferretti, 2008). Este ajuste está basado en el supuesto de que los fondos invertidos por un país de origen en un centro extraterritorial son invertidos por ese centro extraterritorial de la misma forma que los fondos invertidos directamente por el país de origen en el extranjero.

Las vinculaciones comerciales se estiman como las exportaciones totales hacia cada una de las regiones avanzadas (según datos facilitados por las economías avanzadas) en relación con el PIB de la economía emergente. Los datos para estimar estas vinculaciones provienen de la publicación *Direction of Trade Statistics* del FMI. Entre otros factores relevantes (X) se incluyen la apertura del comercio y del sector financiero, que se calculan, respectivamente, como las exportaciones más las importaciones divididas por el PIB y los activos externos más los pasivos externos divididos por el PIB. Estos datos provienen de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI y la base de datos *External Wealth of Nations* (véase Lane y Milesi-Ferretti, 2006). Además, algunas especificaciones comprenden variables ficticias para Estados Unidos y Canadá, y para Europa occidental.

Para los dos episodios de tensión financiera en las economías avanzadas, se efectúan estimaciones por separado utilizando promedios de las variables de la derecha para los períodos relevantes. Los principales resultados se presentan en el cuadro 4.2.

Si bien las vinculaciones parecen desempeñar un papel importante en la transmisión de las crisis, un análisis más detallado demostró que las vulnerabilidades específicas de un país (como el déficit en cuenta corriente o el déficit fiscal) no constituyen un componente esencial del mecanismo de transmisión (es decir, no están asociados con β_s)⁵⁹.

Análisis de otros efectos específicos del país con datos anualizados

En el tercer ejercicio, el índice de tensiones financieras se agrega a los datos anuales y se

⁵⁹Una explicación es que las vinculaciones financieras importantes, como las originadas a través de préstamos bancarios, están asociadas con un incremento de las vulnerabilidades; por ejemplo, con un déficit crónico en cuenta corriente. En la práctica, existe una correlación positiva entre la magnitud de las vinculaciones financieras y los déficits en cuenta corriente. Por lo tanto, la observación de que las tensiones financieras se han propagado primero a las economías más vulnerables es congruente con la conclusión de que las vinculaciones impulsan la transmisión de tensiones.

incorpora a las variables específicas por país, que solo están disponibles con una frecuencia anual. La agregación anual de los datos mensuales sobre tensiones se efectúa en dos etapas. Primero, se calculan los promedios de los niveles trimestrales de tensión. Seguidamente, se selecciona el trimestre con el mayor nivel de tensión para el índice anual. Los resultados de una especificación alternativa empleando promedios de 12 meses fueron similares en cuanto a significancia, aunque denotaron un nivel más bajo de transmisión (β).

Como antes, el índice de tensiones financieras para las economías emergentes ($EMFSI$) se expresa como una función del índice de tensiones financieras para las economías avanzadas ($AEFSI_t$), los factores globales (GF_t), y las variables específicas del país (X_{it}). Además, se verifica la existencia de efectos de interacción entre las tensiones en las economías avanzadas y las características específicas del país ($AEFSI_t \times X_{it}$). Este último término se incluye para determinar si los datos anuales de panel confirman la conclusión obtenida mediante la ecuación con datos mensuales de panel de que las vulnerabilidades específicas del país no influyen en el proceso de transmisión:

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \beta AEFSI_t + \delta X_{it} + \lambda AEFSI_t \times X_{it} + \gamma GF_t + \varepsilon_{it}$$

Los factores globales incluyen un conjunto de variables similares a las de la ecuación con datos mensuales de panel, es decir, la variación interanual del producto mundial real, las variaciones de los términos de intercambio de las materias primas y la tasa LIBOR a tres meses⁶⁰. A diferencia de las series mensuales, los coeficientes de transmisión para distintos países y períodos son fijos porque los datos anuales no permiten diferenciar con precisión los coeficientes por país, período o región del inversionista. Los coeficientes de interés son β , (el parámetro de comovimiento

⁶⁰Los términos de intercambio de las materias primas corresponden a la razón entre los precios de exportación y los precios de importación de las materias primas ponderadas según el comercio exterior (véase Spatafora y Tytell, de próxima publicación).

Cuadro 4.5. Tensiones en las economías emergentes: Efectos específicos por país e interacciones con las tensiones en las economías avanzadas¹

	Índice de tensiones financieras en las economías emergentes			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Tensiones financieras (economías avanzadas)	0,62*** (0,06)	0,63*** (0,06)	0,64*** (0,06)	0,65*** (0,10)
LIBOR (tres meses)	0,12 (0,10)	0,12 (0,10)	0,13 (0,10)	0,12 (0,10)
Crecimiento mundial	-0,55** (0,19)	-0,55** (0,20)	-0,56** (0,20)	-0,55*** (0,21)
Términos de intercambio de las materias primas (crecimiento)	-0,03 (0,02)	-0,03 (0,02)	-0,03 (0,02)	-0,03 (0,02)
Apertura financiera ($t-1$) ²	0,02** (0,01)	0,02** (0,01)	0,02** (0,01)	0,02** (0,01)
Apertura comercial ($t-1$) ³	-0,07* (0,04)	-0,08** (0,04)	-0,07** (0,03)	-0,07* (0,04)
Cuenta corriente ($t-1$) ⁴	-0,13*** (0,04)	-0,12** (0,05)	-0,14*** (0,04)	-0,13*** (0,04)
Saldo fiscal ($t-1$) ⁴	-0,18* (0,09)	-0,18* (0,09)	-0,20** (0,09)	-0,18* (0,09)
Reservas en moneda extranjera ($t-1$) ⁵	-0,09 (0,06)	-0,09 (0,06)	-0,09 (0,06)	-0,09 (0,07)
Cuenta corriente ($t-1$) ⁴ × tensiones financieras (economías avanzadas)		-0,01 (0,01)		
Saldo fiscal ($t-1$) ⁴ × tensiones financieras (economías avanzadas)			0,01 (0,02)	
Reservas en moneda extranjera ($t-1$) ⁵ × tensiones financieras (economías avanzadas)				-0,00 (0,00)
Constante	5,37*** (1,79)	5,54*** (1,86)	5,28** (1,85)	5,38*** (1,79)
Observaciones	210	210	210	210
R ² (global)	0,63	0,62	0,62	0,62
R ² (entre)	0,20	0,20	0,20	0,20
R ² (dentro)	0,52	0,52	0,52	0,52
Países	18	18	18	18

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Los errores estándar robustos se indican entre paréntesis; uno, dos y tres asteriscos denotan significación al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente. Todas las regresiones incluyen efectos fijos de país.

²Activos más pasivos externos divididos por el PIB.

³Exportaciones más importaciones divididas por el PIB.

⁴Porcentaje del PIB.

⁵Reservas externas brutas en porcentaje del PIB.

promedio), δ (el efecto directo de las variables específicas del país en las tensiones) y λ (el coeficiente que mide los efectos indirectos de estas variables en la transmisión de las tensiones).

En el cuadro 4.5 se resumen los resultados de las regresiones con datos anuales de panel. El parámetro de comovimiento promedio β es sumamente significativo y oscila entre 0,60 y 0,65, en consonancia con las estimaciones de β obtenidas mediante el análisis con datos men-

suales. Al incluir los efectos de interacción, los tres modelos finales permiten comprobar si las vulnerabilidades específicas del país (cuenta corriente, saldo fiscal, cobertura de reservas) influyen en la transmisión. Ninguno de los términos de interacción es significativo, lo cual coincide con el resultado del análisis efectuado con datos mensuales, en el que se determinó que solo las vinculaciones son importantes para la transmisión.

Referencias

- Abeysinghe, Tilak, y Kristin Forbes, 2005, "Trade Linkages and Output-Multiplier Effects: A Structural VAR Approach with a Focus on Asia", *Review of International Economics*, vol. 13, No. 2, págs. 356–75.
- Aydin, Burcu, 2008, "Banking Structure and Credit Growth in Central and Eastern European Countries", IMF Working Paper 08/215 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Batini, Nicoletta, y Douglas Laxton, 2005, "Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets", estudio presentado en la novena conferencia del Banco Central de Chile (Santiago, Chile).
- Broner, Fernando, Gaston Gelos y Carmen Reinhart, 2006, "When in Peril, Retrench: Testing the Portfolio Channel of Contagion", *Journal of International Economics*, vol. 69 (junio), págs. 203–30.
- Bunda, Irina, A. Javier Hamann y Subir Lall, de próxima publicación, "Correlations in Emerging Market Bonds: The Role of Local and Global Factors", *Emerging Markets Review*.
- Calvo, Guillermo A., 2005, *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- , Alejandro Izquierdo y Luis-Fernando Mejía, 2004, "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects", NBER Working Paper No. 10520 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2008, "Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration", NBER Working Paper No. 14026 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Calvo, Guillermo A., y Carmen Reinhart, 2002, "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117 (mayo), págs. 379–408; reimpresso en Calvo (2005).
- Caramazza, Francesco, Luca Antonio Ricci y Ranil Salgado, 2000, "Trade and Financial Contagion in Currency Crises", IMF Working Paper 00/55 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Cardarelli, Roberto, Selim Elekdag y Subir Lall, de próxima publicación, "Financial Stress, Downturns, and Recoveries", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Cetorelli, Nicola, y Linda Goldberg, 2008, "Banking Globalization and Monetary Transmission", Federal Reserve Bank of New York Staff Report (Nueva York: Banco de la Reserva Federal de Nueva York).
- Chamon, Marcos, Paolo Manasse y Alessandro Prati, 2007, "Can We Predict the Next Capital Account Crisis?", *IMF Staff Papers*, vol. 54, No. 2, págs. 270–305.
- Chui, Michael K.F., Simon Hall y Ashley Taylor, 2004, "Crisis Spillovers in Emerging Market Economies: Interlinkages, Vulnerabilities and Investor Behaviour", Bank of England Working Paper No. 212 (Londres: Banco de Inglaterra).
- Claessens, Stijn, Neeltje Van Horen, Tugba Gurcanlar y Joaquin Mercado, 2008, "Foreign Bank Presence in Developing Countries 1995–2006: Data and Trends" (inédito; Washington: Banco Mundial, marzo).
- Demirgüç-Kunt, Asli, Ross Levine y Hong-Ghi Min, 1998, "Opening to Foreign Banks: Issues of Stability, Efficiency, and Growth", en *The Implications of Globalization of World Financial Markets*, Seongtae Lee, compilador (Seúl: Banco de Corea).
- Demirgüç-Kunt, Asli, Enrica Detragiache y Poonam Gupta, 2006, "Inside the Crisis: An Empirical Analysis of Banking Systems in Distress", *Journal of International Money and Finance*, vol. 25 (agosto), págs. 702–18.
- Detragiache, Enrica, y Poonam Gupta, 2004, "Foreign Banks in Emerging Market Crises: Evidence from Malaysia", IMF Working Paper 04/129 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Detragiache, Enrica, Thierry Tresselt y Poonam Gupta, 2006, "Foreign Banks in Poor Countries: Theory and Evidence", IMF Working Paper 06/18 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Edison, Hali J., 2003, "Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System", *International Journal of Finance and Economics*, vol. 8, No. 1, págs. 11–53.
- Edwards, Sebastian, 2005, "Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals", NBER Working Paper No. 11170 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Eichengreen, Barry J., y Michael D. Bordo, 2002, "Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization", NBER Working Paper No. 8716 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Eichengreen, Barry, Poonam Gupta y Ashoka Mody, 2006, "Sudden Stops and IMF-Supported Programs", IMF Working Paper 06/101 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Eichengreen, Barry, Andrew Rose y Charles Wyplosz, 1996, "Contagious Currency Crises", NBER

- Working Paper No. 5681 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Eichengreen, Barry, y Andrew Rose, 1999, "Contagious Currency Crises: Channels of Conveyance", en *Changes in Exchange Rates in Rapidly Developing Economies*, compilado por Takatoshi Ito y Anne Krueger (Chicago: University of Chicago Press).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2007, "Reaping the Benefits of Financial Globalization", IMF Discussion Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional). Disponible en www.imf.org/external/np/res/docs/2007/0607.htm.
- , 2009, "Initial Lessons of the Crisis", IMF Policy Paper (Washington). Disponible en www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315.
- Forbes, Kristin, 2001, "Are Trade Linkages Important Determinants of Country Vulnerability to Crises?" NBER Working Paper No. 8194 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , y Menzie D. Chinn, 2004, "A Decomposition of Global Linkages in Financial Markets Over Time", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 86, No. 3, págs. 705–22.
- Fratzscher, Marcel, 2000, "On Currency Crises and Contagion", Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 00–9 (Washington: Peterson Institute for International Economics).
- Ghosh, Atish, 2006, "Capital Account Crises: Lessons for Crisis Prevention", estudio preparado para el Seminario de Alto Nivel sobre Prevención del Crimen, Singapur, 10–11 de julio.
- Glick, Reuven, y Andrew K. Rose, 1999, "Contagion and Trade: Why Are Currency Crises Regional?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 18 (agosto), págs. 603–17.
- Goldberg, Linda, 2008, "Understanding Banking Sector Globalization" (Nueva York: Banco de la Reserva Federal de Nueva York). Disponible en www.newyorkfed.org/research/economists/goldberg/lgimfstaff07282008.pdf.
- González-Hermosillo, Brenda, 2008, "Investors' Risk Appetite and Global Financial Market Conditions", IMF Working Paper 08/85 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Honohan, Patrick, y Luc Laeven, compiladores, 2005, *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution* (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).
- Illing, Mark, y Ying Liu, 2006, "Measuring Financial Stress in a Developed Country: An Application to Canada", *Journal of Financial Stability*, vol. 2 (octubre), págs. 243–65.
- Imbs, Jean, 2006, "The Real Effects of Financial Integration", *Journal of International Economics*, vol. 68, No. 2, págs. 296–324.
- Kaminsky, Graciela L., y Carmen M. Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review*, vol. 89 (junio), págs. 473–500.
- , 2003, "The Center and the Periphery: The Globalization of Financial Turmoil", NBER Working Paper No. 9479 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kaminsky, Graciela L., Carmen Reinhart y Carlos A. Végh, 2004, "When It Rains, It Pours: Pro-cyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies", NBER Working Paper No. 10780 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kannan, Prakash, y Fritzi Köhler-Geib, de próxima publicación, "The Uncertainty Channel of Contagion", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff y Shang-Jin Wei, 2006, "Financial Globalization: A Reappraisal", NBER Working Paper No. 12484 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kose M. Ayhan, Eswar Prasad y Marco E. Terrones, 2005, "How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship between Growth and Volatility?", *Journal of International Economics*, vol. 69 (junio), págs. 176–202.
- Laeven, Luc, y Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: A New Database", IMF Working Paper 08/250 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lane, Philip R., y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004", IMF Working Paper 06/69 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2008, "Portfolio Investment through Offshore Countries" (inédito).
- Levy-Yeyati, Eduardo, y Federico Sturzenegger, 2005, "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words", *European Economic Review*, vol. 49, No. 6, págs. 1603–35.
- Mecagni, Mauro, Ruben Atoyan, David Hofman y Dimitri Tzanninis, 2007, "The Duration of Capital Account Crises—An Empirical Analysis", IMF Working Paper 07/258 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- Mühleisen, Martin, Shaun K. Roache y Jeromin Zettelmeyer, 2008, *Who's Driving Whom? Analyzing External and Intra-Regional Linkages in the Americas* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Peek, Joe, y Eric Rosengren, 1997, "The International Transmission of Financial Shocks: The Case of Japan", *American Economic Review*, vol. 87, No. 4, págs. 495–505.
- , 2000, "Collateral Damage: Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States", *American Economic Review*, vol. 90, No. 1, págs. 30–45.
- Pons-Novell, Jordi, 2003, "Strategic Bias, Herding Behaviour and Economic Forecasts", *Journal of Forecasting*, vol. 22, No. 1, págs. 67–77.
- Ramakrishnan, Uma, y Juan Zaldueño, 2006, "The Role of IMF Support in Crisis Prevention", IMF Working Paper 06/75 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Reinhart, Carmen M., y Vincent Reinhart, 2008, "Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present", estudio preparado para el Seminario Internacional de NBER sobre Macroeconomía, 20–21 de junio. Disponible en www.cepr.org/pubs/new-dps/dplist.asp?dpno=6996.
- Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff, 2008, "This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises", NBER Working Paper No. 13882 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2009, "The Aftermath of Financial Crises", NBER Working Paper No. 14656 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Rothenberg, Alexander D., y Francis E. Warnock, 2006, "Sudden Flight and True Sudden Stops", NBER Working Paper No. 12726 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Spatafora, Nicola, y Irina Tytell, de próxima publicación, "Commodity Terms of Trade: The History of Booms and Busts", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Swiston, Andrew, y Tamim Bayoumi, 2008, "Spillovers Across NAFTA", IMF Working Paper 08/3 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Van Rijckeghem, Caroline, y Beatrice Weder, 2001, "Sources of Contagion: Is It Finance or Trade?", *Journal of International Economics*, vol. 54, No. 2, págs. 293–308.

DELIBERACIONES DEL DIRECTORIO EJECUTIVO DEL FMI SOBRE LAS PERSPECTIVAS, ABRIL DE 2009

El Presidente Interino formuló las siguientes observaciones al término de las deliberaciones del Directorio Ejecutivo sobre las perspectivas de la economía mundial el 13 de abril de 2009.

Los directores ejecutivos señalaron que la economía mundial está atravesando una aguda recesión provocada por una crisis financiera masiva y una grave pérdida de confianza. El panorama económico mundial se ha deteriorado significativamente desde la publicación de *Perspectivas de la economía mundial* en octubre de 2008, ya que la espectacular escalada de la crisis financiera ha ocasionado una contracción sin precedentes de la actividad económica y el comercio mundial. Dicha contracción de la actividad, que ha ocurrido de manera sincronizada entre los países, ha exacerbado las presiones sobre los balances de las instituciones financieras conforme han seguido desvalorizándose los activos, lo cual ha entorpecido la concesión de préstamos a hogares y empresas. Por lo tanto, el ciclo de repercusiones negativas entre la actividad económica y el sector financiero se ha intensificado. Sin bien las diversas y a menudo poco convencionales medidas de política que se han tomado han ayudado mitigar los riesgos sistémicos más peligrosos, la estabilización del mercado financiero está tomando mucho más tiempo de lo que se había previsto. Además, la crisis, que tuvo su origen en las economías avanzadas, ahora se ha propagado a las economías de mercados emergentes. Se prevé que los países de economías emergentes y en desarrollo tendrán acceso muy limitado al financiamiento externo.

En este contexto, en *Perspectivas de la economía mundial* se proyecta que el producto mundial se contraerá alrededor de un 1,3% en 2009, lo cual representaría, por un amplio margen, la recesión más profunda desde la segunda guerra mundial. Se prevé que el cre-

cimiento retornará en 2010, pero a un ritmo más lento en comparación con otras recuperaciones. También se proyecta una moderación de las presiones inflacionarias, y algunas economías avanzadas experimentarán períodos en que los precios al consumidor se reducirán. Según la evaluación del personal técnico del FMI, las perspectivas actuales son excepcionalmente inciertas y están sujetas a considerables riesgos a la baja. Varios directores señalaron que la recesión podría ser más prolongada, dada la preocupación fundamental de que las políticas no logren frenar las repercusiones negativas entre el deterioro de las condiciones financieras y el enfriamiento de las economías. Sin embargo, otros directores, apuntaron a algunos indicios preliminares y alentadores en los datos del sector financiero y la economía real, que quizá dejan entrever una recuperación más pronta. A la luz de estas fuertes incertidumbres y en medio de las circunstancias sin precedentes, los directores subrayaron la necesidad de contar con exámenes mesurados y matizados. Los directores aplaudieron los esfuerzos para integrar estrechamente las conclusiones de los análisis presentados en *Global Financial Stability Report* y *Perspectivas de la economía mundial*, y destacaron la necesidad de que dicha integración quede plasmada en una estrategia de comunicación clara y coherente para la divulgación de los documentos.

Los directores insistieron en que las perspectivas sombrías e inciertas exigen la toma de medidas de política enérgicas en los frentes financiero y macroeconómico, considerando detenidamente sus implicaciones transfronterizas. Los directores asimismo reconocieron que

las medidas adicionales han de tener en cuenta las distintas circunstancias de los países, las políticas aplicadas hasta la fecha y los objetivos de política a mediano plazo.

Los directores coincidieron en que en la actual coyuntura la principal prioridad en materia de políticas es la reestructuración del sector financiero, en particular para atender el problema de los activos problemáticos y para recapitalizar las instituciones débiles pero viables. Los directores aplaudieron las diversas iniciativas anunciadas en muchos países avanzados para encarar las graves dificultades que atraviesan los sectores financieros. Sin embargo, reconociendo que las tensiones en el mercado siguen siendo agudas y que la confianza dista mucho de haberse restablecido, los directores insistieron en la necesidad de aplicar las políticas con firmeza. Una solución duradera tiene que fundamentarse en un reconocimiento creíble de las pérdidas derivadas de los activos deteriorados, y debe contar con un financiamiento adecuado y ejecutarse de manera transparente. Con respecto a la recapitalización, los directores hicieron hincapié en que los esfuerzos tienen que basarse en un examen minucioso de la viabilidad a largo plazo de las instituciones y en que los bancos viables pero insuficientemente capitalizados deben recapitalizarse sin demora. En el caso de las instituciones financieras no viables, la resolución tiene que ser inmediata, y debe llevarse a cabo mediante cierres, fusiones o, quizás, mediante un período transitorio de control público hasta que surja una solución del sector privado. En cuanto a las políticas del sector financiero en las economías emergentes, los directores se mostraron satisfechos de que algunos países han tomado medidas para mantener el flujo del comercio y apoyar el crédito al sector privado.

Con respecto a las políticas macroeconómicas, los directores celebraron las medidas concertadas que han tomado muchos países. Recomendaron que la política monetaria debe seguir respondiendo al deterioro de las perspectivas. Si bien las tasas de interés de política

monetaria ya se aproximan a cero en muchas economías avanzadas, el margen de maniobra que aún exista debe ser usado de inmediato. Al mismo tiempo, las autoridades de los bancos centrales deben reafirmar su firme intención de evitar la deflación manteniendo condiciones monetarias acomodaticias por el tiempo que sea necesario. En tal sentido, la mayoría de los directores se mostraron a favor de recurrir a medidas menos convencionales, como por ejemplo el uso de los balances del banco central para facilitar la intermediación, sobre todo en los mercados de crédito dislocados.

Dada la magnitud de la desaceleración y los factores que limitan la eficacia de la política monetaria, los directores hicieron hincapié en que la política fiscal tiene que seguir desempeñando un papel crucial en la generación de un estímulo a corto plazo para la economía mundial. Teniendo en cuenta que el margen para brindar apoyo fiscal se reducirá si se menoscaba la credibilidad, los directores reconocieron que los gobiernos tienen que ir en busca de un difícil punto de equilibrio, que consiste en adoptar políticas expansivas a corto plazo pero infundiéndoles tranquilidad con respecto a las perspectivas a mediano plazo. Sin embargo, esta tensión podría aliviarse si los esfuerzos se centran en la toma de medidas de estímulo temporales y de fuerte impacto que eleven el potencial productivo de la economía. Los gobiernos deben complementar las iniciativas a corto plazo con reformas que consoliden los marcos fiscales a mediano plazo, en particular mediante medidas creíbles para abordar los desafíos fiscales que entraña el envejecimiento de la población. Además, las medidas de estímulo coordinadas entre los países que disponen de margen de maniobra fiscal potenciarán al máximo los beneficios para la economía mundial. Por lo tanto, los directores aplaudieron el hecho de que muchos países están contribuyendo a la expansión fiscal en 2009, y la mayoría de los directores opinó que el apoyo fiscal tendrá que continuar en 2010. Algunos directores consideraron prematuro adoptar nuevas medidas discrecionales de expansión

fiscal, y aduciendo como razones la incertidumbre en torno los efectos retardados y los multiplicadores de las políticas fiscales y el riesgo de que esas políticas se tornen procíclicas una vez que haya empezado la recuperación.

Los directores se mostraron preocupados por las repercusiones cada vez más amplias de la crisis financiera mundial en las economías de mercados emergentes, pero observaron diferencias significativas entre las regiones y dentro de las regiones. Varios directores señalaron que muchos mercados emergentes ahora están mejor preparados para hacer frente a la crisis que en episodios anteriores de tensión financiera, gracias a la consolidación de los parámetros fundamentales de la economía y al fortalecimiento de los marcos de política macroeconómica. Sin embargo, las economías emergentes de Europa han sido las más afectadas, debido a los marcados desequilibrios internos y externos de algunos países. Los directores asimismo reconocieron que las medidas de política monetaria para apoyar la actividad pueden verse complicadas por la necesidad de mantener la estabilidad externa en una situación en que los flujos de financiamiento son muy frágiles en varios mercados emergentes. En la medida en que los bancos centrales de los países no puedan suministrar las divisas necesarias, los bancos centrales de las economías avanzadas, el FMI y otros organismos internacionales podrían desempeñar una función útil a través de sus distintas líneas de crédito y otros servicios. Los directores señalaron que el FMI está preparado para apoyar esos esfuerzos, por ejemplo, en virtud de la reciente modernización de sus instrumentos de crédito, que incluyen la nueva Línea de Crédito Flexible.

Los directores señalaron que más a futuro las autoridades enfrentan importantes desafíos a mediano plazo. En vista de que la regulación financiera no ha sido suficiente para rectificar las concentraciones de riesgo y los incentivos imperfectos que impulsaron el auge de innovación financiera, los directores concordaron en general en que el perímetro de regulación

debe ser ampliado para que abarque a todas las instituciones pertinentes desde el punto de vista sistémico. En cuanto a las políticas macroeconómicas, la actual expansión significativa de los balances de los bancos centrales y del gasto fiscal implica la necesidad de considerar estrategias para el repliegue de las medidas y para facilitar el desarme ordenado de las posiciones conforme mejore la situación. Varios directores consideraron la posibilidad de que los bancos centrales tengan que adoptar una perspectiva macroprudencial más amplia, prestando debida atención a la estabilidad financiera y la estabilidad de los precios. Las autoridades fiscales tienen que reducir los déficits y establecer una trayectoria sostenible para la deuda. Otro desafío será sostener el crecimiento de la productividad conforme se recuperen las economías, lo cual dependerá de que los mercados de productos y del trabajo sigan reformándose e integrándose en los mercados mundiales. Los países de bajo ingreso deben emprender reformas estructurales para diversificar sus fuentes de crecimiento y mejorar su resistencia a los shocks económicos. Dado el deterioro de las perspectivas para las exportaciones, los directores indicaron también que el crecimiento más vigoroso del consumo en Asia oriental podría ser útil para apoyar el aumento del producto. Algunos directores consideraron que una flexibilización de la forma en que se gestiona la política cambiaria facilitaría este proceso. Esto, sumado a medidas en las economías avanzadas para restablecer una intermediación financiera eficaz y fomentar el ahorro en los países deficitarios, debería promover el retorno de la economía mundial a una situación de equilibrio. Será importante analizar detenidamente el tamaño y la composición del gasto, sobre todo a la luz de la incertidumbre con respecto al ritmo al que el producto retornará a su nivel de tendencia cuando empiece la recuperación.

Los directores coincidieron en que es necesario reforzar la coordinación y colaboración internacional en materia de políticas. La cooperación es particularmente urgente en el caso de

las políticas financieras, dadas las importantes repercusiones internacionales que pueden tener las medidas tomadas a nivel interno. El diseño específico de las políticas variaría de acuerdo con las circunstancias de cada país, pero las autoridades deberían evitar políticas que puedan dar lugar a distorsiones, como por ejemplo favorecer los préstamos internos más que los externos. En términos más generales, se deben resistir las presiones proteccionistas sobre el comercio y las finanzas. El acuerdo entre los países miembros del G-20 para abstenerse de

introducir nuevas barreras comerciales en los próximos 12 meses es un hecho positivo. El desplome del comercio mundial durante la presente crisis solo destaca la importancia de lograr una rápida conclusión de la Ronda de Doha de negociaciones comerciales para abrir los mercados y revitalizar las perspectivas de crecimiento mundial. Por último, el apoyo firme de fuentes bilaterales y multilaterales, como el FMI, podría ayudar a contener las negativas secuelas económicas y sociales de la crisis financiera en muchas economías emergentes y en desarrollo.

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 2009–10, así como el escenario a mediano plazo para 2011–14. 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. Los datos que allí se presentan se han compilado sobre la base de la información disponible hasta mediados de abril de 2009. Para facilitar la comparación, las cifras correspondientes a 2009 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 25 de febrero y el 25 de marzo de 2009. Para 2009 y 2010, dados estos supuestos, el tipo medio de conversión dólar de EE.UU./DEG es 1,484 y 1,470; el tipo medio de conversión dólar de EE.UU./euro es 1,310 y 1,306, y el de yen/dólar de EE.UU. es 96,3 y 101,5, respectivamente.

El precio del petróleo por barril será, en promedio, \$52,00 en 2009 y \$62,50 en 2010.

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., 1,5% en 2009 y 1,4% en 2010; para los depósitos a tres meses en euros, 1,6% en 2009 y 2,0% en 2010, y para los depósitos a seis meses en yenes, 1,0% en 2009 y 0,5% en 2010.

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 Estados miembros que adopten el euro serán los que figuran a continuación.

Véase en el recuadro 5.4 de *Perspectivas de la economía mundial* (octubre de 1998) la explicación sobre cómo se establecieron los tipos de conversión.

1 euro =	13,7603	chelines austríacos
=	30,1260	corona eslovaca ¹
=	340,750	dracmas griegos ²
=	200,482	escudos portugueses
=	40,3399	francos belgas
=	6,55957	francos franceses
=	40,3399	francos luxemburgueses
=	2,20371	florines neerlandeses
=	0,585274	libras chipriota ³
=	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 2001.

³Establecido el 1 de enero de 2008.

⁴Establecido el 1 de enero de 2008.

⁵Establecido el 1 de enero de 2007.

Recuadro A1. Supuestos de política en que se basan las proyecciones para algunas economías

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–B7 del apéndice estadístico, donde figuran datos sobre los saldos fiscales y estructurales)¹.

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 presupuestario estructural es el saldo presupuestario que se observaría si el nivel del producto efectivo coincidiera con el del producto potencial. En consecuencia, las variaciones del saldo presupuestario 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 saldo presupuestario. Los cálculos del saldo presupuestario 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.

Estados Unidos. Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto para el ejercicio 2009 presentado por el gobierno, la revisión de mitad del período y las perspectivas de referencia del presupuesto preparadas por la Oficina del Presupuesto del Congreso para los años 2009–19. Se realizan ajustes teniendo en cuenta las diferencias en las proyecciones macroeconómicas, así como las diferencias en los supuestos relativos a los costos de las medidas de estabilización del sistema financiero.

Para calcular el saldo fiscal estructural se eliminan los efectos del ciclo económico en el saldo fiscal, así como el impacto de los desembolsos relacionados con el apoyo al sistema financiero y otros factores idiosincrásicos (la mayoría de ellos debidos a cambios temporales en el momento de cobro de los ingresos tributarios, los impuestos sobre las ganancias de capital, los ingresos de la venta de activos y factores conexos). Por lo tanto, la disminución en el saldo fiscal estructural de 2007 a 2008 obedece principalmente al estímulo fiscal. La variación de 2008 a 2009 se debe principalmente al aumento en el gasto discrecional (sobre todo relacionado con defensa). La disminución ulterior del saldo en 2010 se debe principalmente a los efectos del programa de estímulo fiscal proyectado, así como a aumentos continuos en otros tipos de gasto discrecional. La mejora en 2011 se debe sobre todo al retiro del estímulo.

Japón. Las proyecciones fiscales suponen que el estímulo fiscal se aplicará en 2009 y 2010, conforme a lo anunciado por el gobierno. Las proyecciones a mediano plazo también suponen que los gastos y los ingresos del gobierno general (excluida la seguridad social) se ajustan de acuerdo con el compromiso actual del gobierno (reducción de 3% anual en el gasto público).

Alemania. Las proyecciones para 2009 se basan en el presupuesto de 2009 y las medidas de estímulo fiscal anunciadas desde la aprobación del presupuesto. Esto representa un estímulo fiscal equivalente a 1,5% del PIB en 2009 y un estímulo fiscal adicional equivalente a 0,5% del PIB

en 2010. A mediano plazo, el gasto en atención de la salud se acelera debido al envejecimiento de la población y aumentos de los costos, porque no se han emprendido reformas significativas del sistema de atención de la salud.

Francia. Las nuevas medidas de estímulo, que se estima equivaldrán a aproximadamente 0,7% del PIB en 2009, comprenden: 1) la suspensión temporal del impuesto sobre la renta de las personas físicas en 2009 por un monto de €1.100 millones; 2) gastos de inversión en 2009 por un monto de €5.200 millones; 3) varias medidas de gasto o ingreso por un monto de €6.300 millones. Las proyecciones fiscales reflejan el impacto de las nuevas medidas de estímulo fiscal por un total de 0,7% del PIB en 2009.

Italia. Para 2009, las proyecciones fiscales tienen en cuenta los efectos del presupuesto de 2009, como figura en la actualización de 2008 del programa de estabilización de Italia, presentada en febrero, y que incluye el paquete de estímulo fiscal anunciado a finales de noviembre de 2008, con ajustes posteriores conforme a las proyecciones macroeconómicas del personal técnico del FMI. Para los años posteriores se presume un saldo primario estructural constante en términos generales.

Reino Unido. Las proyecciones incorporan un estímulo fiscal de aproximadamente 1,4% del PIB en 2009 (1% correspondiente a medidas relativas al ingreso y 0,2% correspondiente a medidas relativas al gasto).

Canadá. Las proyecciones se basan en los pronósticos de referencia del enunciado presupuestario de 2009. El personal técnico del FMI ajusta este pronóstico para tener en cuenta diferencias en las proyecciones macroeconómicas. Las proyecciones del FMI también incorporan los datos más recientes dados a conocer por la Oficina de Estadística de Canadá, incluidos los resultados presupuestarios de las provincias y los territorios hasta el fin de 2008.

Arabia Saudita. Las autoridades sistemáticamente subestiman los ingresos y los gastos en el presupuesto en comparación con los resultados reales. Los precios de referencia del petróleo

según Perspectivas de la economía mundial se descuentan en un 5% debido al contenido más alto de azufre del crudo de Arabia Saudita. En lo que se refiere a los ingresos no petroleros, se supone que los ingresos aduaneros aumentan en proporción con las importaciones, la renta de la inversión de acuerdo con la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) y las comisiones y cargos en función del PIB no petrolero. Por el lado del gasto, se supone que los salarios suben por encima de la tasa natural de aumento debido a un incremento salarial de 15% distribuido a lo largo de 2008–10, y se proyecta que los bienes y servicios crecerán a tono con la inflación a mediano plazo. Se prevé que los pagos de intereses disminuirán de acuerdo con la política de las autoridades de amortizar la deuda pública. Se proyecta que el gasto en 2009 será un 40% mayor a lo presupuestado, de conformidad con los anuncios de las autoridades de mantener el gasto. Se proyecta que el ritmo de gasto disminuirá a mediano plazo.

Australia. Las proyecciones fiscales se basan en las perspectivas económicas y fiscales actualizadas publicadas en febrero de 2009 y en proyecciones del personal técnico del FMI.

Austria. Las proyecciones para 2009 y 2010 incorporan dos programas distintos de estímulo fiscal, una reforma tributaria y otras decisiones parlamentarias. Se estima que estas medidas equivaldrán a 1,5% del PIB en 2009 y 1,7% del PIB en 2010.

Bélgica. Las proyecciones para 2009 son estimaciones del personal técnico del FMI basadas en los presupuestos de 2009 votados por el parlamento federal, comunitario y regional y ajustadas en función de los supuestos macroeconómicos. Las proyecciones para los años siguientes son estimaciones del personal técnico del FMI, basadas en la presunción de que no habrá un cambio de política.

Brasil. Los pronósticos para 2009 se basan en la ley presupuestaria y en supuestos del personal técnico del FMI. Para los años siguientes, el personal técnico supone que no habrá modificaciones en las políticas, con un nuevo aumento de

Recuadro A1 (continuación)

la inversión pública acorde con las intenciones de las autoridades.

China. Para 2009–10 el gobierno anunció un importante estímulo fiscal (aunque la falta de información clara sobre el tamaño exacto complica el análisis). El personal técnico del FMI supone un estímulo fiscal total equivalente a 2% del PIB en el presupuesto de 2009 (del cual 0,5% corresponde a medidas relativas al ingreso, 0,5% corresponde al efecto de los estabilizadores automáticos, y 1% corresponde a medidas relativas al gasto), además de un 1% en apoyo a empresas de propiedad del Estado. Para 2010 se supone que no se ha retirado el estímulo.

Corea. Las proyecciones fiscales se basan en el supuesto de que el estímulo fiscal se aplicará en 2009 y 2010, conforme a lo anunciado por el gobierno. Las medidas discrecionales de estímulo anunciadas equivalen a 3,9% del PIB en 2009 y 1,2% del PIB en 2010. Las proyecciones también reflejan un programa de estímulo suplementario para 2009 recientemente propuesto por el gobierno. Las cifras de gasto de 2009 corresponden a las cifras del presupuesto, y se supone que aproximadamente dos tercios del presupuesto suplementario será ejecutado este año. Las proyecciones de ingresos se basan en los supuestos macroeconómicos del personal técnico del FMI, ajustados para tener en cuenta los costos estimados de las medidas tributarias que forman parte del programa de estímulo original. Las proyecciones a mediano plazo suponen que el gobierno reanudará sus planes de consolidación y equilibrará el presupuesto para finales del horizonte del pronóstico.

Dinamarca. Las proyecciones para 2009 y 2010 coinciden con las últimas estimaciones presupuestarias oficiales y las proyecciones que les sirven de base, ajustadas de acuerdo con las presunciones macroeconómicas del personal técnico del FMI. Para 2011–14, las proyecciones llevan incorporados elementos críticos del plan fiscal a mediano plazo, que forma parte del programa de convergencia de noviembre de 2007 presentado a la Unión Europea y obtenidos durante las deliberaciones con las autori-

dades en el marco de la consulta del Artículo IV correspondiente a 2008. Las proyecciones implican una convergencia del presupuesto hacia una posición cercana al equilibrio, tras un superávit inicial. Esa trayectoria está de acuerdo con el cierre de la brecha del producto proyectada por las autoridades a mediano plazo y con los objetivos de reducción de la deuda y sostenibilidad fiscal a largo plazo.

España. Para el período 2008–10, las proyecciones fiscales tienen en cuenta el impacto de las medidas discrecionales tomadas hasta la fecha en respuesta a la desaceleración económica. Además, se supone que se permitirá el pleno funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Para 2011–14 se proyecta que los déficits disminuirán gradualmente a 3% del PIB, conforme se reduzca el gasto (el programa de estímulo tiene cláusulas de caducidad automática) y en la medida en que el gobierno contenga el gasto corriente para lograr que el déficit vuelva a situarse dentro del límite de 3% del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Grecia. Las proyecciones se basan en el presupuesto de 2009, el último programa de estabilidad, y otros pronósticos y datos proporcionados por las autoridades.

India. Las estimaciones para 2007 se basan en los datos sobre la ejecución presupuestaria. Las proyecciones para 2008 y los años siguientes se basan en la información publicada sobre los planes fiscales de las autoridades, con algunos ajustes en función de los supuestos del personal técnico del FMI. Para 2008/09, las proyecciones fiscales incorporan las disposiciones estimadas en virtud del presupuesto de 2008/09, así como el costo fiscal de las medidas de estímulo relacionadas con la crisis (aproximadamente 0,6% del PIB). Para después de 2008/09, las proyecciones del personal técnico del FMI indican que el gobierno no retornará a la meta fijada por las reglas fiscales de un déficit de 3% ni en 2009/10 ni en 2010/11, para proporcionar cierto estímulo anticíclico a la economía. Sin embargo, el gobierno central seguirá realizando una gestión fiscal relativamente prudente y no

utilizará todo el margen de maniobra fiscal creado por el descenso de los precios de las materias primas, teniendo en cuenta el crecimiento más lento de los ingresos y el empeoramiento de la situación fiscal subnacional. Esta orientación fiscal propiciará una reducción gradual del déficit fiscal global y una trayectoria sostenible para la deuda a corto plazo.

Indonesia. Las proyecciones fiscales para 2009 —en particular, el saldo global, el ingreso total y el gasto— se basan en estimaciones de las autoridades sobre el ajuste disponible del presupuesto original de 2009. Las proyecciones del personal técnico del FMI se ajustan para tener en cuenta las modificaciones en los supuestos macroeconómicos de las autoridades y la adopción de medidas adicionales de estímulo. Debido a que en la fecha de presentación de los datos para *Perspectivas de la economía mundial* las autoridades aún estaban ultimando el ajuste presupuestario, los siguientes elementos del estímulo fiscal adicional fueron identificados e incorporados en las proyecciones de 2009: 1) el presupuesto original de 2009 incluía Rp 12,5 billones en subvenciones tributarias (derechos de importación e impuestos sobre el valor agregado de ciertos sectores pagados por el gobierno), y 2) un estímulo adicional de Rp 15 billones (Rp 10,2 billones aún no asignados, Rp 1,4 billones para tarifas eléctricas más bajas para las industrias, Rp 2,8 billones para precios más bajos de los combustibles internos, y Rp 0,6 billones correspondientes al traspaso de programas de reducción de la pobreza del presupuesto de 2008). El financiamiento del presupuesto supone que los costos adicionales de financiamiento se dividen entre un mayor uso de los depósitos del gobierno y la emisión adicional de bonos.

Irlanda. Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de octubre de 2008, pero ajustadas en parte teniendo en cuenta la actualización más reciente del programa de estabilidad, en la que las autoridades anunciaron su intención de tomar medidas para reducir el déficit a 2,6% del PIB a más tardar en 2013, aunque todavía no han definido esas medidas.

México. Las proyecciones fiscales para 2009 se basan en el gasto discrecional presupuestado, y los ingresos y el gasto no discrecional están determinados por las proyecciones macroeconómicas del personal técnico del FMI. Las proyecciones a partir de 2010 se basan en lo siguiente: 1) proyecciones macroeconómicas del personal técnico del FMI, 2) una regla modificada de presupuesto equilibrado en virtud de la Ley de Responsabilidad Fiscal del Gobierno Federal, y 3) proyecciones de las autoridades sobre las presiones de gasto en las pensiones y la atención de la salud y sobre las restricciones de la masa salarial. Se introdujo un programa de estímulo fiscal equivalente a aproximadamente 1% del PIB en el marco del presupuesto de 2009 (por lo tanto, en vigencia desde comienzos de 2009). Los elementos principales fueron 1) un incremento del gasto en infraestructura (0,4% del PIB), 2) un incremento del préstamo neto por parte de los bancos de desarrollo (0,2% del PIB) y 3) un incremento del gasto corriente en seguridad pública.

Nueva Zelanda. Las proyecciones fiscales se basan en las actualizaciones realizadas por las autoridades en diciembre de 2008 y en estimaciones del personal técnico del FMI. A partir del ejercicio fiscal 2006/07 la cuenta fiscal de Nueva Zelanda se basa en los nuevos Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados y no se dispone de datos históricos comparables.

Países Bajos. Las proyecciones para el período 2009/11 se basan en las proyecciones presupuestarias plurianuales de las autoridades, después de realizar ajustes para tener en cuenta las diferencias en los supuestos macroeconómicos. En lo que respecta al resto del período, el personal técnico del FMI supone que no habrá modificaciones en las políticas.

Portugal. Para el período 2008–10, las proyecciones fiscales tienen en cuenta el impacto de las medidas discrecionales tomadas hasta la fecha en respuesta a la desaceleración económica. Además, se supone que se permitirá el pleno funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Para 2011–14 se proyecta que

Recuadro A1 (conclusión)

los déficits disminuirán gradualmente, bajo el supuesto de que el gobierno contendrá el gasto corriente adicional para lograr un ajuste estructural de por lo menos 0,5% del PIB por año, de acuerdo con la regla del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea.

Región Administrativa Especial de Hong Kong.

Las proyecciones fiscales para 2007–10 concuerdan con la estrategia oficial a mediano plazo que forma parte del presupuesto para el ejercicio 2007/08; las proyecciones para 2011–13 se basan en los supuestos macroeconómicos a mediano plazo del personal técnico del FMI.

Rusia. La proyección del déficit para 2009 se basa en el presupuesto preliminar suplementario que está siendo considerado por el gobierno. La proyección tiene en cuenta una ejecución del gasto por un monto inferior al previsto, de acuerdo con las tendencias históricas. Se prevé que, en términos generales, los presupuestos estarán equilibrados en virtud de los límites estrictos de déficit y deuda a nivel de los gobiernos locales. A mediano plazo, las proyecciones fiscales suponen que las políticas no sufrirán modificaciones, lo cual implica un déficit no petrolero en general estable como porcentaje del PIB. En el curso de los últimos meses, las autoridades han anunciado una serie de medidas de estímulo fiscal por un monto que representa más del 3% del PIB, que será incluido en el presupuesto suplementario. La mitad de las medidas están relacionadas con el gasto, y se enfocan sobre todo en la reducción permanente de la tributación de las utilidades. El resto comprende medidas temporales de gasto, incluido el apoyo a sectores estratégicos (defensa, aerolíneas, fabricación de automóviles, agricultura, construcción), y medidas dirigidas al mercado laboral así como medidas sociales.

Singapur. Para el ejercicio de 2007/08, las proyecciones en materia de gasto se basan en las cifras presupuestarias, mientras que las proyecciones sobre el ingreso reflejan las estimaciones del personal técnico del FMI con respecto al impacto de las nuevas medidas de política, incluido el aumento del impuesto sobre los bienes y servicios. En las proyecciones relativas a los ingresos a mediano plazo se da por supuesto

que las ganancias de capital sobre las reservas fiscales se incluirán en la renta de la inversión.

Suecia. Las proyecciones fiscales se basan en la información publicada en el ley de presupuesto de 2009 (noviembre de 2008), con ajustes en función de datos fiscales nuevos y las opiniones del personal técnico del FMI sobre el entorno macroeconómico.

Suiza. Las proyecciones correspondientes a 2008–13 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 su mayor parte en el presupuesto de 2009 y suponen que las políticas no sufrirán modificaciones, con los ingresos determinados en función de las proyecciones macroeconómicas del FMI. Las proyecciones para los gobiernos locales, las instituciones de seguridad social y los fondos extrapresupuestarios se ajustan para tener en cuenta los supuestos macroeconómicos del personal técnico del FMI, suponiendo un cierto ajuste adicional en 2010–11 para garantizar una dinámica favorable de la deuda a mediano plazo.

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, y 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 1,5% en 2009 y 1,4% en 2010 (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 1,6% en 2009 y 2,0% en 2010. Para la tasa de los depósitos en yenes a seis meses se supone un promedio de 1,0% en 2009 y 0,5% en 2010.

Novedades

El 1 de enero de 2009 la República Eslovaca ingresó en la zona del euro, y el grupo abarca actualmente un total de 16 países miembros; los cuadros que presentan las proyecciones para los países de la zona del euro se revisaron para reflejar el peso de cada país dentro del grupo; se incluye ahora la República Checa en el grupo de economías avanzadas; en los cuadros sobre el PIB real, los precios al consumidor y la cuenta corriente se incluyen las proyecciones de Iraq; la composición por países del grupo de exportadores de combustibles y la composición por criterios analíticos del grupo clasificado por la posición externa neta se han revisado para tener en cuenta la actualización periódica de los criterios de clasificación; y las ponderaciones de los países calculadas en función del PIB nominal valorado a los tipos de cambio con base en la paridad de poder adquisitivo (PPA), como porcentaje del mundo, se han actualizado para reflejar las revisiones de los datos históricos del PIB y las proyecciones de los países.

Datos y convenciones

La base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* está constituida por datos y proyecciones sobre 183 países. 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 nacional de datos, 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.

La revisión exhaustiva del *Sistema de Cuentas Nacionales 1993* (SCN) normalizado, la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos* (MBP5), el *Manual de estadísticas monetarias y financieras* (MEMF) y el *Manual de estadísticas de finanzas públicas* (MEFP 2001), del FMI, han permitido mejorar considerablemente las normas en que se basan las estadísticas y los análisis económicos¹. El FMI participó activamente en todos los proyectos, sobre todo en el *Manual de Balanza de Pagos*, el *Manual de estadísticas monetarias y financieras* y el *Manual de estadísticas de finanzas públicas*, debido al 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 definiciones se inició activamente cuando se publicaron 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.

Conforme a las recientes mejoras de las normas de declaración de estadísticas económicas, 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. Debido a los profundos cambios que ha sufrido recientemente la estructura de sus respectivas economías, estos países han tenido que revisar la manera en que miden el nivel del

¹Banco Mundial, Comisión de las Comunidades Europeas, Fondo Monetario Internacional, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos y Naciones Unidas, *Sistema de Cuentas Nacionales 1993* (Bruselas/Luxemburgo, Nueva York, París y Washington, 1993); FMI, *Manual de Balanza de Pagos*, quinta edición (Washington, FMI, 1993); FMI, *Manual de estadísticas monetarias y financieras* (Washington, 2000), y FMI, *Manual de estadísticas de finanzas públicas* (Washington, 2001).

PIB real y el crecimiento. Al adoptar el sistema de encadenamiento ponderado para el cálculo del crecimiento agregado, que toma en cuenta la información sobre los precios corrientes, los países pueden medir el crecimiento del PIB de forma más exacta porque se elimina el sesgo por exceso en los nuevos datos². En la actualidad, Albania, Alemania, Australia, Austria, Azerbaiyán, Bélgica, Bulgaria, Canadá, Chipre, Corea, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Francia, Finlandia, Georgia, Grecia, Guatemala, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Kazajistán, Lituania, Luxemburgo, Malta, Noruega, Nueva Zelandia, los Países Bajos, Polonia, Portugal, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, la República Checa, Rumania, Rusia, Suecia, Suiza y la zona del euro utilizan la metodología de encadenamiento ponderado para calcular los datos macroeconómicos reales. Sin embargo, los datos anteriores a 1996 (Albania), 1994 (Azerbaiyán), 1995 (Bélgica), 2000 (Bulgaria), 1995 (Chipre), 2000 (Corea), 1995 (Eslovenia), 1995 (España), 2001 (Estonia), 1996 (Georgia), 2000 (Grecia), 1995 (Irlanda), 1994 (Japón), 1994 (Kazajistán), 1995 (Luxemburgo), 2000 (Malta), 1995 (Polonia), 1995 (la República Checa), 1995 (Rusia) y 1995 (la zona del euro) se basan en las cuentas nacionales no revisadas y están sujetos a revisiones en el futuro.

Los países miembros de la Unión Europea (UE) adoptaron un sistema armonizado para compilar las cuentas nacionales, que se conoce como SEC 1995. Toda la información sobre las cuentas nacionales a partir de 1995 se presenta según los lineamientos de este nuevo sistema. La revisión de los datos previos a 1995 por parte de las autoridades nacionales, a efectos de adaptarlos al nuevo sistema, ha avanzado, pero en algunos casos aún no ha concluido. En esos casos, se han ajustado cuidadosamente los datos históricos de *Perspectivas de la economía mundial* para evitar interrupciones en las series, pero al

utilizar datos de cuentas nacionales de la UE previos a 1995 se deberá actuar con cautela hasta que las entidades estadísticas nacionales hayan concluido la revisión de los datos históricos. Véase el recuadro 1.2 de la edición de mayo de 2000 de *Perspectivas de la economía mundial*.

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. Salvo indicación en contrario, los promedios multianuales de las tasas de crecimiento se expresan como tasas anuales compuestas de variación³. Se utiliza el promedio aritmético ponderado para todos los datos, salvo la inflación y el crecimiento de la masa monetaria en el grupo de economías emergentes y en desarrollo, para los que se emplean promedios geométricos. Se aplican las convenciones siguientes:

- Los datos compuestos sobre los tipos de cambio, las tasas de interés y las tasas de crecimiento de los agregados monetarios en los grupos de países se ponderan por el PIB convertido a dólares de EE.UU., al promedio de los tipos de cambio de mercado del trienio anterior, como proporción del PIB del grupo de países en cuestión.
- Las cifras compuestas sobre otros datos de la economía interna, ya sean tasas de crecimiento o razones, se ponderan por el PIB valorado según la PPA como proporción del PIB total mundial o el PIB del grupo de países en cuestión⁴.

³Los 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 los productos básicos 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.

⁴Véanse 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.

²Charles Steindel, 1995, "Chain-Weighting: The New Approach to Measuring GDP", *Current Issues in Economics and Finance* (Banco de la Reserva Federal de Nueva York), vol. 1 (diciembre).

- Las cifras compuestas sobre los datos de la economía interna de la zona del euro (15 países durante todo el período, salvo indicación en contrario) son agregados de datos provenientes de fuentes nacionales ponderados según el PIB. Las cifras anteriores a 1999 son agregados de datos para los que se usan los tipos de cambio de la unidad de cuenta europea de 1995.
- 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 el sector externo de la economía son las sumas de los datos de los distintos países convertidos a dólares de EE.UU. al promedio de los tipos de cambio de mercado de los años indicados en el caso de la balanza de pagos, y a los tipos de cambio de mercado vigentes al final del año en el caso de la deuda denominada en otras monedas. Las cifras compuestas correspondientes al comercio exterior, tanto en lo que se refiere al volumen como a los precios, son promedios aritméticos de las variaciones porcentuales de los distintos países ponderadas por el valor en dólares de EE.UU. de sus respectivos niveles de exportación o importación como proporción de la exportación o importación total mundial o del grupo (en el año anterior).

Todos los datos se refieren al año civil, salvo los de los siguientes países, que se refieren al ejercicio fiscal: Australia, Egipto, Mauricio, Nepal, Nueva Zelandia, Pakistán, Samoa y Tonga (todos ellos, julio/junio), Haití (octubre/septiembre), y Afganistán, Myanmar y la República Islámica del Irán (abril/marzo).

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 desarrollo⁵. 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 los grupos utilizados normalmente en *Perspectivas de la economía mundial*, en el que se indica el número de países de cada grupo y la participación media que les correspondía en 2008 en el PIB agregado, valorado con base en la PPA, en la exportación total de bienes y servicios y en la población.

En estos grupos no se incluyen actualmente algunos países, como Cuba y la República Democrática Popular de Corea, porque no son miembros del FMI y este no efectúa un seguimiento de la evolución de sus economías, o porque aún no se han compilado completamente bases de datos, como en el caso de San Marino, país clasificado en el grupo de economías avanzadas, o Aruba, los Estados Federados de Micronesia, Islas Marshall y Palau, países que integran el grupo de economías en desarrollo. Cabe señalar asimismo que, debido a la falta de datos, en la composición de grupos de países no se incluyen Bosnia y Herzegovina, Brunei Darussalam, Eritrea, Iraq, Liberia, la República de Montenegro, la República Islámica del Afganistán, Serbia, Timor-Leste y Zimbabwe.

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 (33 países). Los siete países más importantes de este grupo por el nivel del PIB

⁵En el presente informe, el término “país” se usa 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.

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, 2008¹
(Porcentaje del total del grupo o del total mundial)

	Número de países	PIB		Exportación de bienes y servicios		Población	
		Economías avanzadas	Mundo	Economías avanzadas	Mundo	Economías avanzadas	Mundo
Economías avanzadas	33	100,0	55,3	100,0	65,1	100,0	15,3
Estados Unidos		37,4	20,7	14,3	9,3	30,3	4,6
Zona del euro	16	28,5	15,7	43,9	28,6	32,4	5,0
Alemania		7,6	4,2	13,4	8,7	8,2	1,2
Francia		5,6	3,1	5,9	3,8	6,2	0,9
Italia		4,8	2,6	5,3	3,4	5,9	0,9
España		3,7	2,0	3,4	2,2	4,5	0,7
Japón		11,5	6,4	7,0	4,5	12,7	1,9
Reino Unido		5,8	3,2	6,0	3,9	6,1	0,9
Canadá		3,4	1,9	4,1	2,7	3,3	0,5
Otras economías avanzadas	13	13,3	7,4	24,6	16,0	15,3	2,3
<i>Partidas informativas</i>							
Principales economías avanzadas	7	76,2	42,1	56,1	36,5	72,6	11,1
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4	6,7	3,7	13,1	8,5	8,3	1,3
		Economías emergentes y en desarrollo	Mundo	Economías emergentes y en desarrollo	Mundo	Economías emergentes y en desarrollo	Mundo
Economías emergentes y en desarrollo	139	100,0	44,7	100,0	34,9	100,0	84,7
Por regiones							
África	47	6,9	3,1	7,8	2,7	15,2	12,9
Subsahariana	44	5,5	2,4	5,7	2,0	13,8	11,7
Excluidos Nigeria y Sudáfrica	42	2,8	1,3	3,1	1,1	10,3	8,7
América	32	19,3	8,6	14,7	5,1	10,0	8,5
Brasil		6,4	2,9	3,3	1,2	3,4	2,9
México		5,0	2,2	4,5	1,6	1,9	1,6
Comunidad de Estados Independientes ²	13	10,3	4,6	11,5	4,0	5,0	4,3
Rusia		7,4	3,3	7,6	2,7	2,6	2,2
Europa central y oriental	11	7,8	3,5	10,3	3,6	2,9	2,5
Oriente Medio	13	8,7	3,9	16,2	5,6	4,4	3,7
Países en desarrollo de Asia	23	46,9	21,0	39,5	13,8	62,4	52,9
China		25,5	11,4	24,1	8,4	23,8	20,2
India		10,7	4,8	3,9	1,4	21,4	18,1
Excluidos China e India	21	10,8	4,8	11,5	4,0	17,2	14,5
Por criterios analíticos							
Por fuentes de ingreso de exportación							
Combustibles	24	19,3	8,6	30,0	10,5	10,9	9,3
Otros productos	115	80,7	36,1	70,0	24,4	89,1	75,5
Productos primarios	19	1,6	0,7	1,9	0,7	4,0	3,4
Por fuentes de financiamiento externo							
Países deudores netos	113	51,1	22,9	40,9	14,3	61,1	51,7
Financiamiento oficial	30	3,4	1,5	2,5	0,9	12,2	10,3
Países deudores netos según el cumplimiento del servicio de la deuda							
Países que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2003–07	44	6,5	2,9	4,7	1,6	12,2	10,3
Otros países deudores netos	69	44,6	19,9	36,2	12,6	48,8	41,4
Otros grupos							
Países pobres muy endeudados	32	1,9	0,8	1,3	0,5	8,7	7,3
Oriente Medio y Norte de África	19	10,5	4,7	18,4	6,4	6,5	5,5

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.

²Mongolia, que no es un Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro B. Economías avanzadas por subgrupos

Principales zonas monetarias	Otros subgrupos					
	Zona del euro		Economías asiáticas recientemente industrializadas	Principales economías avanzadas	Otras economías avanzadas	
Estados Unidos	Alemania	Grecia	Corea	Alemania	Australia	Nueva Zelandia
Zona del euro	Austria	Italia	Hong Kong, RAE de ¹	Canadá	Corea	República Checa
Japón	Bélgica	Irlanda	Singapur	Estados Unidos	Dinamarca	Singapur
	Chipre	Luxemburgo	Taiwan, provincia china de	Francia	Hong Kong, RAE de ¹	Suecia
	Eslovenia	Malta		Italia	Islandia	Suiza
	España	Países Bajos		Japón	Israel	Taiwan, provincia china de
	Finlandia	Portugal		Reino Unido	Noruega	
	Francia	Rep. Eslovaca				

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.

—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). La zona del euro (16 países miembros) y las cuatro *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 (139 países) está integrado por todos los países no clasificados como economías avanzadas.

El *desglose regional* de las economías emergentes y en desarrollo —África, América, Comunidad de Estados Independientes, Europa central y oriental, Oriente Medio y países en desarrollo de Asia— se ajusta en gran medida a la clasificación utilizada en *International Financial Statistics* del FMI. En ambas clasificaciones, Egipto y la Jamahiriya Árabe Libia Popular Socialista forman parte de *Oriente Medio*, y no de África. A su vez, el grupo

regional de Oriente Medio y Norte de África (OMNA), o países del OMNA, es un grupo utilizado en *Perspectivas de la economía mundial* que está integrado por países de las regiones de África y de Oriente Medio: los países de la Liga Árabe y la República Islámica del Irán (véase el cuadro D).

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, los regímenes cambiarios, la distinción entre países acreedores netos y deudores netos y, en el caso de estos últimos, los criterios financieros basados en las fuentes de financiamiento externo y en el cumplimiento del servicio de la deuda externa. En los cuadros E y F se presenta la composición detallada de las economías emergentes y en desarrollo clasificados por regiones y por criterios analíticos.

Cuadro C. Unión Europea

Alemania	España	Italia	Portugal
Austria	Estonia	Letonia	Reino Unido
Bélgica	Finlandia	Lituania	Rumania
Bulgaria	Francia	Luxemburgo	República Checa
Chipre	Grecia	Malta	República
Dinamarca	Hungría	Países Bajos	Eslovaca
Eslovenia	Irlanda	Polonia	Suecia

Cuadro D. Países de Oriente Medio y Norte de África

Arabia Saudita	Emiratos Árabes Unidos	Líbano	República Árabe Siria
Argelia	Irán, República Islámica del	Libia	Sudán
Bahrein	Jordania	Marruecos	Túnez
Djibouti	Kuwait	Mauritania	Yemen,
Egipto		Omán	República del
		Qatar	

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).

Los criterios financieros se centran en los *países acreedores netos*, *países deudores netos* y *países pobres muy endeudados* (PPME). Los países deudores netos se distinguen según otros dos criterios financieros: por *financiamiento oficial externo* y por *cumplimiento del servicio de la deuda*⁶. El grupo de los PPME comprende los países 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 corto⁷.

⁶En 2003–07, 44 países incurrieron en atrasos en los pagos externos o celebraron acuerdos de reprogramación de deudas con acreedores oficiales o bancos comerciales. Este grupo se denomina *países que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2003–07*.

⁷Véase 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 E. Economías emergentes y en desarrollo por regiones y fuentes principales de ingresos de exportación

	Combustibles	Otros productos primarios
África	Angola Argelia Chad Congo, Rep. del Gabón Guinea Ecuatorial Nigeria Sudán	Burkina Faso Burundi Congo, Rep. Dem. del Guinea Guinea-Bissau Malawi Mali Mauritania Mozambique, Rep. de Namibia Sierra Leona Zambia
América	Ecuador Trinidad y Tabago Venezuela, República Bolivariana de	Chile Guyana Suriname
Comunidad de Estados Independientes¹	Azerbaiyán Kazajstán Rusia Turkmenistán	Mongolia Uzbekistán
Oriente Medio	Arabia Saudita Bahrein Emiratos Árabes Unidos Irán, República Islámica del Kuwait Libia Omán Qatar Yemen, República del	
Países en desarrollo de Asia		Papua Nueva Guinea Islas Salomón

¹Mongolia, que no es un Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro F. Economías emergentes y en desarrollo por regiones, posición externa neta y clasificación de países pobres muy endeudados

	Posición externa neta		Países pobres muy endeudados		Posición externa neta		Países pobres muy endeudados
	Acreedor neto	Deudor neto ¹			Acreedor neto	Deudor neto ¹	
África				América			
Magreb				México			*
Argelia	*			América del Sur			
Marruecos		*		Argentina			*
Túnez		*		Bolivia		●	*
Subsahariana				Brasil			*
Sudáfrica		*		Chile			*
Cuerno de África				Colombia			*
Djibouti		*		Ecuador			*
Etiopía		●	*	Paraguay			*
Sudán		*		Perú			*
Grandes Lagos				Uruguay			*
Burundi		●	*	Venezuela, Rep. Boliv. de	*		
Congo, Rep. Dem. del		*	*	América Central			
Kenya		*		Costa Rica			*
Rwanda		●	*	El Salvador		●	
Tanzanía		●	*	Guatemala		*	
Uganda		*	*	Honduras		*	*
África meridional				Nicaragua		*	*
Angola	*			Panamá		*	
Botswana	*			El Caribe			
Comoras		●		Antigua y Barbuda			*
Lesotho		*		Bahamas, Las			*
Madagascar		●	*	Barbados			*
Malawi		●	*	Belize			*
Mauricio		*		Dominica			*
Mozambique		●	*	Granada			*
Namibia	*			Guyana		*	*
Seychelles		*		Haití		●	*
Swazilandia		*		Jamaica		*	
Zambia		*	*	República Dominicana			*
África occidental y central				Saint Kitts y Nevis			*
Cabo Verde		*		San Vicente y las Granadinas			*
Gambia		*	*	Santa Lucía			*
Ghana		●	*	Suriname			*
Guinea		●	*	Trinidad y Tabago	*		
Mauritania		*	*	Comunidad de Estados Independientes²			
Nigeria	*			Armenia		●	
Santo Tomé y Príncipe		*	*	Azerbaiyán	*		
Sierra Leona		●	*	Belarús			*
Zona del franco CFA				Georgia			*
Benin		*	*	Kazajstán			*
Burkina Faso		●	*	Moldova			*
Camerún		*	*	Mongolia		●	
Chad		*	*	República Kirguisa			*
Congo, República del		●	*	Rusia	*		
Côte d'Ivoire		*		Tayikistán			*
Gabón	*			Turkmenistán	*		
Guinea-Bissau		*	*	Ucrania	*		
Guinea Ecuatorial		*		Uzbekistán	*		
Malí		*	*	Europa central y oriental			
Níger		●	*	Albania			*
Rep. Centroafricana		●	*	Bulgaria			*
Senegal		*	*	Croacia			*
Togo		●	*				

Cuadro F (conclusión)

	Posición externa neta		Países pobres muy endeudados		Posición externa neta		Países pobres muy endeudados	
	Acreedor neto	Deudor neto ¹			Acreedor neto	Deudor neto ¹		
Estonia		*		Países en desarrollo de Asia				
Hungría		*			Bhután		•	
Letonia		*			Camboya		•	
Lituania		*			China	*		
Macedonia, ex República Yugoslava de		*			Fiji		*	
Polonia		*			Filipinas		*	
República Checa		*			Indonesia	*		
República Eslovaca		*			Islas Salomón		•	
Rumanía		*			Kiribati	*		
Turquía		*			Malasia	*		
Oriente Medio					Myanmar		*	
Arabia Saudita	*				Papua Nueva Guinea	*		
Bahrein	*				Rep. Dem. Popular Lao		*	
Emiratos Árabes Unidos	*				Samoa		*	
Irán, República Islámica del		*		Tailandia		*		
Kuwait	*			Tonga		•		
Libia	*			Vanuatu		*		
Omán	*			Vietnam		•		
Qatar	*			Asia meridional				
Yemen, República del		*		Bangladesh		•		
Mashreq				India		*		
Egipto		*		Maldivas		*		
Jordania		*		Nepal		•		
Líbano		*		Pakistán		*		
República Árabe Siria		•		Sri Lanka		*		

¹Un punto en lugar de una estrella indica que la principal fuente de financiamiento externo del deudor neto es el financiamiento oficial.

²Mongolia, que no es un Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Lista de cuadros

Producto

A1. Resumen del producto mundial	209
A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total	210
A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real	211
A4. Economías emergentes y en desarrollo, por países: PIB real	213

Inflación

A5. Resumen de la inflación	217
A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor	218
A7. Economías emergentes y en desarrollo, por países: Precios al consumidor	219

Política financiera

A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general	223
---	-----

Comercio exterior

A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial	224
---	-----

Transacciones en cuenta corriente

A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente	226
A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente	227
A12. Economías emergentes y en desarrollo, por países: Balanza de pagos en cuenta corriente	228

Balanza de pagos y financiamiento externo

A13. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos netos de capital	232
A14. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos de capital privado	233
A15. Economías emergentes y en desarrollo: Reservas	234

Flujo de fondos

A16. Resumen del origen y destino del ahorro mundial	236
--	-----

Escenario de referencia a mediano plazo

A17. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo	240
--	-----

Cuadro A1. Resumen del producto mundial¹*(Variación porcentual anual)*

	Promedio 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2010	2010	2014
Mundo	3,1	2,2	2,8	3,6	4,9	4,5	5,1	5,2	3,2	-1,3	1,9	4,8
Economías avanzadas	2,8	1,2	1,6	1,9	3,2	2,6	3,0	2,7	0,9	-3,8	0,0	2,6
Estados Unidos	3,3	0,8	1,6	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0	1,1	-2,8	0,0	2,4
Zona del euro	...	1,9	0,9	0,8	2,2	1,7	2,9	2,7	0,9	-4,2	-0,4	2,3
Japón	1,3	0,2	0,3	1,4	2,7	1,9	2,0	2,4	-0,6	-6,2	0,5	2,5
Otras economías avanzadas ²	3,5	1,8	3,2	2,5	4,0	3,3	3,9	4,0	1,2	-3,9	0,4	3,5
Economías emergentes y en desarrollo	3,6	3,8	4,8	6,3	7,5	7,1	8,0	8,3	6,1	1,6	4,0	6,8
Por regiones												
África	2,4	4,9	6,5	5,5	6,7	5,8	6,1	6,2	5,2	2,0	3,9	5,4
América	3,3	0,7	0,6	2,2	6,0	4,7	5,7	5,7	4,2	-1,5	1,6	4,3
Comunidad de Estados Independientes ³	...	6,1	5,2	7,8	8,2	6,7	8,4	8,6	5,5	-5,1	1,2	5,3
Europa central y oriental	2,0	0,0	4,4	4,9	7,3	6,0	6,6	5,4	2,9	-3,7	0,8	4,0
Oriente Medio	4,0	2,6	3,8	7,0	6,0	5,8	5,7	6,3	5,9	2,5	3,5	4,5
Países en desarrollo de Asia	7,4	5,8	6,9	8,2	8,6	9,0	9,8	10,6	7,7	4,8	6,1	8,8
<i>Partida informativa</i>												
Unión Europea	2,2	2,1	1,4	1,5	2,6	2,2	3,4	3,1	1,1	-4,0	-0,3	2,6
Por criterios analíticos												
Por fuentes de ingresos de exportación												
Combustibles	-0,1	4,4	4,8	7,1	7,9	6,9	7,2	7,5	5,6	-1,4	2,3	4,5
Otros productos	4,7	3,6	4,8	6,1	7,4	7,2	8,1	8,5	6,2	2,3	4,4	7,3
Productos primarios	3,6	3,8	3,2	4,4	6,1	5,7	5,5	5,7	4,9	2,3	4,1	5,4
Por fuentes de financiamiento externo												
Países deudores netos	3,5	2,1	3,2	4,5	6,4	6,0	6,8	6,5	4,9	0,4	2,8	5,7
Financiamiento oficial	4,2	5,0	4,8	4,6	6,3	6,9	6,9	6,8	6,2	3,6	4,3	6,4
Países deudores netos según el cumplimiento del servicio de la deuda												
Países que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda de 2003–07	3,0	1,7	0,5	6,0	7,6	7,7	7,4	7,3	6,3	0,9	2,6	5,1
Partidas informativas												
Mediana de la tasa de crecimiento												
Economías avanzadas	3,1	1,9	1,9	1,9	3,8	2,9	3,4	3,6	1,1	-3,8	0,2	2,8
Economías emergentes y en desarrollo	3,4	3,6	4,0	5,0	5,5	5,6	6,2	6,3	5,0	1,9	2,9	5,0
Producto per cápita												
Economías avanzadas	2,1	0,6	1,0	1,3	2,6	1,9	2,4	2,0	0,3	-4,4	-0,6	2,0
Economías emergentes y en desarrollo	2,0	2,4	3,4	4,9	6,1	5,8	6,6	7,1	4,8	0,3	2,5	5,3
Crecimiento mundial con base en los tipos de cambio	2,5	1,5	1,9	2,7	4,0	3,4	3,9	3,8	2,1	-2,5	1,0	3,9
Valor del producto mundial en miles de millones de dólares de EE.UU.												
A tipos de cambio del mercado	28.297	31.707	32.988	37.087	41.728	45.090	48.761	54.841	60.690	54.864	55.921	70.601
En paridades del poder adquisitivo	33.443	43.711	45.693	48.310	52.074	56.017	60.716	65.490	68.997	68.651	70.211	89.356

¹ PIB real.² En este cuadro "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón.³ Mongolia, que no es Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total¹

(Variación porcentual anual)

	Promedio 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Cuarto trimestre ²					
										2009	2010	2014	2008	2009	2010
PIB real															
Economías avanzadas	2,8	1,2	1,6	1,9	3,2	2,6	3,0	2,7	0,9	-3,8	0,0	2,6	-1,7	-2,6	1,0
Estados Unidos	3,3	0,8	1,6	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0	1,1	-2,8	0,0	2,4	-0,8	-2,2	1,5
Zona del euro	...	1,9	0,9	0,8	2,2	1,7	2,9	2,7	0,9	-4,2	-0,4	2,3	-1,4	-3,5	0,6
Alemania	2,1	1,2	0,0	-0,2	1,2	0,8	3,0	2,5	1,3	-5,6	-1,0	2,2	-1,7	-4,4	0,0
Francia	2,0	1,8	1,1	1,1	2,2	1,9	2,4	2,1	0,7	-3,0	0,4	2,3	-1,0	-2,2	1,4
Italia	1,6	1,8	0,5	0,0	1,5	0,7	2,0	1,6	-1,0	-4,4	-0,4	1,9	-2,9	-2,9	0,2
España	2,9	3,6	2,7	3,1	3,3	3,6	3,9	3,7	1,2	-3,0	-0,7	2,0	-0,7	-2,9	0,2
Países Bajos	3,1	1,9	0,1	0,3	2,2	2,0	3,4	3,5	2,0	-4,8	-0,7	2,5	-0,7	-4,7	0,3
Bélgica	2,3	0,8	1,5	1,0	2,8	2,2	3,0	2,6	1,1	-3,8	0,3	2,4	-0,8	-3,0	1,2
Grecia	2,3	4,2	3,4	5,6	4,9	2,9	4,5	4,0	2,9	-0,2	-0,6	2,5	2,4	-2,2	1,4
Austria	2,4	0,5	1,6	0,8	2,5	2,9	3,4	3,1	1,8	-3,0	0,2	2,3	0,5	-3,4	2,3
Portugal	3,0	2,0	0,8	-0,8	1,5	0,9	1,4	1,9	0,0	-4,1	-0,5	1,5	-1,8	-4,1	2,4
Finlandia	2,0	2,7	1,6	1,8	3,7	2,8	4,9	4,2	0,9	-5,2	-1,2	3,5	-1,8	-5,6	0,6
Irlanda	7,1	5,8	6,4	4,5	4,7	6,4	5,7	6,0	-2,3	-8,0	-3,0	2,6	-7,4	-4,8	-2,0
República Eslovaca	0,0	3,4	4,8	4,7	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4	-2,1	1,9	4,2	2,4	-6,1	5,9
Eslovenia	...	2,8	4,0	2,8	4,3	4,3	5,9	6,8	3,5	-2,7	1,4	3,5	-0,9	0,4	1,5
Luxemburgo	5,0	2,5	4,1	1,5	4,5	5,2	6,4	5,2	0,7	-4,8	-0,2	2,9	-0,9	-2,6	1,7
Chipre	4,2	4,0	2,1	1,9	4,2	3,9	4,1	4,4	3,7	0,3	2,1	3,3	3,1	-0,7	5,0
Malta	4,4	-1,6	2,6	-0,3	1,3	3,7	3,2	3,6	1,6	-1,5	1,1	3,0	-1,2	-0,8	2,0
Japón	1,3	0,2	0,3	1,4	2,7	1,9	2,0	2,4	-0,6	-6,2	0,5	2,5	-4,3	-2,7	-0,6
Reino Unido	2,5	2,5	2,1	2,8	2,8	2,1	2,8	3,0	0,7	-4,1	-0,4	2,8	-2,0	-3,2	0,6
Canadá	2,9	1,8	2,9	1,9	3,1	2,9	3,1	2,7	0,5	-2,5	1,2	2,5	-0,7	-1,9	1,7
Corea	6,1	4,0	7,2	2,8	4,6	4,0	5,2	5,1	2,2	-4,0	1,5	4,5	-3,4	0,0	2,4
Australia	3,4	2,1	4,3	3,0	3,8	2,8	2,8	4,0	2,1	-1,4	0,6	3,0	0,3	-1,1	1,1
Taiwan, provincia china de	6,5	-2,2	4,6	3,5	6,2	4,2	4,8	5,7	0,1	-7,5	0,0	5,0	-8,4	-1,6	1,0
Suecia	2,1	1,1	2,4	1,9	4,1	3,3	4,2	2,6	-0,2	-4,3	0,2	4,2	-4,4	-2,5	1,8
Suiza	1,1	1,2	0,4	-0,2	2,5	2,5	3,4	3,3	1,6	-3,0	-0,3	1,5	-0,1	-3,7	1,2
Hong Kong, RAE de	3,9	0,5	1,8	3,0	8,5	7,1	7,0	6,4	2,5	-4,5	0,5	5,0	-2,5	-3,3	3,2
República Checa	0,2	2,5	1,9	3,6	4,5	6,3	6,8	6,0	3,2	-3,5	0,1	4,0	0,5	-2,3	0,9
Noruega	3,7	2,0	1,5	1,0	3,9	2,7	2,3	3,1	2,0	-1,7	0,3	1,7	0,8	-3,0	1,7
Singapur	7,6	-2,4	4,1	3,8	9,3	7,3	8,4	7,8	1,1	-10,0	-0,1	5,4	-4,0	-6,9	1,9
Dinamarca	2,6	0,7	0,5	0,4	2,3	2,4	3,3	1,6	-1,1	-4,0	0,4	2,2	-3,8	-2,7	2,4
Israel	5,7	-0,3	-0,6	1,8	5,0	5,1	5,2	5,4	3,9	-1,7	0,3	4,1	1,9	-2,2	0,3
Nueva Zelanda	2,9	2,6	4,9	4,1	4,5	2,8	1,9	3,2	0,3	-2,0	0,5	3,2	-1,9	-1,1	1,1
Islandia	2,5	3,9	0,1	2,4	7,7	7,4	4,5	5,5	0,3	-10,6	-0,2	3,8	-1,5	-14,5	8,4
<i>Partidas informativas</i>															
Principales economías avanzadas	2,5	1,0	1,2	1,8	2,9	2,3	2,6	2,2	0,6	-3,8	0,0	2,4	-1,7	-2,6	0,9
Economías asiáticas recientemente industrializadas	6,1	1,2	5,6	3,1	5,9	4,7	5,6	5,7	1,5	-5,6	0,8	4,8	-4,8	-1,5	2,0
Demanda interna real total															
Economías avanzadas	2,8	1,2	1,7	2,1	3,3	2,6	2,8	2,3	0,4	-3,3	0,0	2,4	-1,6	-2,4	0,8
Estados Unidos	3,6	0,9	2,2	2,8	4,1	3,0	2,6	1,4	-0,3	-3,3	0,2	2,2	-1,9	-2,3	1,6
Zona del euro	...	1,3	0,4	1,4	1,9	1,9	2,8	2,4	0,9	-2,9	-0,6	1,9	-0,1	-3,2	0,6
Alemania	2,0	-0,5	-2,0	0,6	-0,1	0,0	2,1	1,1	1,7	-3,0	-1,6	1,7	2,0	-4,3	-0,3
Francia	1,8	1,7	1,2	1,7	3,2	2,7	2,6	3,0	1,0	-2,0	0,6	1,9	-0,1	-1,6	1,4
Italia	1,4	1,6	1,3	0,8	1,3	0,9	2,0	1,4	-1,7	-3,3	0,0	1,7	-2,4	-2,2	0,6
España	2,8	3,8	3,2	3,8	4,8	5,1	5,1	4,2	0,2	-6,3	-1,7	1,8	-2,8	-5,5	-0,6
Japón	1,2	1,0	-0,4	0,8	1,9	1,7	1,2	1,3	-0,8	-2,9	0,5	2,4	-1,6	-1,5	-0,8
Reino Unido	2,6	3,0	3,2	2,9	3,4	1,9	2,6	3,5	0,6	-4,8	-1,0	2,7	-2,9	-3,6	0,0
Canadá	2,4	1,2	3,2	4,6	4,2	4,8	4,7	4,3	2,4	-3,2	1,3	2,2	-1,0	-2,2	1,6
Otras economías avanzadas	4,0	0,6	4,1	1,8	4,7	3,4	3,9	4,5	1,7	-3,6	0,6	3,8	-3,2	-1,1	1,0
<i>Partidas informativas</i>															
Principales economías avanzadas	2,6	1,1	1,3	2,1	3,1	2,3	2,4	1,7	0,0	-3,2	0,0	2,2	-1,4	-2,4	0,9
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,7	0,1	4,9	0,7	4,9	2,9	4,2	4,5	1,7	-5,4	0,7	4,2	-4,8	-1,4	1,4

¹En los casos 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.

Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real*(Variación porcentual anual)*

	Promedios de 10 años		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	1991–2000	2001–10										
Gasto de consumo privado												
Economías avanzadas	2,9	1,6	2,4	2,3	1,9	2,8	2,5	2,7	2,5	0,6	-1,4	0,3
Estados Unidos	3,5	2,1	2,5	2,7	2,8	3,6	3,0	3,0	2,8	0,2	-0,9	1,0
Zona del euro	...	1,0	2,0	0,9	1,2	1,6	1,8	2,0	1,6	0,5	-1,3	-0,5
Alemania	2,3	-0,1	1,9	-0,8	0,1	0,1	0,2	1,0	-0,4	-0,1	-1,1	-1,8
Francia	1,7	1,8	2,6	2,3	2,0	2,4	2,5	2,5	2,4	1,3	-0,4	0,4
Italia	1,7	0,3	0,7	0,2	1,0	0,7	1,1	1,2	1,2	-0,9	-1,9	-0,1
España	2,7	2,2	3,4	2,8	2,9	4,2	4,2	3,9	3,5	0,1	-3,1	-0,1
Japón	1,6	0,8	1,6	1,1	0,4	1,6	1,3	1,5	0,7	0,5	-1,0	0,3
Reino Unido	2,8	1,5	3,1	3,5	3,0	2,9	1,9	2,1	3,1	1,4	-3,8	-1,5
Canadá	2,4	2,6	2,3	3,6	3,0	3,3	3,7	4,3	4,5	3,0	-2,3	0,7
Otras economías avanzadas	4,1	2,3	2,8	4,0	1,5	3,6	3,5	3,7	4,4	1,2	-2,1	0,5
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	2,7	1,5	2,2	2,0	2,0	2,6	2,3	2,4	2,1	0,5	-1,2	0,3
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,8	2,3	3,7	5,6	0,1	2,7	3,9	4,0	4,7	0,8	-3,1	0,6
Consumo público												
Economías avanzadas	1,8	2,1	2,8	3,3	2,4	1,8	1,2	1,8	2,2	2,4	2,6	0,4
Estados Unidos	1,0	1,8	3,1	4,3	2,5	1,5	0,3	1,6	1,9	2,8	2,4	-2,5
Zona del euro	...	2,0	2,1	2,4	1,7	1,6	1,5	1,9	2,3	2,0	2,3	2,1
Alemania	1,7	1,4	0,5	1,5	0,4	-0,7	0,4	0,6	2,2	2,0	3,1	4,0
Francia	1,6	1,6	1,1	1,9	2,0	2,2	1,3	1,4	1,3	1,6	1,7	1,7
Italia	0,2	1,6	3,9	2,4	1,9	2,2	1,9	0,5	1,0	0,6	1,0	0,9
España	3,2	4,4	3,9	4,5	4,8	6,3	5,5	4,6	4,9	5,3	4,4	0,5
Japón	3,1	1,8	3,0	2,4	2,3	1,9	1,6	0,4	2,0	0,9	2,3	1,3
Reino Unido	1,3	2,5	2,4	3,4	3,5	3,4	1,7	1,6	1,5	3,4	2,7	1,6
Canadá	0,8	2,9	3,9	2,5	3,1	2,0	1,5	3,8	3,7	3,4	2,1	2,6
Otras economías avanzadas	2,9	2,9	3,2	3,5	2,5	1,7	2,3	2,9	2,6	2,8	4,4	2,8
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	1,5	1,8	2,7	3,2	2,3	1,6	0,9	1,3	1,9	2,3	2,3	-0,2
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,4	3,6	3,8	4,0	2,7	1,9	2,7	3,8	3,5	3,4	6,7	4,1
Formación bruta de capital fijo												
Economías avanzadas	3,6	-0,3	-0,7	-1,5	2,1	4,5	4,5	3,8	2,0	-1,8	-12,5	-2,6
Estados Unidos	5,7	-1,3	-1,7	-3,5	3,2	6,1	5,8	2,0	-2,0	-3,5	-14,5	-3,1
Zona del euro	...	0,1	0,6	-1,4	1,3	2,3	3,3	5,5	4,3	0,7	-11,2	-3,7
Alemania	2,2	-1,3	-3,7	-6,1	-0,3	-0,3	1,1	7,7	4,3	4,4	-12,6	-6,3
Francia	1,7	1,4	2,3	-1,6	2,2	3,3	4,4	5,1	5,0	0,5	-5,1	-1,4
Italia	1,3	-0,7	2,7	3,7	-1,2	2,3	0,8	2,9	2,0	-3,0	-14,9	-0,9
España	3,3	0,6	4,8	3,4	5,9	5,1	7,0	7,1	5,3	-3,0	-19,1	-7,3
Japón	-0,7	-1,6	-0,9	-4,9	-0,5	1,4	3,1	0,5	1,1	-4,6	-10,7	0,6
Reino Unido	2,8	0,5	2,6	3,6	1,1	4,9	2,2	6,0	6,8	-3,1	-11,4	-6,2
Canadá	2,8	3,3	4,0	1,6	6,2	7,8	9,2	7,1	3,9	0,8	-8,0	1,3
Otras economías avanzadas	4,8	1,2	-3,8	4,0	2,8	7,2	4,3	5,7	6,4	0,3	-12,3	-0,9
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	3,4	-0,8	-0,6	-2,6	1,9	4,3	4,4	3,1	0,8	-2,3	-12,6	-2,7
Economías asiáticas recientemente industrializadas	6,5	-0,7	-5,7	2,4	2,5	7,8	1,8	4,0	4,9	-2,7	-17,9	-1,1

Cuadro A3 (conclusión)

	Promedios de 10 años		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	1991–2000	2001–10										
Demanda interna final												
Economías avanzadas	2,8	1,3	1,7	1,7	2,0	2,9	2,7	2,7	2,3	0,4	-2,9	-0,2
Estados Unidos	3,5	1,5	1,8	1,8	2,8	3,8	3,1	2,6	1,8	0,0	-2,7	-0,2
Zona del euro	...	1,0	1,7	0,7	1,3	1,7	2,1	2,7	2,3	0,8	-2,8	-0,6
Alemania	2,1	0,0	0,4	-1,4	0,1	-0,1	0,4	2,2	1,1	1,4	-2,8	-1,5
Francia	1,7	1,7	2,2	1,4	2,0	2,6	2,6	2,7	2,7	1,2	-0,9	0,4
Italia	1,3	0,4	1,7	1,3	0,7	1,4	1,2	1,4	1,3	-1,0	-4,0	0,0
España	2,9	2,2	3,9	3,2	4,0	4,8	5,2	4,9	4,2	0,1	-6,2	-1,7
Japón	1,2	0,4	1,2	-0,2	0,5	1,6	1,9	1,1	1,1	-0,6	-2,6	0,5
Reino Unido	2,5	1,6	2,9	3,5	2,8	3,3	1,9	2,6	3,4	1,0	-3,8	-1,6
Canadá	2,2	2,8	2,9	3,0	3,7	3,9	4,4	4,8	4,2	2,5	-2,8	1,2
Otras economías avanzadas	4,1	2,0	1,0	4,2	2,0	4,0	3,5	3,8	4,5	1,2	-4,0	0,4
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	2,6	1,2	1,7	1,3	2,0	2,8	2,5	2,4	1,9	0,2	-2,7	-0,2
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,9	1,6	1,0	5,2	1,4	3,6	3,2	3,8	4,4	0,3	-6,3	0,5
Consumo público¹												
Economías avanzadas	0,0	-0,1	-0,6	0,0	0,1	0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,4	0,2
Estados Unidos	0,1	-0,1	-0,9	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	-0,4	-0,2	-0,6	0,4
Zona del euro	...	-0,1	-0,4	-0,3	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0
Alemania	-0,1	-0,1	-0,9	-0,6	0,5	0,0	-0,4	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0
Francia	0,1	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3	0,6	0,1	-0,1	0,3	-0,2	-1,1	0,3
Italia	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,3	0,5	0,0	-0,2	0,7	0,0
España	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-0,1	0,0	-0,2	0,0
Japón	0,0	0,0	-0,2	-0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,3	-0,1	-0,3	0,0
Reino Unido	0,1	-0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,4	-1,0	0,6
Canadá	0,2	-0,1	-1,7	0,2	0,8	0,1	0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,0
Otras economías avanzadas	0,0	0,0	-0,5	0,1	-0,1	0,6	0,0	0,0	-0,1	0,3	-0,1	0,0
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	0,0	-0,1	-0,6	0,1	0,1	0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,5	0,3
Economías asiáticas recientemente industrializadas	0,0	0,1	-0,9	0,4	-0,4	1,0	-0,1	0,2	-0,3	1,1	0,0	0,0
Saldo de la balanza de pagos¹												
Economías avanzadas	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,2	0,4	0,4	-0,3	0,0
Estados Unidos	-0,4	0,0	-0,2	-0,7	-0,4	-0,7	-0,2	0,0	0,6	1,3	0,7	-0,2
Zona del euro	...	0,0	0,6	0,5	-0,6	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,0	-0,9	0,1
Alemania	0,0	0,5	1,7	2,0	-0,8	1,4	0,7	1,0	1,4	-0,3	-2,9	0,5
Francia	0,2	-0,5	0,1	-0,1	-0,6	-0,9	-0,7	-0,3	-0,9	-0,3	-0,9	-0,2
Italia	0,2	-0,2	0,2	-0,8	-0,8	0,2	-0,3	0,0	0,2	0,3	-0,7	-0,4
España	-0,1	-0,2	-0,2	-0,6	-0,8	-1,7	-1,7	-1,5	-0,8	1,0	3,7	1,0
Japón	0,1	0,0	-0,8	0,7	0,7	0,8	0,3	0,8	1,1	0,1	-3,6	0,0
Reino Unido	0,0	-0,1	-0,5	-1,1	-0,1	-0,7	0,1	0,1	-0,7	0,2	0,9	0,6
Canadá	0,6	-0,9	0,7	-0,1	-2,5	-0,9	-1,7	-1,3	-1,5	-1,9	0,4	-0,1
Otras economías avanzadas	0,5	0,3	0,8	-0,2	0,6	0,2	0,6	0,8	0,7	-0,2	-0,3	0,2
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	0,1	0,4	0,6	-0,5	-0,1
Economías asiáticas recientemente industrializadas	0,4	1,1	1,3	0,6	2,2	1,2	1,6	1,6	2,0	-0,3	0,1	0,4

¹Variaciones expresadas como porcentaje del PIB del período anterior.

Cuadro A4. Economías emergentes y en desarrollo, por países: PIB real¹

(Variación porcentual anual)

	Promedio 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
África	2,4	4,9	6,5	5,5	6,7	5,8	6,1	6,2	5,2	2,0	3,9	5,4
Argelia	1,6	2,7	4,7	6,9	5,2	5,1	2,0	3,0	3,0	2,1	3,9	4,3
Angola	1,3	3,1	14,5	3,3	11,2	20,6	18,6	20,3	14,8	-3,6	9,3	6,1
Benin	4,5	6,2	4,4	4,0	3,0	2,9	3,8	4,6	5,0	3,8	3,0	6,0
Botswana	6,4	3,5	9,0	6,3	6,0	1,6	5,1	4,4	2,9	-10,4	14,3	3,5
Burkina Faso	5,3	6,6	4,7	7,3	4,6	7,1	5,5	3,6	5,0	3,5	4,1	6,0
Burundi	-1,7	2,1	4,4	-1,2	4,8	0,9	5,1	3,6	4,5	3,5	3,8	5,0
Camerún ²	1,4	4,5	4,0	4,0	3,7	2,3	3,2	3,5	3,4	2,4	2,6	4,7
Cabo Verde	6,8	6,1	5,3	4,7	4,3	6,5	10,8	7,8	5,9	2,5	3,0	6,4
Chad	2,8	11,7	8,5	14,7	33,6	7,9	0,2	0,2	-0,4	2,8	2,5	1,8
Comoras	1,1	3,3	4,1	2,5	-0,2	4,2	1,2	0,5	1,0	0,8	1,5	4,0
Congo, República Democrática del	-5,6	-2,1	3,5	5,8	6,6	7,9	5,6	6,3	6,2	2,7	5,5	7,5
Congo, República del	1,4	3,8	4,6	0,8	3,5	7,8	6,2	-1,6	5,6	9,5	11,9	2,8
Côte d'Ivoire	3,1	0,0	-1,6	-1,7	1,6	1,9	0,7	1,6	2,3	3,7	4,2	6,0
Djibouti	-1,7	2,0	2,6	3,2	3,0	3,2	4,8	5,1	5,8	5,1	5,4	7,1
Eritrea	...	8,8	3,0	-2,7	1,5	2,6	-1,0	1,3	1,0	1,1	4,7	3,1
Etiopía	2,9	7,7	1,2	-3,5	9,8	12,6	11,5	11,5	11,6	6,5	6,5	7,7
Gabón	1,7	2,1	-0,3	2,4	1,1	3,0	1,2	5,6	2,0	0,7	2,7	2,8
Gambia	4,2	5,8	-3,2	6,9	7,0	5,1	6,5	6,3	5,9	4,0	4,4	5,5
Ghana	4,5	4,2	4,5	5,2	5,6	5,9	6,4	6,1	7,2	4,5	4,7	5,8
Guinea	4,1	3,8	4,2	1,2	2,3	3,0	2,5	1,8	4,0	2,6	4,1	5,0
Guinea-Bissau	0,9	-0,6	-4,2	-0,6	2,2	3,5	0,6	2,7	3,3	1,9	3,1	4,4
Guinea Ecuatorial	31,6	63,4	19,5	14,0	38,0	9,7	1,3	21,4	11,3	-5,4	-2,8	-1,9
Kenya	1,7	4,7	0,3	2,8	4,6	5,9	6,4	7,0	2,0	3,0	4,0	6,5
Lesotho	3,8	3,0	1,6	3,9	4,6	0,7	8,1	5,1	3,5	0,6	3,0	4,4
Liberia	...	2,9	3,7	-31,3	2,6	5,3	7,8	9,5	7,1	4,9	7,5	12,9
Madagascar	1,7	6,0	-12,4	9,8	5,3	4,6	5,0	6,2	5,0	-0,2	2,0	5,7
Malawi	3,4	-4,1	1,7	5,7	5,4	3,3	6,7	8,6	9,7	6,9	6,0	5,3
Malí	3,6	12,1	4,3	7,2	1,2	6,1	5,3	4,3	5,0	3,9	4,1	5,3
Mauritania	2,9	2,9	1,1	5,6	5,2	5,4	11,4	1,0	2,2	2,3	4,7	5,9
Mauricio	6,0	4,2	1,5	3,8	4,8	3,4	3,5	4,2	6,6	2,1	2,3	4,2
Marruecos	2,4	7,6	3,3	6,3	4,8	3,0	7,8	2,7	5,4	4,4	4,4	6,0
Mozambique, República de	6,5	12,3	9,2	6,5	7,9	8,4	8,7	7,0	6,2	4,3	4,0	6,5
Namibia	3,9	1,2	4,8	4,3	12,3	2,5	7,2	4,1	2,9	-0,7	1,8	3,1
Níger	1,0	8,0	5,3	7,1	-0,8	8,4	5,8	3,3	9,5	3,0	4,5	5,6
Nigeria	1,9	8,2	21,2	10,3	10,6	5,4	6,2	6,4	5,3	2,9	2,6	6,3
República Centroafricana	1,0	0,6	-0,6	-7,1	1,0	2,4	3,8	3,7	2,2	2,4	3,1	5,1
Rwanda	0,7	8,5	11,0	0,3	5,3	7,2	7,3	7,9	11,2	5,6	5,8	6,1
Santo Tomé y Príncipe	1,5	3,1	11,6	5,4	6,6	5,7	6,7	6,0	5,8	5,0	6,0	8,0
Senegal	3,1	4,6	0,7	6,7	5,9	5,6	2,4	4,7	2,5	3,1	3,4	4,9
Seychelles	4,5	-2,3	1,2	-5,9	-2,9	7,5	8,3	7,3	0,1	-9,6	2,6	5,0
Sierra Leona	-7,6	18,2	27,4	9,5	7,4	7,3	7,4	6,4	5,5	4,5	5,3	5,6
Sudáfrica	1,8	2,7	3,7	3,1	4,9	5,0	5,3	5,1	3,1	-0,3	1,9	4,4
Sudán	3,5	6,2	5,4	7,1	5,1	6,3	11,3	10,2	6,8	4,0	5,0	5,0
Swazilandia	2,9	1,0	1,8	3,9	2,5	2,2	2,9	3,5	2,5	0,5	2,6	2,5
Tanzania	2,9	6,0	7,2	6,9	7,8	7,4	6,7	7,1	7,5	5,0	5,7	7,5
Togo	0,9	-2,3	-0,3	5,2	2,4	1,2	3,9	1,9	1,1	1,7	2,1	4,0
Túnez	4,7	5,0	1,7	5,6	6,0	4,0	5,5	6,3	4,5	3,3	3,8	6,0
Uganda	6,2	5,2	8,7	6,5	6,8	6,3	10,8	8,6	9,5	6,2	5,5	7,0
Zambia	-0,2	4,9	3,3	5,1	5,4	5,3	6,2	6,3	6,0	4,0	4,5	5,9
Zimbabwe ³	0,6	-2,7	-4,4	-10,4	-3,6	-4,0	-5,4	-6,1	...	...	...	...

Cuadro A4 (continuación)

	Promedio 1991-2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
América	2,0	0,0	4,4	4,9	7,3	6,0	6,6	5,4	2,9	-3,7	0,8	4,0
Antigua y Barbuda	3,4	1,5	2,0	4,3	5,2	5,5	12,4	6,9	4,2	-4,5	-0,5	1,8
Argentina	4,2	-4,4	-10,9	8,8	9,0	9,2	8,5	8,7	7,0	-1,5	0,7	3,0
Bahamas, Las	2,1	0,8	2,3	1,0	-0,2	3,3	4,6	2,8	-1,3	-4,5	-0,5	1,8
Barbados	1,0	-2,6	0,7	2,0	4,8	3,9	3,2	3,4	0,6	-3,5	0,5	3,0
Belice	6,0	5,0	5,1	9,3	4,6	3,0	4,7	1,2	3,0	1,0	2,0	2,5
Bolivia	3,8	1,7	2,5	2,7	4,2	4,4	4,8	4,6	5,9	2,2	2,9	3,6
Brasil	2,5	1,3	2,7	1,1	5,7	3,2	4,0	5,7	5,1	-1,3	2,2	4,5
Chile	6,5	3,5	2,2	4,0	6,0	5,6	4,6	4,7	3,2	0,1	3,0	5,0
Colombia	2,7	2,2	2,5	4,6	4,7	5,7	6,9	7,5	2,5	0,0	1,3	4,5
Costa Rica	5,2	1,1	2,9	6,4	4,3	5,9	8,8	7,8	2,9	0,5	1,5	5,2
Dominica	2,1	-4,2	-5,1	0,1	3,0	3,3	4,0	1,5	2,6	1,1	2,0	3,0
Ecuador	2,2	5,3	4,2	3,6	8,0	6,0	3,9	2,5	5,3	-2,0	1,0	3,0
El Salvador	4,6	1,7	2,3	2,3	1,9	3,1	4,2	4,7	2,5	0,0	0,5	4,5
Granada	4,5	-3,0	1,6	7,1	-5,7	11,0	-2,3	4,5	0,3	-0,7	1,0	3,9
Guatemala	3,7	2,4	3,9	2,5	3,2	3,3	5,4	6,3	4,0	1,0	1,8	4,0
Guyana	4,9	2,3	1,1	-0,7	1,6	-1,9	5,1	5,4	3,2	2,6	3,4	3,8
Haití	0,3	-1,0	-0,3	0,4	-3,5	1,8	2,3	3,4	1,3	1,0	2,0	3,7
Honduras	3,3	2,7	3,8	4,5	6,2	6,1	6,6	6,3	4,0	1,5	1,9	3,0
Jamaica	0,5	1,3	1,0	3,5	1,4	1,0	2,7	1,4	-1,2	-2,6	-0,3	2,1
México	3,5	-0,2	0,8	1,7	4,0	3,2	5,1	3,3	1,3	-3,7	1,0	4,9
Nicaragua	3,6	3,0	0,8	2,5	5,3	4,4	3,9	3,2	3,0	0,5	1,0	4,0
Panamá	5,5	0,6	2,2	4,2	7,5	7,2	8,5	11,5	9,2	3,0	4,0	6,5
Paraguay	1,8	2,1	0,0	3,8	4,1	2,9	4,3	6,8	5,8	0,5	1,5	5,0
Perú	4,0	0,2	5,0	4,0	5,0	6,8	7,7	8,9	9,8	3,5	4,5	5,5
República Dominicana	6,1	1,8	5,8	-0,3	1,3	9,3	10,7	8,5	4,8	0,5	2,0	7,0
Saint Kitts y Nevis	4,1	2,0	1,0	0,5	7,6	5,6	5,3	2,9	3,0	-1,2	0,0	2,0
San Vicente y las Granadinas	3,1	-0,1	3,2	2,8	6,8	2,6	7,6	7,0	0,9	0,1	1,2	4,1
Santa Lucía	2,2	-4,1	0,6	3,5	4,5	3,8	5,0	1,7	1,7	-1,4	0,0	4,2
Suriname	0,7	6,8	2,6	6,0	8,2	4,5	4,8	5,5	6,5	2,8	2,5	4,7
Trinidad y Tabago	4,5	3,8	7,9	14,4	7,8	5,4	13,3	5,5	3,4	0,5	2,0	3,3
Uruguay	3,0	-3,8	-7,7	0,8	5,0	7,5	4,6	7,6	8,9	1,3	2,0	3,8
Venezuela	2,1	3,4	-8,9	-7,8	18,3	10,3	10,3	8,4	4,8	-1,2	-0,5	0,5
Comunidad de Estados Independientes^{4,5}	...	6,1	5,2	7,8	8,2	6,7	8,4	8,6	5,5	-5,1	1,2	5,3
Rusia	...	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	7,7	8,1	5,6	-6,0	0,5	5,0
Excluido Rusia	...	8,9	6,6	9,1	10,8	7,4	10,2	9,9	5,3	-2,9	3,1	5,9
Armenia	...	9,6	13,2	14,0	10,5	14,0	13,2	13,8	6,8	-5,0	0,0	5,0
Azerbaiyán	...	6,5	8,1	10,5	10,4	24,3	30,5	23,4	11,6	2,5	12,3	-0,8
Belarús	...	4,7	5,0	7,0	11,4	9,4	10,0	8,6	10,0	-4,3	1,6	5,7
Georgia	...	4,7	5,5	11,1	5,9	9,6	9,4	12,4	2,0	1,0	3,0	5,0
Kazajstán	...	13,5	9,8	9,3	9,6	9,7	10,7	8,9	3,2	-2,0	1,5	8,0
Moldova	...	6,1	7,8	6,6	7,4	7,5	4,8	4,0	7,2	-3,4	0,0	5,0
Mongolia	0,3	0,2	4,7	7,0	10,6	7,3	8,6	10,2	8,9	2,7	4,3	6,0
República Kirguisa	...	5,3	-0,0	7,0	7,0	-0,2	3,1	8,5	7,6	0,9	2,9	5,6
Tayikistán	...	10,2	9,1	10,2	10,6	6,7	7,0	7,8	7,9	2,0	3,0	7,0
Turkmenistán	...	20,4	15,8	17,1	14,7	13,0	11,4	11,6	9,8	6,9	7,0	8,4
Ucrania	...	9,2	5,2	9,6	12,1	2,7	7,3	7,9	2,1	-8,0	1,0	6,0
Uzbekistán	...	4,2	4,0	4,2	7,7	7,0	7,3	9,5	9,0	7,0	7,0	6,0

Cuadro A4 (continuación)

	Promedio 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Europa central y oriental⁴	2,0	0,0	4,4	4,9	7,3	6,0	6,6	5,4	2,9	-3,7	0,8	4,0
Albania	1,3	7,0	4,2	5,8	5,7	5,8	5,5	6,3	6,8	0,4	2,0	6,0
Bosnia y Herzegovina	...	3,6	5,0	3,5	6,3	3,9	6,9	6,8	5,5	-3,0	0,5	4,5
Bulgaria	-4,0	4,1	4,5	5,0	6,6	6,2	6,3	6,2	6,0	-2,0	-1,0	5,0
Croacia	...	3,8	5,4	5,0	4,2	4,2	4,7	5,5	2,4	-3,5	0,3	4,0
Estonia	...	7,7	7,8	7,1	7,5	9,2	10,4	6,3	-3,6	-10,0	-1,0	4,5
Hungría	1,0	4,1	4,1	4,2	4,8	4,0	4,0	1,1	0,6	-3,3	-0,4	4,5
Letonia	...	8,0	6,5	7,2	8,7	10,6	12,2	10,0	-4,6	12,0	-2,0	4,0
Lituania	...	6,7	6,9	10,2	7,4	7,8	7,8	8,9	3,0	-10,0	-3,0	5,5
Macedonia, ex República Yugoslava de	...	-4,5	0,9	2,8	4,1	4,1	4,0	5,9	5,0	2,0	1,0	2,0
Montenegro	...	1,1	1,9	2,5	4,4	4,2	8,6	10,7	7,5	2,7	-2,0	4,0
Polonia	3,8	1,2	1,4	3,9	5,3	3,6	6,2	6,7	4,8	0,7	1,3	4,3
Rumania	-1,6	5,6	5,0	5,3	8,5	4,1	7,9	6,2	7,1	4,1	-0,0	4,1
Serbia	...	5,6	3,9	2,4	8,3	5,6	5,2	6,9	5,4	2,0	0,0	5,5
Turquía	3,7	-5,7	6,2	5,3	9,4	8,4	6,9	4,7	1,1	5,1	1,5	3,5
Oriente Medio	4,0	2,6	3,8	7,0	6,0	5,8	5,7	6,3	5,9	2,5	3,5	4,5
Arabia Saudita	2,7	0,5	0,1	7,7	5,3	5,6	3,0	3,5	4,6	-0,9	2,9	5,1
Bahrein	4,6	4,6	5,2	7,2	5,6	7,9	6,7	8,1	6,1	2,6	3,5	4,9
Egipto	4,4	3,5	3,2	3,2	4,1	4,5	6,8	7,1	7,2	3,6	3,0	6,0
Emiratos Árabes Unidos	4,4	1,7	2,6	11,9	9,7	8,2	9,4	6,3	7,4	-0,6	1,6	5,1
Irán, República Islámica del	3,7	3,7	7,5	7,2	5,1	4,7	5,8	7,8	4,5	3,2	3,0	2,2
Iraq	...	...	...	...	...	-0,7	6,2	1,5	9,8	6,9	6,7	4,7
Jordania	4,7	5,3	5,8	4,2	8,6	8,1	8,0	6,6	6,0	3,0	4,0	5,5
Kuwait	3,7	0,2	3,0	17,3	10,2	10,6	5,1	2,5	6,3	-1,1	2,4	4,6
Líbano	7,1	4,5	3,3	4,1	7,5	2,6	0,6	7,5	8,5	3,0	4,0	4,5
Libia	0,2	-4,3	-1,3	13,0	4,4	10,3	6,7	6,8	6,7	1,1	2,8	8,4
Omán	4,6	7,5	2,6	2,0	5,3	6,0	6,8	6,4	6,2	3,0	3,8	6,5
Qatar	6,9	6,3	3,2	6,3	17,7	9,2	15,0	15,3	16,4	18,0	16,4	3,3
República Árabe Siria	4,8	3,7	5,9	-2,1	6,7	4,5	5,1	4,2	5,2	3,0	2,8	5,2
Yemen, República del	5,7	3,8	3,9	3,7	4,0	5,6	3,2	3,3	3,9	7,7	4,7	4,5

Cuadro A4 (conclusión)

	Promedio 1991-2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Países en desarrollo de Asia	3,3	0,7	0,6	2,2	6,0	4,7	5,7	5,7	4,2	-1,5	1,6	4,3
Afganistán, República del	...	...	...	15,1	8,8	16,1	8,2	12,1	3,4	9,0	7,0	9,4
Bangladesh	4,9	4,8	4,8	5,8	6,1	6,3	6,5	6,3	5,6	5,0	5,4	7,0
Bhután	5,0	6,8	10,9	7,2	6,8	7,0	8,8	17,9	6,6	5,7	6,6	6,7
Brunei Darussalam	...	2,7	3,9	2,9	0,5	0,4	4,4	0,6	-1,5	0,2	0,6	1,7
Camboya	...	8,1	6,6	8,5	10,3	13,3	10,8	10,2	6,0	-0,5	3,0	7,5
China	10,4	8,3	9,1	10,0	10,1	10,4	11,6	13,0	9,0	6,5	7,5	10,0
Fiji	5,0	2,0	3,2	1,0	5,5	0,7	3,3	-6,6	0,2	-1,8	1,2	2,8
Filipinas	3,0	1,8	4,4	4,9	6,4	5,0	5,4	7,2	4,6	0,0	1,0	5,0
India	5,6	3,9	4,6	6,9	7,9	9,2	9,8	9,3	7,3	4,5	5,6	8,0
Indonesia	4,0	3,6	4,5	4,8	5,0	5,7	5,5	6,3	6,1	2,5	3,5	6,0
Islas Salomón	2,5	-8,0	-2,8	6,5	8,0	5,0	6,1	10,2	7,3	4,0	3,4	7,3
Kiribati	5,2	-5,1	6,1	2,3	2,2	0,0	3,2	-0,5	3,4	1,5	1,1	1,1
Malasia	7,1	0,5	5,4	5,8	6,8	5,3	5,8	6,3	4,6	-3,5	1,3	6,0
Maldivas	7,5	3,5	6,5	8,5	9,5	-4,6	18,0	7,2	5,7	-1,3	2,9	5,5
Myanmar	7,1	11,3	12,0	13,8	13,6	13,6	13,1	11,9	4,5	5,0	4,0	4,0
Nepal	5,0	5,6	0,1	3,9	4,7	3,1	3,7	3,2	4,7	3,6	3,3	5,5
Pakistán	3,9	2,0	3,2	4,8	7,4	7,7	6,2	6,0	6,0	2,5	3,5	7,0
Papua Nueva Guinea	4,6	-0,1	-0,2	2,2	2,7	3,6	2,6	6,5	7,0	3,9	3,7	2,4
República Democrática Popular Lao	6,3	5,7	5,9	6,1	6,4	7,1	8,4	7,5	7,2	4,4	4,7	7,1
Samoa	3,2	8,1	5,5	2,1	2,4	6,0	1,8	6,0	4,5	4,0	3,5	3,5
Sri Lanka	5,2	-1,5	4,0	5,9	5,4	6,2	7,7	6,8	6,0	2,2	3,6	5,5
Tailandia	4,4	2,2	5,3	7,1	6,3	4,6	5,2	4,9	2,6	-3,0	1,0	6,0
Timor-Leste, República Democrática del	...	18,9	2,4	0,1	4,2	6,2	-5,8	8,4	12,8	7,2	7,9	7,8
Tonga	1,6	2,6	3,0	3,2	1,4	5,4	0,6	-3,2	1,2	2,6	1,9	1,6
Vanuatu	2,8	-2,5	-7,4	3,2	5,5	6,5	7,4	6,8	6,6	3,0	3,5	4,5
Vietnam	7,6	6,9	7,1	7,3	7,8	8,4	8,2	8,5	6,2	3,3	4,0	7,0

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).

³Como las tendencias recientes impiden pronosticar con exactitud el PIB, no se hizo ninguna proyección para 2008 y años posteriores.

⁴Los 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.

⁵Mongolia, 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 A5. Resumen de la inflación*(Porcentaje)*

	Promedio 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Deflatores del PIB												
Economías avanzadas	2,4	2,0	1,6	1,7	2,0	2,1	2,1	2,2	2,0	0,8	0,6	1,6
Estados Unidos	2,1	2,4	1,7	2,1	2,9	3,3	3,2	2,7	2,2	0,9	0,4	2,0
Zona del euro	...	2,5	2,6	2,2	1,9	2,0	2,0	2,3	2,3	1,0	1,0	1,7
Japón	0,2	-1,2	-1,5	-1,6	-1,1	-1,2	-0,9	-0,7	-1,0	0,9	-0,7	0,5
Otras economías avanzadas ¹	3,2	2,1	1,8	2,2	2,3	2,0	2,0	2,6	2,9	1,0	1,8	1,9
Precios al consumidor												
Economías avanzadas	2,7	2,2	1,5	1,8	2,0	2,3	2,4	2,2	3,4	-0,2	0,3	1,9
Estados Unidos	2,8	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,9	-0,1	2,2
Zona del euro ²	...	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,4	0,6	1,5
Japón	0,8	-0,7	-0,9	-0,3	0,0	-0,3	0,3	0,0	1,4	-1,0	-0,6	1,0
Otras economías avanzadas ¹	3,3	2,2	1,7	1,8	1,8	2,1	2,1	2,1	3,8	0,8	1,1	2,2
Economías emergentes y en desarrollo	44,5	7,7	6,8	6,7	5,9	5,7	5,4	6,4	9,3	5,7	4,7	4,2
Por regiones												
África	24,6	10,9	9,1	8,7	6,6	7,1	6,3	6,3	10,1	9,0	6,3	4,8
América	64,8	6,5	8,6	10,4	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	6,6	6,2	6,3
Comunidad de Estados independientes ³	...	20,3	14,0	12,3	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	12,6	9,5	6,9
Europa central y oriental	59,4	24,4	18,9	11,3	6,6	5,6	5,7	6,1	8,0	4,6	4,2	3,3
Oriente Medio	10,3	3,8	5,3	6,1	7,1	6,2	6,8	10,5	15,6	11,0	8,5	5,8
Países en desarrollo de Asia	8,2	2,8	2,1	2,6	4,1	3,8	4,2	5,4	7,4	2,8	2,4	2,8
<i>Partida informativa</i>												
Unión Europea	7,6	3,0	2,5	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	3,7	0,8	0,8	1,7
Por criterios analíticos												
Por fuentes de ingresos de exportación												
Combustibles	78,0	13,6	12,0	11,5	9,9	9,6	8,4	9,8	15,3	12,3	10,6	8,4
Otros productos	35,8	6,3	5,6	5,5	5,0	4,8	4,7	5,6	7,9	4,2	3,4	3,3
Productos primarios	51,3	15,1	8,5	6,1	3,7	6,6	6,7	7,0	10,9	7,1	5,8	4,6
Por fuentes de financiamiento externo												
Países deudores netos	42,6	8,3	8,1	7,4	5,4	5,7	5,7	5,9	8,6	6,3	4,7	4,2
Financiamiento oficial	22,1	6,3	3,7	5,9	6,7	7,8	8,0	8,4	14,8	9,6	6,2	4,9
Países deudores netos según el cumplimiento del servicio de la deuda												
Países que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2003–07	32,1	9,3	12,8	9,5	6,8	8,2	8,7	8,1	11,1	10,4	6,6	6,0
<i>Partida informativa</i>												
Mediana de la tasa de inflación												
Economías avanzadas	2,6	2,6	2,3	2,1	2,0	2,1	2,2	2,1	3,8	0,5	1,0	2,0
Economías emergentes y en desarrollo	9,7	4,7	3,6	4,2	4,5	5,7	6,1	6,3	10,4	5,5	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.³Mongolia, que no es Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor

(Variación porcentual anual)

	Promedio												Fin del período		
	1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014	2008	2009	2010
Precios al consumidor															
Economías avanzadas	2,7	2,2	1,5	1,8	2,0	2,3	2,4	2,2	3,4	-0,2	0,3	1,9	1,6	0,0	0,4
Estados Unidos	2,8	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,9	-0,1	2,2	0,8	-0,1	0,1
Zona del euro ¹	...	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,4	0,6	1,5	1,6	0,9	0,6
Alemania	2,3	1,9	1,4	1,0	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,1	-0,4	0,7	1,1	-1,0	-0,4
Francia	1,8	1,8	1,9	2,2	2,3	1,9	1,9	1,6	3,2	0,5	1,0	1,8	1,2	0,5	1,0
Italia	3,7	2,3	2,6	2,8	2,3	2,2	2,2	2,0	3,5	0,7	0,6	1,8	3,4	0,7	0,6
España	4,0	2,8	3,6	3,1	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	0,0	0,9	1,7	1,5	0,4	0,8
Países Bajos	2,3	5,1	3,8	2,2	1,4	1,5	1,7	1,6	2,2	0,3	1,1	1,5	2,2	0,3	1,1
Bélgica	2,0	2,4	1,6	1,5	1,9	2,5	2,3	1,8	4,5	0,5	1,0	1,5	2,7	0,0	1,4
Grecia	9,1	3,7	3,9	3,4	3,0	3,5	3,3	3,0	4,2	1,6	2,1	2,5	3,2	1,9	2,1
Austria	2,0	2,3	1,7	1,3	2,0	2,1	1,7	2,2	3,2	0,5	1,3	1,9	1,5	1,4	1,2
Portugal	4,7	4,4	3,7	3,3	2,5	2,1	3,0	2,4	2,6	0,3	1,0	1,8	2,6	0,3	1,0
Finlandia	1,9	2,7	2,0	1,3	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	1,0	1,1	1,3	3,4	1,9	1,1
Irlanda	2,6	4,0	4,7	4,0	2,3	2,2	2,7	2,9	3,1	-0,6	1,0	1,9	1,3	0,3	1,3
República Eslovaca	...	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	1,7	2,3	2,3	3,5	2,0	2,3
Eslovenia	...	8,4	7,5	5,6	3,6	2,5	2,5	3,6	5,7	0,5	1,5	3,0	2,1	0,5	2,1
Luxemburgo	2,2	2,7	2,1	2,0	2,2	2,5	2,7	2,3	3,4	0,2	1,8	1,6	0,9	2,1	1,5
Chipre	3,8	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,2	2,2	4,4	0,9	2,4	2,8	1,8	1,2	2,4
Malta	3,1	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7	4,7	1,8	1,7	2,5	5,0	1,3	2,0
Japón	0,8	-0,7	-0,9	-0,3	0,0	-0,3	0,3	0,0	1,4	-1,0	-0,6	1,0	0,4	-1,3	-0,4
Reino Unido ¹	2,7	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0	2,3	2,3	3,6	1,5	0,8	1,8	3,9	0,8	1,0
Canadá	2,0	2,5	2,3	2,7	1,8	2,2	2,0	2,1	2,4	0,0	0,5	2,1	1,9	-0,2	0,9
Corea	5,1	4,1	2,8	3,5	3,6	2,8	2,2	2,5	4,7	1,7	3,0	3,0	4,1	1,5	3,0
Australia	2,2	4,4	3,0	2,8	2,3	2,7	3,5	2,3	4,4	1,6	1,3	2,5	3,7	1,9	1,1
Taiwan, provincia china de	2,6	0,0	-0,2	-0,3	1,6	2,3	0,6	1,8	3,5	-2,0	1,0	2,0	3,7	-1,0	0,0
Suecia	2,7	2,7	1,9	2,3	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	-0,2	0,0	2,0	2,1	-0,5	0,5
Suiza	1,9	1,0	0,6	0,6	0,8	1,2	1,0	0,7	2,4	-0,6	-0,3	1,0	1,2	-0,6	-0,3
Hong Kong, RAE de	5,3	-1,6	-3,0	-2,6	-0,4	0,9	2,0	2,0	4,3	1,0	1,0	2,6	2,0	1,3	1,0
República Checa	13,3	4,7	1,9	0,1	2,8	1,8	2,5	2,9	6,3	1,0	1,6	2,0	3,6	1,0	1,6
Noruega	2,3	3,0	1,3	2,5	0,5	1,5	2,3	0,7	3,8	1,5	1,9	2,5	2,1	1,0	2,3
Singapur	1,7	1,0	-0,4	0,5	1,7	0,5	1,0	2,1	6,5	0,0	1,1	1,8	5,4	-1,5	2,0
Dinamarca	2,1	2,4	2,4	2,1	1,2	1,8	1,9	1,7	3,4	-0,3	0,0	2,0	2,9	-0,6	0,3
Israel	9,5	1,1	5,7	0,7	-0,4	1,3	2,1	0,5	4,7	1,4	0,8	2,0	4,8	-0,1	1,1
Nueva Zelandia	1,8	2,6	2,6	1,7	2,3	3,0	3,4	2,4	4,0	1,3	1,1	2,1	3,4	0,8	1,3
Islandia	3,2	6,7	4,8	2,1	3,2	4,0	6,8	5,0	12,4	10,6	2,4	2,5	18,1	3,0	2,3
<i>Partidas informativas</i>															
Principales economías avanzadas	2,4	1,9	1,3	1,7	2,0	2,3	2,3	2,1	3,2	-0,4	0,0	1,8	1,2	-0,2	0,2
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,1	1,9	1,0	1,4	2,4	2,2	1,6	2,2	4,5	0,4	2,0	2,6	3,9	0,5	1,8

¹Basados en el Índice de Precios de Consumo Armonizado de Eurostat.

Cuadro A7. Economías emergentes y en desarrollo, por países: Precios al consumidor¹*(Variación porcentual anual)*

	Promedio												Fin del período		
	1991-2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014	2008	2009	2010
África	24,6	10,9	9,1	8,7	6,6	7,1	6,3	6,3	10,1	9,0	6,3	4,8	11,6	7,0	5,6
Argelia	16,3	4,2	1,4	2,6	3,6	1,6	2,5	3,6	4,5	4,6	3,4	3,0	5,8	3,5	3,3
Angola	549,4	152,6	108,9	98,3	43,6	23,0	13,3	12,2	12,5	12,1	8,9	0,0	13,2	10,0	8,0
Benin	7,6	4,0	2,4	1,5	0,9	5,4	3,8	1,3	8,0	4,0	2,8	2,8	9,9	3,5	3,3
Botswana	10,6	6,6	8,0	9,2	7,0	8,6	11,6	7,1	12,6	8,1	5,2	4,0	13,7	5,7	4,8
Burkina Faso	4,4	4,7	2,3	2,0	-0,4	6,4	2,4	-0,2	10,7	4,7	2,3	2,0	11,6	3,3	2,0
Burundi	15,2	9,3	-1,3	10,7	8,0	13,4	2,8	8,3	24,4	10,9	7,5	5,0	25,7	7,8	7,3
Camerún ²	4,9	2,8	6,3	0,6	0,3	2,0	4,9	1,1	5,3	2,3	2,0	2,0	5,3	-0,1	2,0
Cabo Verde	5,9	3,7	1,9	1,2	-1,9	0,4	4,8	4,4	6,8	3,5	2,7	2,0	6,7	3,3	2,7
Chad	4,5	12,4	5,2	-1,8	-4,8	3,7	7,7	-7,4	8,3	3,0	3,0	3,0	9,7	3,0	3,0
Comoras	3,9	5,6	3,6	3,7	4,5	3,0	3,4	4,5	4,8	4,9	2,4	3,0	7,4	2,3	2,5
Congo, República Democrática del	977,6	357,3	25,3	12,8	4,0	21,4	13,2	16,7	18,0	33,9	19,9	8,7	27,6	24,8	15,0
Congo, República del	7,3	0,8	3,0	1,7	3,7	2,5	4,7	2,6	6,0	9,5	5,1	3,0	11,4	6,4	3,8
Côte d'Ivoire	6,0	4,4	3,1	3,3	1,5	3,9	2,5	1,9	6,3	5,9	3,2	2,5	9,0	3,4	3,0
Djibouti	3,6	1,8	0,6	2,0	3,1	3,1	3,5	5,0	12,0	5,5	5,0	3,0	12,0	5,5	5,0
Eritrea	...	14,6	16,9	22,7	25,1	12,5	15,1	9,3	11,0	10,5	9,7	8,5	11,0	10,0	9,5
Etiopía	7,2	-5,2	-7,2	15,1	8,6	6,8	12,3	15,8	25,3	42,2	13,3	9,1	55,3	15,7	12,1
Gabón	4,0	2,1	0,2	2,1	0,4	1,2	-1,4	5,0	5,3	2,6	3,0	2,5	5,6	0,5	3,0
Gambia	4,2	4,5	8,6	17,0	14,3	5,0	2,1	5,4	4,5	6,4	5,7	5,0	6,8	6,0	5,5
Ghana	25,6	32,9	14,8	26,7	12,6	15,1	10,2	10,7	16,5	14,6	7,6	5,0	18,1	11,0	8,0
Guinea	7,3	6,8	5,4	3,0	11,0	17,5	31,4	34,7	22,9	18,4	5,9	5,0	12,8	13,5	10,3
Guinea-Bissau	32,8	3,3	-2,2	-3,5	0,8	5,6	-0,1	4,6	10,4	3,6	3,6	2,6	8,7	2,1	2,9
Guinea Ecuatorial	6,5	8,8	7,6	7,3	4,2	5,7	4,5	2,8	5,9	4,1	6,1	4,1	6,0	5,7	4,9
Kenya	15,9	5,8	2,0	9,8	11,6	10,3	14,5	9,8	13,1	8,3	5,0	5,0	13,8	6,0	5,0
Lesotho	10,5	6,9	12,5	7,3	5,0	3,4	6,1	8,0	10,7	6,6	6,1	5,6	10,6	6,4	5,2
Liberia	...	12,1	14,2	10,3	3,6	6,9	7,2	11,4	17,5	2,0	4,5	5,0	9,4	4,0	5,0
Madagascar	16,2	6,9	16,2	-1,1	14,0	18,4	10,8	10,4	9,2	9,4	8,1	5,0	10,1	8,7	7,4
Malawi	30,9	27,2	17,4	9,6	11,4	15,5	13,9	7,9	8,7	10,1	8,0	6,2	9,9	9,2	7,8
Malí	3,6	5,2	4,9	-1,2	-3,1	6,4	1,5	1,5	9,1	2,5	2,8	2,8	7,4	2,9	2,9
Marruecos	4,0	0,6	2,8	1,2	1,5	1,0	3,3	2,0	3,9	3,0	2,8	2,6	4,2	3,0	2,8
Mauricio	7,5	5,4	6,5	3,9	4,7	4,9	8,9	9,1	8,8	7,3	5,1	6,0	9,7	5,0	5,2
Mauritania	5,1	7,7	5,4	5,3	10,4	12,1	6,2	7,3	7,3	4,9	5,8	5,0	3,9	6,0	5,5
Mozambique	28,7	9,1	16,8	13,5	12,6	6,4	13,2	8,2	10,3	5,4	5,2	5,3	6,2	5,4	5,3
Namibia	9,9	9,3	11,3	7,2	4,1	2,3	5,1	6,7	10,3	9,1	6,3	5,0	10,9	7,3	5,3
Níger	5,0	4,0	2,7	-1,8	0,4	7,8	0,1	0,1	11,3	5,0	2,3	2,0	13,6	2,0	2,0
Nigeria	28,5	18,0	13,7	14,0	15,0	17,8	8,3	5,5	11,2	14,2	10,1	8,5	15,1	11,9	8,5
República Centroafricana	3,9	3,8	2,3	4,4	-2,2	2,9	6,7	0,9	9,3	5,2	2,6	2,5	13,0	3,8	1,5
Rwanda	16,3	3,4	2,0	7,4	12,0	9,0	8,9	9,1	15,4	11,5	6,3	5,0	22,3	6,0	5,0
Santo Tomé y Príncipe	35,8	9,5	9,2	9,6	12,8	17,2	23,1	18,5	26,0	17,5	12,8	5,0	24,8	16,0	10,0
Senegal	4,1	3,0	2,3	0,0	0,5	1,7	2,1	5,9	5,8	1,1	2,2	2,2	4,3	2,2	2,2
Seychelles	2,3	6,0	0,2	3,3	3,9	0,6	-1,9	5,3	37,0	39,2	17,9	3,0	63,3	16,3	11,5
Sierra Leona	32,2	2,6	-3,7	7,5	14,2	12,1	9,5	11,7	14,8	10,6	8,9	7,4	12,2	9,0	8,7
Sudáfrica	9,0	5,7	9,2	5,8	1,4	3,4	4,7	7,1	11,5	6,1	5,6	5,1	9,5	5,9	4,7
Sudán	67,9	4,9	8,3	7,7	8,4	8,5	7,2	8,0	14,3	9,0	8,0	5,5	14,9	8,5	7,5
Swazilandia	8,9	7,5	11,7	7,4	3,4	4,8	5,3	8,2	13,1	7,9	6,7	5,5	12,9	7,3	6,2
Tanzanía	19,6	5,1	4,6	4,4	4,1	4,4	7,3	7,0	10,3	10,9	5,7	5,0	13,5	6,7	5,0
Togo	6,1	3,9	3,1	-0,9	0,4	6,8	2,2	1,0	8,4	2,8	2,1	2,5	7,2	2,0	2,5
Túnez	4,4	2,0	2,7	2,7	3,6	2,0	4,5	3,1	5,0	3,2	3,4	3,0	4,1	3,2	3,4
Uganda	12,6	4,5	-2,0	5,7	5,0	8,0	6,6	6,8	7,3	13,7	7,4	5,8	12,5	10,3	6,2
Zambia	60,0	21,7	22,2	21,4	18,0	18,3	9,0	10,7	12,4	12,2	8,3	5,0	16,6	10,0	7,0
Zimbabwe ³	31,7	73,4	133,2	365,0	350,0	237,8	1.016,7	10.452,6	...	...	...	...	...	...	...

Cuadro A7 (continuación)

	Promedio 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014	Fin del período		
													2008	2009	2010
América	64,8	6,5	8,6	10,4	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	6,6	6,2	6,3	8,1	6,2	6,1
Antigua y Barbuda	2,7	1,7	2,4	2,0	2,0	2,1	1,8	1,4	5,6	2,1	2,0	2,0	2,3	1,8	2,0
Argentina	15,7	-1,1	25,9	13,4	4,4	9,6	10,9	8,8	8,6	6,7	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2
Bahamas, Las	2,5	2,0	2,2	3,0	1,0	2,2	1,8	2,5	4,5	1,8	0,6	1,5	4,5	1,0	0,2
Barbados	2,9	2,6	-1,2	1,6	1,4	6,1	7,3	4,0	8,3	1,4	1,9	2,8	8,9	-3,6	7,6
Belice	1,8	1,2	2,2	2,6	3,1	3,7	4,2	2,3	6,4	3,5	2,5	2,5	4,4	2,5	2,5
Bolivia	9,1	1,6	0,9	3,3	4,4	5,4	4,3	8,7	14,0	6,5	6,1	4,0	11,8	6,0	5,5
Brasil	204,4	6,8	8,4	14,8	6,6	6,9	4,2	3,6	5,7	4,8	4,0	4,5	5,9	4,2	4,0
Chile	9,4	3,6	2,5	2,8	1,1	3,1	3,4	4,4	8,7	2,9	3,5	3,0	6,9	2,2	3,0
Colombia	20,0	8,0	6,3	7,1	5,9	5,0	4,3	5,5	7,0	5,4	4,0	3,2	7,7	4,6	3,6
Costa Rica	15,9	11,3	9,2	9,4	12,3	13,8	11,5	9,4	13,4	10,0	7,5	4,0	13,9	8,0	7,0
Dominica	2,1	1,6	0,1	1,6	2,4	1,6	2,6	3,2	6,9	4,8	1,5	1,5	6,7	3,5	1,5
Ecuador	42,5	37,7	12,6	7,9	2,7	2,1	3,3	2,3	8,4	4,0	3,0	2,5	8,8	2,0	2,5
El Salvador	7,9	3,8	1,9	2,1	4,5	4,7	4,0	4,6	7,3	1,8	2,4	2,8	5,5	2,5	2,3
Granada	2,4	1,7	1,1	2,2	2,3	3,5	4,2	3,9	8,0	2,3	2,9	2,0	5,2	2,1	2,2
Guatemala	11,5	7,3	8,1	5,6	7,6	9,1	6,6	6,8	11,4	4,8	5,7	4,1	9,4	5,5	4,7
Guyana	16,6	2,7	5,4	6,0	4,7	6,9	6,7	12,2	8,1	3,6	5,0	5,0	6,4	5,0	5,0
Haití	19,7	16,5	9,3	26,7	28,3	16,8	14,2	9,0	14,4	7,1	8,3	5,0	20,8	3,0	5,0
Honduras	18,2	9,7	7,7	7,7	8,1	8,8	5,6	6,9	11,4	9,5	8,6	5,8	10,8	9,4	8,1
Jamaica	24,9	6,9	7,0	10,1	13,5	15,1	8,5	9,3	22,0	9,1	9,5	6,2	16,8	8,9	8,9
México	18,3	6,4	5,0	4,5	4,7	4,0	3,6	4,0	5,1	4,8	3,4	3,0	6,5	3,5	3,1
Nicaragua	19,2	4,7	4,0	6,5	8,5	9,6	9,1	11,1	19,9	7,5	7,2	7,4	13,8	7,0	7,4
Panamá	1,2	0,3	1,0	0,6	0,5	2,9	2,5	4,2	8,8	3,7	2,9	2,5	6,8	3,2	2,5
Paraguay	13,4	7,3	10,5	14,2	4,3	6,8	9,6	8,1	10,2	4,7	5,6	3,0	7,5	5,5	5,0
Perú	38,1	2,0	0,2	2,3	3,3	1,6	2,0	1,8	5,8	4,1	2,5	2,0	6,7	2,5	2,0
República Dominicana	10,4	8,9	5,2	27,4	51,5	4,2	7,6	6,1	10,6	1,7	5,8	5,1	4,5	6,0	5,0
Saint Kitts y Nevis	3,3	2,1	2,1	2,3	2,2	3,4	8,5	4,5	5,4	4,2	2,8	2,2	7,6	3,5	2,2
Santa Lucía	3,2	5,4	-0,3	1,0	1,5	3,9	2,4	2,2	7,2	2,2	2,8	2,2	3,8	3,1	2,2
San Vicente y las Granadinas	2,5	0,8	0,8	0,2	3,0	3,7	3,0	6,9	10,1	4,2	2,9	2,9	8,7	2,9	2,9
Suriname	75,5	39,8	15,5	23,0	9,1	9,9	11,3	6,4	14,6	4,8	8,7	5,5	9,3	9,5	8,0
Trinidad y Tabago	5,2	5,5	4,2	3,8	3,7	6,9	8,3	7,9	12,1	7,3	5,0	5,0	14,5	5,0	5,0
Uruguay	35,2	4,4	14,0	19,4	9,2	4,7	6,4	8,1	7,9	7,0	6,7	5,0	9,2	6,4	6,5
Venezuela, República Bolivariana de	43,3	12,5	22,4	31,1	21,7	16,0	13,7	18,7	30,4	36,4	43,5	55,5	30,9	42,0	45,0
Comunidad de Estados Independientes^{4,5}	...	20,3	14,0	12,3	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	11,1	9,5	6,9	14,0	11,1	8,5
Rusia	...	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,7	9,0	14,1	12,9	9,9	7,4	13,3	11,0	9,0
Excluido Rusia	...	17,1	9,2	8,6	9,1	10,6	8,8	11,5	19,6	11,9	8,5	5,8	15,8	11,4	7,3
Armenia	...	3,1	1,1	4,7	7,0	0,6	2,9	4,4	9,0	3,6	7,2	4,0	5,2	8,0	4,0
Azerbaiyán	...	1,5	2,8	2,2	6,7	9,7	8,4	16,6	20,8	4,0	7,0	6,0	15,4	7,0	7,0
Belarús	...	61,1	42,6	28,4	18,1	10,3	7,0	8,4	14,8	12,6	6,0	6,8	13,3	9,5	6,8
Georgia	...	4,7	5,6	4,8	5,7	8,3	9,2	9,2	10,0	5,0	6,5	6,0	5,5	7,0	6,0
Kazajstán	...	8,4	5,9	6,4	6,9	7,6	8,6	10,8	17,2	9,5	8,7	6,0	9,5	11,0	6,5
Moldova	...	9,8	5,3	11,7	12,5	11,9	12,7	12,4	12,7	2,6	4,7	4,0	7,3	4,0	5,0
Mongolia	...	6,2	0,9	5,1	7,9	12,5	4,5	8,2	26,8	10,1	7,9	5,0	23,2	9,6	7,0
República Kirguisa	...	6,9	2,1	3,1	4,1	4,3	5,6	10,2	24,5	12,4	8,6	4,7	20,1	10,0	8,2
Tayikistán	...	38,6	12,2	16,4	7,2	7,3	10,0	13,2	20,4	11,9	11,5	6,5	11,8	13,0	10,0
Turkmenistán	...	11,6	8,8	5,6	5,9	10,7	8,2	6,3	15,0	10,0	8,0	6,0	12,0	9,0	7,0
Ucrania	...	12,0	0,8	5,2	9,0	13,4	9,0	12,8	25,2	16,8	10,0	5,0	22,3	15,0	8,0
Uzbekistán	...	27,3	27,3	11,6	6,6	10,0	14,2	12,3	12,7	12,5	9,5	8,0	14,4	10,2	9,0

Cuadro A7 (continuación)

	Promedio 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Fin del período					
										2009	2010	2014	2008	2009	2010
Europa central y oriental⁴	59,4	24,4	18,9	11,3	6,6	5,6	5,7	6,1	8,0	4,6	4,2	3,3	6,8	4,1	4,0
Albania	34,7	3,1	5,2	2,3	2,9	2,4	2,4	2,9	3,4	1,5	2,2	3,0	2,2	1,5	2,4
Bosnia y Herzegovina	...	4,5	0,3	0,5	0,3	3,6	6,1	1,5	7,4	2,1	2,3	2,5	3,8	8,1	3,5
Bulgaria	110,3	10,3	7,4	5,8	2,3	6,1	6,0	7,4	7,6	12,2	7,0	3,4	11,6	9,6	6,5
Croacia	...	3,8	1,7	1,8	2,0	3,3	3,2	2,9	6,1	2,5	2,8	3,0	3,5	4,2	2,8
Estonia	...	4,0	5,8	3,6	1,3	3,0	4,1	4,4	6,6	10,2	5,1	2,9	9,6	6,9	5,2
Hungría	20,0	9,2	95,3	4,6	6,8	3,6	3,9	7,9	6,1	3,8	2,8	3,0	3,5	4,2	2,8
Letonia	...	2,5	1,9	2,9	6,2	6,7	6,5	10,1	15,3	3,3	-3,5	2,9	10,4	-1,0	-2,6
Lituania	...	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	5,1	0,6	1,1	8,5	1,5	-0,3
Macedonia, ex República Yugoslava de	...	5,5	2,2	1,2	-0,4	0,5	3,2	2,3	8,3	1,0	3,0	3,0	4,1	1,0	3,0
Montenegro, República de	...	23,7	19,7	7,5	3,1	3,4	2,1	3,5	9,0	1,7	-0,2	2,1	...	...	...
Polonia	26,1	5,5	1,9	0,8	3,5	2,1	1,0	2,5	4,2	2,1	2,6	2,5	3,3	1,8	2,8
Rumania	101,1	34,5	22,5	15,3	11,9	9,0	6,6	4,8	7,8	5,9	3,9	3,5	6,3	4,5	3,5
Serbia	...	91,8	19,5	11,7	10,1	17,3	12,7	6,5	11,7	10,0	8,2	4,7	2,2	4,5	2,4
Turquía	75,9	54,2	45,1	25,3	8,6	8,2	9,6	8,8	10,4	6,9	6,8	4,0	10,1	6,5	6,5
Oriente Medio	10,3	3,8	5,3	6,1	7,1	6,2	6,8	10,5	15,6	11,0	8,5	5,8	15,5	9,5	8,7
Arabia Saudita	0,8	-1,1	0,2	0,6	0,4	0,6	2,3	4,1	9,9	5,5	4,5	3,0	7,8	4,8	4,0
Bahrein	0,9	-1,2	-0,5	1,7	2,2	2,6	2,0	3,3	3,5	3,0	2,5	2,0	5,1	3,0	2,5
Egipto	8,9	2,4	2,4	3,2	8,1	8,8	4,2	11,0	11,7	16,5	8,6	6,5	20,2	10,0	8,0
Emiratos Árabes Unidos	3,6	2,7	2,9	3,2	5,0	6,2	9,3	11,1	11,5	2,0	3,1	4,1	...	...	...
Irán, República Islámica del	23,9	11,3	15,7	15,6	15,3	10,4	11,9	18,4	26,0	18,0	15,0	10,0	23,0	15,0	15,0
Iraq	...	...	...	...	...	37,0	53,2	30,8	3,5	13,8	8,0	4,0	6,8	9,0	8,0
Jordania	3,5	1,8	1,8	1,6	3,4	3,5	6,3	5,4	14,9	4,0	3,6	1,8	9,6	5,0	2,7
Kuwait	2,2	1,4	0,8	1,0	1,3	4,1	3,1	5,5	10,5	6,0	4,8	3,4	10,5	6,0	4,8
Líbano	18,5	-0,4	1,8	1,3	1,7	-0,7	5,6	4,1	10,8	3,6	2,1	2,2	6,4	3,9	2,9
Libia	5,8	-8,8	-9,9	-2,1	1,0	2,9	1,4	6,2	10,4	6,5	4,5	2,5	10,4	6,5	4,5
Omán	0,5	-0,8	-0,3	0,2	0,7	1,9	3,4	5,9	12,6	6,2	6,0	4,5	9,2	6,1	5,7
Qatar	2,7	1,4	0,2	2,3	6,8	8,8	11,8	13,8	15,0	9,0	8,4	3,0	15,0	9,0	8,4
República Árabe Siria	5,6	3,4	-0,5	5,8	4,4	7,2	10,4	4,7	14,5	7,5	6,0	5,0	12,0	7,5	6,0
Yemen, República del	34,4	11,9	12,2	10,8	12,5	9,9	10,8	7,9	19,0	12,0	13,3	8,3	10,8	13,2	13,4

Cuadro A7 (conclusión)

	Promedio 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Fin del período					
										2009	2010	2014	2008	2009	2010
Países en desarrollo de Asia	8,2	2,8	2,1	2,6	4,1	3,8	4,2	5,4	7,4	2,8	2,4	2,8	5,8	2,7	2,3
Afganistán, República Islámica del	...	...	5,1	24,1	13,2	12,3	5,1	13,0	27,2	5,5	5,4	5,0	8,5	6,0	5,0
Bangladesh	5,6	1,9	3,7	5,4	6,1	7,0	7,1	9,1	8,4	6,4	6,1	4,2	7,2	5,7	6,5
Bhután	9,2	3,4	2,5	2,1	4,6	5,3	5,0	5,2	7,7	5,0	4,0	3,9	6,4	4,5	4,0
Brunei Darussalam	...	0,6	-2,3	0,3	0,9	1,1	0,2	0,3	2,7	1,2	1,2	1,2	...	...	...
Camboya	...	0,2	3,3	1,2	3,9	5,8	4,7	5,9	19,7	5,2	1,4	3,5	13,5	3,5	3,5
China	7,2	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9	0,1	0,7	1,9	2,5	0,8	0,7
Fiji	3,5	4,3	0,8	4,2	2,8	2,4	2,5	4,8	8,0	4,0	4,0	4,0	6,6	4,0	4,0
Filipinas	8,7	6,8	2,9	3,5	6,0	7,7	6,2	2,8	9,3	3,4	4,5	4,5	8,0	3,0	4,5
India	9,0	3,8	4,3	3,8	3,8	4,2	6,2	6,4	8,3	6,3	4,0	4,0	9,7	4,3	4,1
Indonesia	13,2	11,5	11,8	6,8	6,1	10,5	13,1	6,0	9,8	6,1	5,9	3,1	11,1	5,5	4,7
Islas Salomón	10,4	7,4	9,5	10,5	6,9	7,1	11,1	7,7	18,2	10,5	3,3	7,2	23,0	0,9	7,3
Kiribati	3,0	6,0	3,2	1,6	-0,7	-0,4	-1,5	4,2	11,0	9,1	2,8	2,8	18,6	2,8	2,8
Malasia	3,5	1,4	1,8	1,1	1,4	3,0	3,6	2,0	5,4	0,9	2,5	2,5	4,3	1,2	2,5
Maldivas	6,7	0,7	0,9	-2,8	6,3	3,3	3,5	7,4	12,3	3,7	5,5	5,5	9,1	4,6	6,2
Myanmar	24,1	34,5	58,1	24,9	3,8	10,7	26,3	32,9	26,4	22,0	20,0	20,0	24,0	20,0	20,0
Nepal	9,2	2,4	2,9	4,7	4,0	4,5	8,0	6,4	7,7	11,1	2,3	4,0	12,1	4,6	4,5
Pakistán	9,1	4,4	2,5	3,1	4,6	9,3	7,9	7,8	12,0	20,0	6,0	6,0	21,5	10,0	6,5
Papua Nueva Guinea	9,5	9,3	11,8	14,7	2,1	1,8	2,4	0,9	10,7	8,2	5,0	3,7	11,2	5,3	4,8
República Democrática Popular Lao	29,1	7,8	10,6	15,5	10,5	7,2	6,8	4,5	7,6	0,2	2,6	4,0	3,2	3,0	2,5
Samoa	3,5	1,9	7,4	4,3	7,9	1,9	3,8	6,0	7,1	5,1	4,3	3,0	6,0	4,7	4,3
Sri Lanka	9,7	14,2	9,6	9,0	9,0	11,0	10,0	15,8	22,6	6,1	12,6	7,0	14,4	8,4	12,0
Tailandia	4,5	1,7	0,6	1,8	2,8	4,5	4,6	2,2	5,5	0,5	3,4	1,8	0,4	6,5	1,4
Timor-Leste, República Democrática del	...	3,6	4,7	7,2	3,2	1,8	4,1	8,9	7,6	4,0	4,0	4,0	5,7	4,0	4,0
Tonga	4,4	6,9	10,4	11,1	11,7	9,7	7,0	5,1	14,5	12,3	6,1	4,2	6,0	6,0	6,0
Vanuatu	3,0	3,7	2,0	3,0	1,4	1,2	2,0	3,9	4,8	4,3	3,0	3,0	5,8	3,5	3,0
Vietnam	15,4	-0,3	4,1	3,3	7,9	8,4	7,5	8,3	23,1	6,0	5,0	5,0	19,9	5,0	5,0

¹En conformidad con la práctica habitual de *Perspectivas de la economía mundial*, las variaciones de los precios al consumidor se indican como promedios anuales en lugar de variaciones durante 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. Para algunos países, las cifras corresponden a años fiscales.

²Las 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).

³Las cifras de 2007 son estimaciones. No se presentan proyecciones para 2008 y años posteriores porque Zimbabwe sufre una hiperinflación y ya no es posible pronosticar cifras de inflación de forma eficaz. De no producirse un cambio de políticas, la inflación puede aumentar descontroladamente.

⁴Para 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.

⁵Mongolia, 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 A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general¹*(Porcentaje del PIB)*

	Promedio 1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Principales economías avanzadas										
Saldo efectivo	-2,7	-4,8	-4,2	-3,4	-2,4	-2,3	-4,6	-10,4	-8,7	-4,6
Brecha del producto ²	0,2	-0,4	0,3	0,3	0,8	0,9	-0,2	-5,1	-6,1	-1,0
Saldo estructural ²	-2,5	-3,5	-3,1	-2,6	-2,1	-1,8	-3,4	-5,1	-5,3	-3,2
Estados Unidos										
Saldo efectivo	-1,6	-4,8	-4,4	-3,3	-2,2	-2,9	-6,1	-13,6	-9,7	-4,7
Brecha del producto ²	0,7	0,3	1,2	1,4	1,6	1,2	0,2	-4,1	-5,5	0,0
Saldo estructural ²	-1,3	-2,9	-2,5	-1,9	-1,6	-1,6	-3,7	-6,0	-6,5	-3,4
Deuda neta	46,2	41,5	43,0	43,4	42,5	43,2	49,9	61,7	70,4	83,4
Deuda bruta	64,9	61,2	62,2	62,5	61,9	63,1	70,5	87,0	97,5	106,7
Zona del euro										
Saldo efectivo	-2,9	-3,0	-2,9	-2,5	-1,3	-0,7	-1,8	-5,4	-6,1	-3,3
Brecha del producto ²	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	0,6	1,4	0,7	-4,3	-5,4	-2,2
Saldo estructural ²	-2,8	-3,0	-2,8	-2,6	-1,9	-1,6	-2,1	-3,0	-2,9	-1,9
Deuda neta	59,2	59,5	60,0	60,3	58,3	52,2	54,1	62,2	68,0	74,9
Deuda bruta	68,6	68,7	69,0	69,6	67,9	65,8	69,1	78,9	85,0	91,4
Alemania³										
Saldo efectivo	-2,4	-4,0	-3,8	-3,3	-1,5	-0,5	-0,1	-4,7	-6,1	-1,4
Brecha del producto ²	0,0	-1,7	-1,9	-2,3	-0,8	0,3	0,3	-5,8	-7,2	-2,7
Saldo estructural ^{2,4}	-2,0	-3,2	-2,8	-2,3	-1,2	-0,5	-0,3	-2,0	-2,5	0,0
Deuda neta	48,9	57,7	60,0	61,8	60,2	57,0	60,6	70,9	78,0	83,2
Deuda bruta	56,1	62,8	64,7	66,4	66,0	63,6	67,2	79,4	86,6	91,0
Francia										
Saldo efectivo	-3,5	-4,1	-3,6	-3,0	-2,4	-2,7	-3,4	-6,2	-6,5	-4,6
Brecha del producto ²	-0,2	0,0	0,3	0,2	0,6	0,6	-0,3	-4,5	-5,2	-2,5
Saldo estructural ^{2,4}	-3,3	-4,0	-3,5	-3,3	-2,5	-2,9	-3,1	-3,3	-3,0	-3,0
Deuda neta	46,6	53,2	55,3	56,7	53,9	54,2	57,6	65,2	70,6	80,0
Deuda bruta	56,0	62,9	65,0	66,4	63,6	63,9	67,3	74,9	80,3	89,7
Italia										
Saldo efectivo	-4,7	-3,5	-3,5	-4,3	-3,3	-1,5	-2,7	-5,4	-5,9	-4,5
Brecha del producto ²	-0,3	-0,4	-0,0	-0,5	0,6	1,3	-0,3	-5,1	-5,7	-2,4
Saldo estructural ^{2,4}	-4,8	-3,5	-3,8	-4,2	-3,7	-2,3	-2,7	-2,7	-2,9	-3,3
Deuda neta	109,8	101,5	100,8	102,6	102,4	100,5	102,7	111,9	117,5	125,6
Deuda bruta	114,9	104,4	103,8	105,8	106,5	103,5	105,8	115,3	121,1	129,4
Japón										
Saldo efectivo	-5,5	-8,0	-6,2	-5,0	-4,0	-2,5	-5,6	-9,9	-9,8	-7,1
Excluida la seguridad social	-6,8	-8,1	-6,6	-5,4	-4,1	-2,4	-4,6	-8,5	-8,2	-5,8
Brecha del producto ²	-0,8	-2,2	-1,1	-0,8	-0,4	0,3	-1,6	-8,0	-7,9	-1,2
Saldo estructural ²	-5,2	-7,1	-5,7	-4,7	-3,8	-2,6	-5,0	-6,5	-6,5	-6,7
Excluida la seguridad social	-6,8	-7,6	-6,4	-5,2	-4,0	-2,4	-4,3	-6,6	-6,4	-5,6
Deuda neta	42,8	76,5	82,7	84,6	84,3	80,4	87,8	103,6	114,8	136,3
Deuda bruta	117,3	167,2	178,1	191,6	191,3	187,7	196,3	217,2	227,4	234,2
Reino Unido										
Saldo efectivo	-2,5	-3,3	-3,3	-3,3	-2,6	-2,6	-5,4	-9,8	-10,9	-6,4
Brecha del producto ²	-0,1	-0,1	0,1	-0,4	-0,1	0,4	-0,6	-5,5	-6,6	-2,8
Saldo estructural ²	-2,2	-2,9	-3,4	-3,0	-2,6	-2,8	-5,0	-6,7	-6,1	-0,9
Deuda neta	37,6	33,7	35,6	37,4	38,2	38,3	45,5	56,8	66,9	83,0
Deuda bruta	43,1	38,5	40,3	42,1	43,3	44,1	51,9	62,7	72,7	87,8
Canadá										
Saldo efectivo	-1,8	-0,1	0,9	1,5	1,3	1,4	0,4	-3,4	-3,6	0,4
Brecha del producto ²	0,0	-0,7	-0,1	0,4	1,1	1,5	-0,2	-4,3	-4,7	0,0
Saldo estructural ²	-1,6	0,3	0,9	1,4	0,8	0,7	0,5	-0,9	-0,8	0,4
Deuda neta	58,7	38,7	34,5	30,0	26,4	23,2	21,9	26,2	29,1	26,8
Deuda bruta	92,6	76,6	72,4	70,5	67,9	64,2	63,6	75,4	77,2	66,2

Nota: La metodología y los supuestos específicos para cada país se analizan en el recuadro A1 del apéndice estadístico.

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 la venta de licencias de telefonía móvil (equivalentes al 2,5% del PIB en 2000 en el caso de Alemania, 0,1% del PIB en 2001 y 2002 en Francia y 1,2% del PIB en 2000 en Italia). Tampoco incluye ingresos de carácter excepcional provenientes de transacciones de activos sustanciales, que en Francia en particular equivalían al 0,5% del PIB en 2005.

Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial

(Variación porcentual anual)

	Promedios de 10 años			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	1991-2000	2001-10											
Comercio de bienes y servicios													
Comercio mundial¹													
Volumen	7,1	3,5	0,3	3,5	5,4	10,7	7,7	9,2	7,2	3,3	-11,0	0,6	
Deflactor de precios													
En dólares de EE.UU.	-0,9	3,3	-3,6	1,2	10,4	9,7	5,5	5,2	8,0	11,5	-14,6	2,6	
En DEG	-0,6	2,2	-0,1	-0,6	2,1	3,8	5,7	5,6	3,8	8,0	-9,0	3,6	
Volumen del comercio													
Exportaciones													
Economías avanzadas	6,9	2,2	-0,4	2,4	3,4	9,1	6,2	8,5	6,1	1,8	-13,5	0,5	
Economías emergentes y en desarrollo	8,4	6,5	2,4	7,0	10,5	14,2	10,8	10,9	9,5	6,0	-6,4	1,2	
Importaciones													
Economías avanzadas	7,0	2,2	-0,4	2,7	4,2	9,3	6,4	7,6	4,7	0,4	-12,1	0,4	
Economías emergentes y en desarrollo	7,3	7,5	3,1	6,2	10,2	16,0	12,2	13,2	14,0	10,9	-8,8	0,6	
Términos de intercambio													
Economías avanzadas	-0,1	-0,1	0,4	0,9	1,0	-0,1	-1,5	-1,1	0,4	-2,0	1,5	-0,2	
Economías emergentes y en desarrollo	-0,2	1,2	-2,3	0,4	1,2	3,1	5,9	4,1	1,2	4,4	-8,0	2,3	
Comercio de bienes													
Comercio mundial¹													
Volumen	7,5	3,5	-0,4	3,7	6,3	11,0	7,5	9,3	6,6	3,2	-11,5	0,7	
Deflactor de precios													
En dólares de EE.UU.	-1,1	3,3	-3,8	0,6	9,9	9,8	6,2	5,7	8,2	12,3	-15,4	2,8	
En DEG	-0,8	2,2	-0,4	-1,1	1,6	3,8	6,4	6,2	4,0	8,7	-9,9	3,8	
Precios del comercio mundial en dólares de EE.UU.²													
Manufacturas	-1,3	3,8	-3,4	2,1	14,4	8,8	3,6	3,7	8,8	9,6	-8,9	1,7	
Petróleo	2,1	8,3	-13,8	2,5	15,8	30,7	41,3	20,5	10,7	36,4	-46,4	20,2	
Productos primarios no combustibles	-1,7	3,6	-4,8	1,9	5,9	15,2	6,1	23,2	14,1	7,5	-27,9	4,4	
Alimentos	-2,3	4,5	-2,0	3,5	6,3	14,0	-0,9	10,5	15,2	23,4	-19,4	0,8	
Bebidas	-1,3	4,4	-13,3	24,3	4,8	-0,9	18,1	8,4	13,8	23,3	-13,6	-11,4	
Materias primas agrícolas	-0,4	-0,6	-3,4	-0,2	0,6	4,1	0,5	8,8	5,0	-0,8	-21,7	4,4	
Metales	-1,7	5,5	-10,3	-3,5	11,8	34,6	22,4	56,2	17,4	-8,0	-45,4	15,9	
Precios del comercio mundial en DEG²													
Manufacturas	-1,0	2,7	0,1	0,4	5,7	2,9	3,8	4,2	4,6	6,1	-3,0	2,7	
Petróleo	2,4	7,1	-10,7	0,8	7,1	23,6	41,6	21,0	6,4	32,1	-42,9	21,4	
Productos primarios no combustibles	-1,4	2,5	-1,3	0,2	-2,1	9,0	6,3	23,8	9,6	4,1	-23,2	5,4	
Alimentos	-2,0	3,4	1,5	1,8	-1,7	7,8	-0,7	11,0	10,7	19,5	-14,2	1,8	
Bebidas	-1,0	3,3	-10,2	22,2	-3,1	-6,3	18,3	8,8	9,4	19,4	-7,9	-10,5	
Materias primas agrícolas	-0,1	-1,7	0,1	-1,9	-7,0	-1,6	0,8	9,3	0,9	-3,9	-16,6	5,4	
Metales	-1,4	4,3	-7,0	-5,1	3,3	27,3	22,7	56,9	12,8	-10,9	-41,8	17,1	
Precios del comercio mundial en euros²													
Manufacturas	1,9	0,3	-0,3	-3,1	-4,5	-1,1	3,4	2,9	-0,3	2,1	2,3	2,1	
Petróleo	5,4	4,6	-11,1	-2,8	-3,3	18,9	41,0	19,5	1,4	27,1	-39,8	20,6	
Productos primarios no combustibles	1,6	0,1	-1,8	-3,3	-11,6	4,8	5,9	22,3	4,5	0,1	-19,0	4,7	
Alimentos	0,9	1,0	1,1	-1,8	-11,2	3,7	-1,1	9,6	5,6	14,9	-9,5	1,2	
Bebidas	1,9	0,9	-10,5	17,9	-12,5	-9,9	17,8	7,5	4,2	14,8	-2,9	-11,1	
Materias primas agrícolas	2,9	-4,0	-0,4	-5,4	-16,0	-5,3	0,3	8,0	-3,8	-7,6	-12,0	4,7	
Metales	1,5	1,9	-7,4	-8,4	-6,7	22,4	22,2	55,0	7,5	-14,3	-38,7	16,3	

Cuadro A9 (conclusión)

	Promedios de 10 años		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	1991-2000	2001-10										
Comercio de bienes												
Volumen del comercio												
Exportaciones												
Economías avanzadas	7,2	1,9	-1,2	2,4	4,0	9,0	5,7	8,7	5,2	1,5	-14,4	0,4
Economías emergentes y en desarrollo	8,4	6,3	1,8	6,9	11,4	14,3	10,7	10,8	8,9	6,1	-7,2	1,1
Exportadores de combustibles	3,3	3,8	0,4	2,3	11,8	9,3	5,1	4,1	3,5	4,4	-4,9	3,1
Exportadores de otros productos	10,6	7,2	2,3	8,5	11,3	16,0	12,8	13,6	11,3	6,8	-8,3	0,3
Importaciones												
Economías avanzadas	7,6	2,1	-1,2	3,1	5,0	9,7	6,3	7,9	4,1	0,0	-12,7	0,9
Economías emergentes y en desarrollo	7,4	7,7	2,8	6,3	11,5	16,9	12,6	12,6	13,7	10,9	-8,7	0,7
Combustibles exporters	-0,4	12,0	16,0	9,0	9,2	15,5	17,4	15,0	20,4	18,5	-2,9	4,0
Exportadores de otros productos	9,8	6,8	0,6	5,7	12,0	17,2	11,6	12,1	12,3	9,2	-10,0	-0,1
Deflactor de precios en DEG												
Exportaciones												
Economías avanzadas	-1,3	1,6	-0,2	-0,9	2,6	3,0	3,7	4,2	3,9	6,1	-7,8	2,5
Economías emergentes y en desarrollo	1,3	3,9	-1,1	-0,1	1,2	7,3	14,3	11,0	5,0	13,6	-16,0	7,3
Exportadores de combustibles	3,1	6,6	-7,4	0,9	4,7	17,4	33,5	18,6	7,9	26,0	-34,6	16,8
Exportadores de otros productos	0,9	2,7	1,3	-0,4	0,0	3,8	7,2	7,7	3,7	8,3	-7,0	3,6
Importaciones												
Economías avanzadas	-1,4	1,8	-0,7	-1,9	1,4	3,2	5,6	5,6	3,5	8,6	-9,2	2,7
Economías emergentes y en desarrollo	1,5	2,6	1,0	-0,8	-0,1	4,0	6,9	6,6	4,0	9,1	-8,3	4,5
Exportadores de combustibles	1,5	3,1	0,6	0,6	0,8	4,3	7,2	7,5	4,5	7,1	-4,7	3,5
Exportadores de otros productos	1,3	2,5	1,0	-1,0	-0,2	4,0	6,9	6,5	3,9	9,6	-9,1	4,8
Términos de intercambio												
Economías avanzadas	0,1	-0,1	0,5	1,0	1,2	-0,2	-1,8	-1,4	0,4	-2,4	1,5	-0,2
Economías emergentes y en desarrollo	-0,2	1,2	-2,1	0,7	1,2	3,2	6,9	4,1	0,9	4,0	-8,4	2,7
Por regiones												
África	0,1	1,9	-3,6	-0,2	2,9	3,7	15,0	10,2	0,7	12,6	-24,6	8,2
América	-0,2	1,4	-4,0	1,3	2,9	5,7	5,6	8,6	2,1	3,7	-11,5	1,6
Comunidad de Estados Independientes ³	-0,1	3,9	-2,6	-2,0	9,0	12,1	14,7	8,9	2,3	17,7	-24,6	10,6
Europa central y oriental	0,1	1,0	4,2	0,6	0,0	1,6	-0,8	-1,8	1,5	-1,1	7,6	-0,9
Oriente Medio	2,1	2,3	-8,5	1,8	0,2	9,6	25,1	5,9	1,3	13,4	-27,7	11,1
Países en desarrollo de Asia	-0,6	-0,2	1,0	0,7	-0,6	-2,0	-0,8	-0,3	-0,5	-3,0	5,4	-1,9
Por criterios analíticos												
Por fuentes de ingresos de exportación												
Exportadores de combustibles	1,6	3,4	-8,0	0,3	3,8	12,6	24,5	10,3	3,2	17,7	-31,4	12,9
Exportadores de otros productos	-0,4	0,2	0,2	0,6	0,3	-0,1	0,4	1,2	-0,2	-1,2	2,3	-1,2
Partidas informativas												
Exportaciones mundiales en miles de millones de dólares de EE.UU.												
Bienes y servicios	6.108	13.073	7.615	7.995	9.312	11.304	12.840	14.774	17.149	19.694	14.768	15.280
Bienes	4.870	10.446	6.078	6.356	7.428	9.023	10.294	11.907	13.738	15.875	11.661	12.101
Precio medio del petróleo ⁴	2,1	8,3	-13,8	2,5	15,8	30,7	41,3	20,5	10,7	36,4	-46,4	20,2
En dólares de EE.UU. el barril	18,73	51,62	24,3	25,0	28,9	37,8	53,4	64,3	71,1	97,0	52,0	62,5
Valor unitario de la exportación de manufacturas ⁵	-1,3	3,8	-3,4	2,1	14,4	8,8	3,6	3,7	8,8	9,6	-8,9	1,7

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; 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.

³Mongolia, 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.

⁴Promedio de los precios de entrega inmediata de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate.

⁵Corresponde a las manufacturas exportadas por las economías avanzadas.

Cuadro A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Economías avanzadas	-207,7	-219,0	-220,1	-213,8	-394,0	-454,5	-389,6	-465,0	-371,3	-371,6	-193,2
Estados Unidos	-384,7	-461,3	-523,4	-625,0	-729,0	-788,1	-731,2	-673,3	-393,2	-396,8	-476,8
Zona del euro ¹	6,6	47,8	43,0	117,0	40,9	31,5	20,4	-95,5	-133,8	-134,9	-10,8
Japón	87,8	112,6	136,2	172,1	165,7	170,4	211,0	157,1	76,4	56,0	75,3
Otras economías avanzadas ²	82,6	81,9	124,1	122,2	128,3	131,6	110,2	146,7	79,3	104,1	219,2
<i>Partida informativa</i>											
Economías asiáticas recientemente industrializadas	48,0	55,7	81,0	83,5	80,2	90,0	103,6	76,2	91,0	88,9	129,9
Economías emergentes y en desarrollo	46,6	83,2	151,3	226,1	447,8	630,6	633,4	714,4	262,4	384,2	798,8
Por regiones											
África	0,9	-8,6	-4,5	2,8	15,9	34,0	10,7	12,2	-72,7	-57,9	-49,8
América	-53,9	-16,2	9,3	22,1	35,5	47,7	13,4	-28,3	-77,3	-59,7	-33,6
Comunidad de Estados Independientes ³	33,0	30,3	35,7	63,5	87,5	96,2	70,9	108,7	0,6	27,0	-20,7
Europa central y oriental	-10,4	-16,9	-29,0	-48,6	-54,7	-82,5	-122,1	-142,2	-59,4	-50,5	-63,6
Oriente Medio	40,4	29,9	57,5	97,1	201,3	252,9	254,1	341,6	-10,2	56,2	205,1
Países en desarrollo de Asia	36,6	64,8	82,4	89,3	162,3	282,4	406,5	422,4	481,3	469,0	761,5
<i>Partida informativa</i>											
Unión Europea	-25,3	18,7	17,8	65,1	-12,8	-60,2	-102,9	-196,5	-204,2	-184,6	-41,0
Por criterios analíticos											
Por fuentes de ingresos de exportación											
Combustibles	81,6	58,3	104,4	186,2	351,0	446,8	409,2	587,2	-22,8	107,3	238,9
Otros productos	-35,0	24,9	46,8	39,9	96,8	183,8	224,2	127,2	285,3	276,9	560,0
Productos primarios	-4,1	-2,8	-2,4	0,3	-1,6	7,9	6,2	-7,2	-12,8	-13,8	-9,1
Por fuentes de financiamiento externo											
Países deudores netos	-73,1	-35,2	-29,8	-57,0	-94,0	-115,6	-202,5	-341,9	-256,4	-246,8	-267,0
Financiamiento oficial	-1,8	-3,6	-7,7	-5,6	-6,6	-6,6	-17,2	-28,2	-23,7	-26,6	-26,3
Países deudores netos según el cumplimiento del servicio de la deuda											
Países que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2003-07	-13,4	4,4	5,5	-2,7	-10,5	-13,3	-27,9	-45,8	-46,3	-42,9	-47,0
Mundo¹	-161,1	-135,8	-68,8	12,3	53,7	176,1	243,8	249,5	-108,9	12,6	605,6
<i>Partidas informativas</i>											
Porcentaje del total mundial de las transacciones en cuenta corriente	-1,0	-0,8	-0,4	0,1	0,2	0,6	0,7	0,6	-0,4	0,0	1,4
Porcentaje del PIB mundial	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,4	0,4	0,4	-0,2	0,0	0,9

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. Calculado sumando los saldos de cada uno de los países que integran la zona del euro. Véase "Clasificación de los países" en la introducción de este apéndice estadístico.

²En este cuadro, "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón.

³Mongolia, que no es Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente*(Porcentaje del PIB)*

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Economías avanzadas	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-1,1	-1,3	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-0,4
Estados Unidos	-3,8	-4,4	-4,8	-5,3	-5,9	-6,0	-5,3	-4,7	-2,8	-2,8	-2,8
Zona del euro ¹	0,1	0,7	0,5	1,2	0,4	0,3	0,2	-0,7	-1,1	-1,2	-0,1
Alemania	0,0	2,0	1,9	4,7	5,1	6,1	7,5	6,4	2,3	2,4	5,2
Francia	1,9	1,4	0,8	0,6	-0,6	-0,6	-1,0	-1,6	-0,4	-0,9	-0,6
Italia	-0,1	-0,8	-1,3	-0,9	-1,7	-2,6	-2,4	-3,2	-3,0	-3,1	-3,0
España	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,4	-8,9	-10,1	-9,6	-5,4	-4,4	-3,7
Países Bajos	2,4	2,5	5,5	7,5	7,1	8,2	6,1	4,4	2,4	2,1	2,3
Bélgica	3,4	4,6	4,1	3,5	2,6	2,6	1,7	-2,5	-2,4	-3,0	-1,1
Grecia	-7,2	-6,5	-6,6	-5,8	-7,5	-11,1	-14,1	-14,4	-13,5	-12,6	-9,3
Austria	-0,8	2,7	1,7	2,1	2,0	2,4	3,2	2,9	1,3	1,3	0,6
Portugal	-9,9	-8,1	-6,1	-7,6	-9,5	-10,1	-9,5	-12,0	-9,1	-8,8	-7,1
Finlandia	8,6	8,8	5,2	6,6	3,6	4,5	4,1	2,5	1,0	0,6	2,2
Irlanda	-0,6	-1,0	0,0	-0,6	-3,5	-3,6	-5,4	-4,5	-2,7	-1,8	-1,4
República Eslovaca	-8,3	-8,0	-5,9	-7,8	-8,5	-7,1	-5,4	-6,3	-5,7	-5,0	-2,8
Eslovenia	0,2	1,1	-0,8	-2,7	-1,7	-2,5	-4,2	-5,9	-4,0	-5,0	-5,2
Luxemburgo	8,8	10,5	8,1	11,8	11,0	10,4	9,8	9,1	7,6	7,0	6,3
Chipre	-3,3	-3,7	-2,2	-5,0	-5,6	-7,5	-11,6	-18,3	-10,3	-10,1	-9,8
Malta	-3,8	2,5	-3,1	-6,0	-8,7	-9,2	-6,1	-6,3	-5,1	-5,2	-3,8
Japón	2,1	2,9	3,2	3,7	3,6	3,9	4,8	3,2	1,5	1,2	1,4
Reino Unido	-2,1	-1,7	-1,6	-2,1	-2,6	-3,4	-2,9	-1,7	-2,0	-1,5	-0,7
Canadá	2,3	1,7	1,2	2,3	1,9	1,4	0,9	0,6	-0,9	-0,7	0,9
Corea	1,6	0,9	1,9	3,9	1,8	0,6	0,6	-0,7	2,9	3,0	3,0
Australia	-2,0	-3,7	-5,3	-6,1	-5,8	-5,3	-6,3	-4,2	-5,8	-5,3	-4,0
Taiwan, provincia china de	6,5	8,9	10,0	6,0	4,9	7,2	8,6	6,4	9,7	10,7	12,3
Suecia	4,3	5,0	7,2	6,7	7,0	8,6	8,6	8,3	6,9	7,4	8,7
Suiza	7,8	8,3	12,8	12,9	13,6	14,5	10,1	9,1	7,6	8,1	12,0
Hong Kong, RAE de	5,9	7,6	10,4	9,5	11,4	12,1	12,3	14,2	7,2	5,2	6,7
República Checa	-5,3	-5,7	-6,3	-5,3	-1,3	-2,6	-3,2	-3,1	-2,7	-3,0	-2,5
Noruega	16,1	12,6	12,3	12,7	16,3	17,2	15,9	18,4	11,0	12,6	11,6
Singapur	13,1	13,1	23,7	18,1	22,7	25,4	23,5	14,8	13,1	11,2	13,3
Dinamarca	3,1	2,5	3,4	3,1	4,3	2,9	0,7	0,5	-1,2	-1,1	-1,7
Israel	-1,1	-0,8	1,1	2,1	3,0	5,6	2,8	1,2	1,1	0,3	0,2
Nueva Zelanda	-2,8	-3,9	-4,3	-6,4	-8,5	-8,7	-8,2	-8,9	-7,8	-7,0	-4,3
Islandia	-4,3	1,6	-4,8	-9,8	-16,1	-25,3	-15,4	-34,7	0,6	-2,1	3,1
<i>Partidas informativas</i>											
Principales economías avanzadas	-1,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,8	-2,0	-1,4	-1,4	-1,2	-1,3	-0,9
Zona del euro ²	-0,4	0,7	0,3	0,8	0,2	0,1	0,4	-0,7	-1,1	-1,1	-0,1
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,6	4,9	6,7	6,3	5,3	5,5	5,7	4,4	6,3	6,1	7,0

¹Calculado sumando los saldos de cada uno de los países que integran la zona del euro.²Corregido para declarar las discrepancias en las transacciones dentro de la zona del euro.

Cuadro A12. Economías emergentes y en desarrollo, por países: Balanza de pagos en cuenta corriente*(Porcentaje del PIB)*

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
África	0,2	-1,9	-0,8	0,4	1,9	3,6	1,0	1,0	-6,5	-4,7	-3,0
Argelia	12,9	7,7	13,0	13,1	20,6	24,8	22,6	23,2	-1,7	1,4	4,2
Angola	-16,0	-1,3	-5,2	3,5	16,8	25,2	15,9	21,2	-8,1	0,1	2,8
Benin	-6,4	-8,4	-8,3	-7,2	-5,5	-5,7	-9,9	-8,3	-9,6	-9,0	-6,5
Botswana	9,9	3,2	5,7	3,5	15,2	17,2	14,3	7,0	-6,5	-4,8	3,6
Burkina Faso	-11,2	-10,0	-8,7	-10,6	-11,7	-9,6	-8,3	-11,0	-10,1	-10,7	-8,6
Burundi	-4,6	-3,5	-4,6	-8,4	-1,2	-14,5	-15,7	-11,1	-7,4	-5,6	-12,2
Camerún	-3,6	-5,1	-1,8	-3,4	-3,4	0,6	0,8	0,4	-5,8	-5,1	-3,0
Cabo Verde	-10,7	-11,2	-11,2	-14,4	-3,4	-5,0	-9,1	-12,3	-13,3	-14,3	-12,3
Chad	-31,8	-94,7	-48,8	-17,4	2,4	-9,0	-10,5	-11,4	-14,9	-5,5	-11,4
Comoras	3,0	-1,7	-3,2	-4,6	-7,2	-6,1	-6,7	-9,2	-8,5	-9,3	-8,4
Congo, República del	-7,0	-2,4	-23,5	8,8	4,2	-4,7	-25,9	-6,8	-12,7	1,2	-11,8
Congo, República Democrática del	-4,0	-1,6	1,0	-2,4	-10,4	-2,1	-1,5	-15,4	-26,1	-28,7	-16,5
Côte d'Ivoire	-0,6	6,7	2,1	1,6	0,2	2,8	-0,7	2,4	1,6	-1,6	-3,4
Djibouti	-2,9	-1,6	3,4	-1,3	-3,2	-14,7	-25,6	-39,2	-16,1	-16,6	-18,8
Eritrea	-4,6	6,8	9,7	-0,7	0,3	-3,6	-3,7	-2,7	1,0	2,0	4,1
Etiopía	-3,0	-4,7	-1,4	-4,0	-6,0	-9,1	-4,5	-5,8	-5,8	-5,8	-3,3
Gabón	11,0	6,8	9,5	11,2	22,9	12,7	15,6	17,3	1,5	3,6	1,5
Gambia	-2,6	-2,8	-4,9	-13,4	-20,1	-14,6	-13,4	-17,1	-19,4	-18,2	-17,4
Ghana	-5,3	-0,5	0,6	-4,0	-8,1	-9,7	-11,7	-18,2	-10,9	-14,0	-6,3
Guinea	-2,7	-2,5	-0,4	-2,2	0,2	-1,4	-7,4	-10,3	-1,2	-3,2	-4,2
Guinea-Bissau	-13,2	-5,3	-5,6	6,2	-0,5	-11,3	10,1	-2,0	-3,6	-5,6	-9,4
Guinea Ecuatorial	-41,2	0,9	-33,3	-21,6	-6,2	7,1	4,3	9,8	-7,7	-2,9	4,1
Kenya	-3,1	2,2	-0,2	0,1	-0,8	-2,5	-4,1	-6,7	-3,6	-4,6	-4,0
Lesotho	-13,2	-20,7	-12,8	-5,7	-7,5	4,3	12,7	-3,2	-11,0	-22,2	-15,1
Liberia	-16,6	-5,9	-26,4	-21,1	-38,4	-13,8	-31,7	-26,3	-43,2	-62,7	-14,2
Madagascar	-1,3	-6,0	-4,9	-9,1	-10,9	-8,8	-14,5	-24,4	-16,8	-15,6	-7,0
Malawi	-6,8	-8,6	-5,8	-7,3	-11,7	-7,2	-1,7	-6,3	-3,7	-4,4	-1,5
Malí	-10,4	-3,1	-6,3	-8,5	-8,6	-4,2	-7,9	-8,2	-6,7	-7,0	-7,1
Marruecos	4,3	3,7	3,2	1,7	1,8	2,2	0,2	-5,6	-2,5	-3,0	-0,8
Mauricio	3,2	5,7	2,4	0,8	-3,5	-5,3	-8,0	-8,7	-11,2	-12,1	-4,9
Mauritania	-11,7	3,0	-13,6	-34,6	-47,2	-1,3	-11,4	-15,7	-9,0	-16,4	6,8
Mozambique	-17,6	-18,8	-15,5	-8,9	-11,4	-9,2	-9,5	-12,6	-11,7	-10,9	-9,3
Namibia	1,7	3,4	6,1	7,0	4,7	13,8	9,2	2,3	-0,7	-0,8	1,5
Níger	-5,1	-9,7	-7,5	-7,3	-8,9	-9,7	-9,0	-12,6	-22,0	-30,9	-7,7
Nigeria	4,7	-12,6	-5,7	6,0	6,9	13,5	5,8	4,5	-9,0	-3,5	-1,3
República Centroafricana	-1,8	-1,6	-2,2	-1,7	-6,5	-3,0	-6,1	-8,6	-8,0	-8,6	-8,2
Rwanda	-6,0	-10,7	-12,4	1,9	2,3	-3,9	-1,7	-7,2	-6,6	-6,4	-6,3
Santo Tomé y Príncipe	-22,7	-17,0	-14,5	-16,8	-10,3	-28,8	-29,9	-32,8	-44,3	-39,1	-35,3
Senegal	-4,3	-5,6	-6,1	-6,1	-7,7	-9,5	-11,8	-12,3	-11,9	-10,0	-9,9
Seychelles	-19,5	-13,6	0,2	-6,0	-19,7	-13,9	-23,4	-32,1	-26,7	-24,6	-21,7
Sierra Leona	-6,3	-2,0	-4,8	-5,8	-7,1	-3,5	-3,8	-8,4	-4,8	-4,6	-3,5
Sudáfrica	0,3	0,8	-1,1	-3,2	-4,0	-6,3	-7,3	-7,4	-5,8	-6,0	-6,8
Sudán	-12,7	-10,3	-7,9	-6,5	-11,1	-15,2	-12,5	-9,3	-11,6	-10,0	-9,1
Swazilandia	-4,3	4,8	6,8	3,1	-4,1	-7,4	-1,4	-6,4	-5,5	-7,7	-2,9
Tanzanía	-4,5	-6,2	-4,2	-3,6	-4,1	-7,7	-9,0	-9,7	-8,7	-8,8	-6,5
Togo	-9,3	-5,5	-4,2	-3,0	7,8	-2,9	-3,9	-6,6	-6,1	-5,9	-5,7
Túnez	-5,1	-3,6	-2,9	-2,7	-1,0	-2,0	-2,6	-4,5	-2,9	-4,3	-4,1
Uganda	-3,7	-4,6	-4,7	0,1	-1,4	-3,4	-3,1	-3,2	-6,2	-6,5	-2,7
Zambia	-19,9	-13,8	-14,7	-11,7	-8,3	1,2	-6,6	-7,4	-8,5	-7,2	-3,0
Zimbabwe ¹	-0,3	-0,6	-2,9	-8,3	-11,0	-6,1	-1,4	...	...	...	...

Cuadro A12 (continuación)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
América	-2,7	-0,9	0,5	1,0	1,3	1,5	0,4	-0,7	-2,2	-1,6	-0,7
Antigua y Barbuda	-8,0	-11,5	-12,9	-8,3	-12,3	-31,4	-33,4	-19,5	-18,6	-20,5	-20,3
Argentina	-1,4	8,9	6,3	2,1	1,7	2,3	1,6	1,4	1,0	1,8	2,0
Bahamas, Las	-11,6	-7,8	-8,6	-5,4	-10,0	-20,4	-18,2	-13,4	-9,5	-10,4	-9,9
Barbados	-4,4	-6,8	-6,3	-12,4	-12,8	-8,4	-5,2	-8,4	-7,2	-6,9	-7,2
Belice	-21,9	-17,7	-18,2	-14,7	-13,6	-2,1	-4,0	-11,4	-6,7	-6,2	-6,0
Bolivia	-3,4	-4,1	1,0	3,8	6,5	11,3	13,2	11,5	-2,1	-1,1	-1,3
Brasil	-4,2	-1,5	0,8	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,8	-1,8	-1,8	-1,1
Chile	-1,6	-0,9	-1,1	2,2	1,2	4,9	4,4	-2,0	-4,8	-5,0	-3,2
Colombia	-1,2	-1,5	-1,1	-0,8	-1,3	-1,8	-2,8	-2,8	-3,9	-3,3	-1,5
Costa Rica	-3,7	-4,9	-4,8	-4,3	-4,9	-4,5	-6,3	-8,9	-5,3	-5,3	-5,2
Dominica	-18,4	-13,6	-12,8	-16,5	-28,0	-17,8	-29,2	-31,9	-25,2	-24,9	-20,7
Ecuador	-3,2	-4,8	-1,5	-1,7	0,8	3,9	2,3	2,4	-3,5	-2,3	-2,0
El Salvador	-1,1	-2,8	-4,7	-4,0	-3,3	-3,6	-5,5	-7,2	-2,3	-3,9	-3,0
Granada	-19,7	-26,6	-25,3	-9,0	-31,3	-33,4	-41,9	-42,2	-32,9	-30,4	-26,0
Guatemala	-6,5	-6,1	-4,6	-4,9	-4,5	-5,0	-5,2	-4,8	-4,0	-4,9	-4,0
Guyana	-15,0	-11,9	-8,6	-9,3	-14,8	-20,9	-18,0	-20,8	-18,1	-15,6	-11,4
Haití	-2,0	-0,9	-1,6	-1,6	2,6	-1,4	-0,3	-3,1	-3,3	-2,8	0,7
Honduras	-6,3	-3,6	-6,8	-7,7	-3,0	-3,7	-10,3	-14,0	-8,0	-9,2	-8,0
Jamaica	-8,3	-11,2	-7,5	-6,4	-9,4	-10,2	-14,9	-15,3	-12,5	-10,9	-8,2
México	-2,6	-2,0	-1,0	-0,7	-0,5	-0,5	-0,8	-1,4	-2,5	-2,2	-1,8
Nicaragua	-19,4	-17,7	-16,2	-14,5	-14,6	-13,6	-18,3	-23,2	-15,5	-14,5	-7,7
Panamá	-1,5	-0,8	-4,5	-7,5	-4,9	-3,1	-7,3	-12,4	-10,1	-11,6	-7,0
Paraguay	-4,2	1,8	2,3	2,1	0,3	0,5	0,7	-1,4	-1,0	-0,9	0,6
Perú	-2,1	-1,9	-1,5	0,0	1,4	3,0	1,4	-3,3	-3,3	-3,2	-1,6
República Dominicana	-3,0	-3,6	4,9	4,8	-1,4	-3,6	-5,0	-9,7	-6,8	-6,9	-5,6
Saint Kitts y Nevis	-32,0	-39,1	-34,8	-20,1	-18,2	-20,4	-23,8	-24,2	-19,4	-19,4	5,8
Santa Lucía	-15,6	-15,0	-14,7	-10,9	-17,1	-30,2	-31,3	-29,5	-24,2	-22,5	-22,1
San Vicente y las Granadinas	-10,4	-11,5	-20,8	-24,8	-22,3	-24,1	-35,1	-33,7	-29,3	-29,8	-20,8
Suriname	-15,2	-5,6	-10,8	-2,1	-4,3	1,8	2,9	0,2	-7,8	-1,9	1,3
Trinidad y Tabago	5,0	0,9	8,7	12,5	22,4	37,5	24,8	26,8	7,4	10,2	8,2
Uruguay	-2,9	2,9	-0,5	0,3	0,0	-2,3	-0,8	-3,6	-1,7	-2,4	-1,2
Venezuela, República Bolivariana de	1,6	8,2	14,1	13,8	17,7	14,7	8,8	12,3	0,4	4,1	8,4
Comunidad de Estados Independientes²	8,0	6,5	6,2	8,2	8,7	7,4	4,2	5,0	0,5	1,5	-0,7
Rusia	11,1	8,4	8,2	10,1	11,0	9,5	5,9	6,1	0,5	1,4	-1,5
Excluido Rusia	-0,8	1,0	0,2	2,2	1,3	0,6	-1,3	1,2	-1,4	1,8	1,9
Armenia	-9,5	-6,2	-6,8	-0,5	-1,0	-1,8	-6,4	-12,6	-11,5	-11,0	-7,7
Azerbaiyán	-0,9	-12,3	-27,8	-29,8	1,3	17,6	28,8	35,5	10,8	18,4	11,9
Belarús	-3,3	-2,2	-2,4	-5,3	1,4	-3,9	-6,8	-8,4	-8,1	-5,6	-5,7
Georgia	-6,4	-6,1	-9,4	-6,7	-10,9	-15,1	-19,6	-22,6	-16,4	-16,7	-12,5
Kazajistán	-5,4	-4,2	-0,9	0,8	-1,8	-2,5	-7,8	5,3	-6,4	1,1	4,4
Moldova	-1,8	-1,2	-6,6	-2,3	-10,3	-11,8	-17,0	-19,4	-19,4	-16,6	-13,7
Mongolia	-12,0	-8,6	-7,1	1,3	1,3	7,0	6,7	-9,6	-6,5	-6,2	17,0
República Kirguisa	-1,5	-4,0	1,7	4,9	2,8	-3,1	-0,2	-6,5	-6,3	-8,4	-3,6
Tayikistán	-4,9	-3,5	-1,3	-3,9	-2,7	-2,8	-11,2	-8,8	-9,7	-8,3	-3,4
Turkmenistán	1,7	6,7	2,7	0,6	5,1	15,7	15,4	19,6	15,7	9,2	17,8
Ucrania	3,7	7,5	5,8	10,6	2,9	-1,5	-3,7	-7,2	0,6	1,4	-2,3
Uzbekistán	-1,0	1,2	5,8	7,2	7,7	9,1	7,3	13,6	7,7	6,8	5,6

Cuadro A12 (continuación)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Europa central y oriental	-1,9	-2,7	-3,8	-5,1	-4,8	-6,5	-7,7	-7,6	-4,1	-3,5	-3,4
Albania	-3,1	-7,2	-5,0	-4,0	-6,1	-5,6	-9,1	-13,5	-11,3	-7,4	-8,9
Bosnia y Herzegovina	-12,5	-17,8	-19,4	-16,3	-18,0	-8,4	-12,7	-15,0	-9,3	-9,2	-8,2
Bulgaria	-5,6	-2,4	-5,5	-6,6	-12,4	-18,4	-25,1	-24,4	-12,3	-3,6	-3,0
Croacia	-3,2	-7,3	-5,4	-4,6	-5,8	-6,7	-7,6	-9,4	-6,5	-4,1	-4,5
Estonia	-5,2	-10,6	-11,3	-11,7	-10,0	-16,7	-18,1	-9,2	-6,5	-5,4	-7,8
Hungría	-6,0	-7,0	-7,9	-8,4	-7,5	-7,5	-6,4	-7,8	-3,9	-3,4	-1,1
Letonia	-7,5	-6,7	-8,2	-12,8	-12,5	-22,5	-22,6	-13,2	-6,7	-5,5	-3,2
Lituania	-4,7	-5,2	-6,9	-7,6	-7,1	-10,7	-14,6	-11,6	-4,0	-5,3	-5,7
Macedonia, ex República Yugoslava de	-7,2	-9,4	-4,1	-8,4	-2,6	-0,9	-7,2	-13,1	-14,1	-12,6	-8,9
Montenegro	...	...	-6,8	-7,2	-8,5	-24,1	-29,3	-31,3	-23,2	-16,7	-11,7
Polonia	-2,8	-2,5	-2,1	-4,0	-1,2	-2,7	-4,7	-5,5	-4,5	-3,9	-2,9
Rumania	-5,5	-3,3	-5,8	-8,4	-8,9	-10,4	-13,9	-12,6	-7,5	-6,5	-6,3
Serbia	-2,5	-8,3	-7,2	-12,1	-8,7	-10,1	-15,3	-17,3	-12,2	-11,3	-5,4
Turquía	1,9	-0,3	-2,5	-3,7	-4,6	-6,0	-5,8	-5,7	-1,2	-1,6	-2,5
Oriente Medio	6,4	4,7	8,1	11,7	19,7	21,0	18,2	18,8	-0,6	3,2	8,2
Arabia Saudita	5,1	6,3	13,1	20,8	28,7	27,9	25,1	28,9	-1,8	4,5	11,5
Bahrein	2,8	-0,7	2,0	4,2	11,0	13,8	15,8	10,6	1,6	3,6	9,6
Egipto	0,0	0,7	2,4	4,3	3,2	0,8	1,4	0,5	-3,0	-4,1	-2,3
Emiratos Árabes Unidos	9,5	4,9	8,5	9,1	18,0	22,6	16,1	15,8	-5,6	-1,0	6,9
Iraq	...	...	...	-39,6	6,1	15,4	15,5	19,1	-6,1	3,2	11,5
Irán, República Islámica del	5,2	3,1	0,6	0,9	8,8	9,2	11,9	5,2	-5,2	-3,6	0,4
Jordania	0,1	5,7	12,2	0,8	-17,4	-10,8	-16,8	-12,7	-11,2	-10,6	-9,4
Kuwait	23,9	11,2	19,7	30,6	42,5	49,8	44,7	44,7	25,8	29,3	44,6
Líbano	-19,3	-14,1	-13,2	-15,5	-13,4	-5,6	-7,1	-11,4	-10,5	-10,0	-7,9
Libia	12,3	3,0	19,9	22,3	38,4	45,8	33,8	39,2	8,3	11,7	24,7
Omán	9,8	6,7	3,8	2,4	15,2	12,1	5,9	6,1	-0,2	2,1	0,1
Qatar	27,3	21,9	25,3	22,4	33,2	28,3	30,9	35,3	7,5	18,1	11,2
República Árabe Siria	8,3	5,4	-6,6	-1,6	-2,2	-2,8	-3,3	-4,0	-3,1	-4,4	-4,0
Yemen, República del	6,8	4,1	1,5	1,6	3,8	1,1	-7,0	-2,0	-2,3	-1,3	-1,1

Cuadro A12 (conclusión)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Países en desarrollo de Asia	1,5	2,4	2,7	2,6	4,0	6,0	6,9	5,8	6,4	5,7	6,1
Afganistán, Rep. Isl. del	...	-3,7	-15,7	-4,9	-2,8	-4,9	0,9	-1,5	-3,7	-4,7	-5,8
Bangladesh	-0,9	0,3	0,3	-0,3	0,0	1,2	1,1	0,9	0,9	-0,1	-0,5
Bhután	-8,5	-15,8	-23,6	-17,9	-30,4	-4,3	11,0	11,7	2,8	-8,7	-32,2
Brunei Darussalam	48,4	41,2	47,7	48,6	52,8	56,3	50,7	50,6	35,2	36,8	38,6
Camboya	-1,1	-2,4	-3,6	-2,2	-3,8	-0,6	-2,7	-10,9	-7,5	-7,2	-4,9
China	1,3	2,4	2,8	3,6	7,2	9,5	11,0	10,0	10,3	9,3	9,4
Fiji	-6,7	2,5	-6,6	-12,9	-12,1	-24,7	-17,3	-26,1	-21,2	-16,1	-8,2
Filipinas	-2,4	-0,4	0,4	1,9	2,0	4,5	4,9	2,5	2,3	1,6	-0,1
India	0,3	1,4	1,5	0,1	-1,3	-1,1	-1,0	-2,8	-2,5	-2,6	-2,5
Indonesia	4,3	4,0	3,5	0,6	0,1	3,0	2,4	0,1	-0,4	-0,7	-1,0
Islas Salomón	-9,4	-6,5	9,1	23,5	-9,8	-5,6	-2,8	-6,8	-9,6	-0,3	-22,7
Kiribati	16,1	7,6	-19,5	-11,1	-19,1	-2,6	-1,0	-0,9	-3,1	-6,3	-11,4
Malasia	7,9	8,0	12,0	12,1	15,0	16,7	15,4	17,4	12,9	10,7	9,8
Maldivas	-9,4	-5,6	-4,6	-16,2	-35,9	-33,0	-40,3	-55,6	-17,8	-17,2	-11,8
Myanmar	-2,4	0,2	-1,0	2,4	3,7	7,1	9,2	3,3	1,3	0,2	-2,8
Nepal	4,5	4,2	2,4	2,7	2,0	2,2	0,4	2,5	2,3	0,1	-2,2
Pakistán	0,4	3,9	4,9	1,8	-1,4	-3,9	-4,8	-8,4	-5,9	-4,9	-3,9
Papua Nueva Guinea	6,5	-1,0	4,5	2,2	4,2	2,3	1,8	2,8	-6,7	-4,7	-3,1
República Democrática Popular Lao	-10,7	-9,4	-12,4	-16,9	-17,2	-10,5	-18,0	-15,6	-11,7	-6,5	-13,8
Samoa	0,1	-1,1	-95,3	-6,8	-1,6	-4,6	-6,1	-9,4	-8,4	-5,3	0,0
Sri Lanka	-1,1	-1,4	-0,4	-3,1	-2,5	-5,3	-4,3	-9,4	-2,7	-0,8	1,4
Tailandia	4,4	3,7	3,4	1,7	-4,3	1,1	5,7	-0,1	0,6	0,2	-0,4
Timor-Leste	-12,6	-15,9	-15,4	20,7	78,4	165,2	296,1	408,3	66,2	49,4	-50,8
Tonga	-9,5	5,1	-3,1	4,2	-2,6	-9,7	-10,4	-10,4	-8,8	-8,7	-7,6
Vanuatu	2,0	-5,4	-6,6	-5,0	-7,4	-4,1	-5,9	-6,2	-5,3	-4,8	-6,5
Vietnam	2,1	-1,7	-4,9	-3,5	-1,1	-0,3	-9,8	-9,4	-4,8	-4,2	-3,2

¹Como las tendencias recientes impiden pronosticar con exactitud el PIB nominal, no se presentan proyecciones para 2008 ni años posteriores.

²Mongolia, 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 A13. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos netos de capital¹

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	Promedio 1998–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Economías emergentes y en desarrollo											
Flujos netos de capital privado ²	64,3	73,5	54,0	154,2	222,0	226,8	202,8	617,5	109,3	-190,3	-6,5
Inversión privada directa neta	164,2	180,5	144,4	161,3	183,9	243,7	241,4	359,0	459,3	312,8	303,1
Flujos privados netos de cartera	41,4	-76,9	-86,4	-3,8	10,0	-5,6	-100,7	39,5	-155,2	-234,5	-195,3
Otros flujos netos de capital privado	-141,2	-30,1	-4,1	-3,3	28,0	-11,3	62,2	219,2	-194,6	-268,5	-114,2
Otros flujos oficiales, neto ³	7,1	2,3	14,8	-43,3	-64,9	-98,5	-154,1	-100,5	-60,0	57,6	-28,1
Variación de las reservas ⁴	-89,5	-132,7	-191,3	-360,6	-501,9	-585,7	-751,7	-1.257,8	-865,7	-266,5	-512,2
<i>Partida informativa</i>											
Cuenta corriente ⁵	41,7	93,3	138,0	233,6	312,3	532,0	728,7	741,5	793,0	355,7	473,8
África											
Flujos netos de capital privado ²	3,8	1,3	2,0	4,9	13,0	26,0	35,2	33,4	24,2	30,2	44,7
Inversión privada directa neta	7,4	23,1	14,3	17,1	15,8	23,3	23,4	32,1	32,4	27,6	31,7
Flujos privados netos de cartera	3,8	-7,9	-1,6	-0,4	5,6	4,2	17,6	9,9	-15,8	0,9	4,1
Otros flujos netos de capital privado	-7,3	-14,0	-10,7	-11,8	-8,4	-1,5	-5,7	-8,3	7,9	1,8	9,0
Otros flujos oficiales, neto ³	5,3	6,5	8,8	6,2	4,2	0,5	-10,0	5,0	11,1	15,1	12,8
Variación de las reservas ⁴	-3,9	-10,2	-5,7	-11,5	-31,7	-43,3	-54,3	-61,6	-53,8	21,7	-3,6
América											
Flujos netos de capital privado ²	58,9	43,2	5,7	19,7	17,1	39,0	10,8	107,4	58,5	13,3	35,2
Inversión privada directa neta	66,6	69,2	51,2	38,0	50,0	53,3	29,1	85,8	84,3	58,7	61,6
Flujos privados netos de cartera	13,0	-5,6	-12,0	-5,0	-13,6	10,7	-7,7	42,3	-11,2	-24,4	3,6
Otros flujos netos de capital privado	-20,7	-20,4	-33,4	-13,3	-19,3	-25,0	-10,6	-20,6	-14,7	-21,0	-29,9
Otros flujos oficiales, neto ³	7,6	21,7	17,8	5,1	-10,1	-30,4	-17,7	1,8	11,0	11,3	5,4
Variación de las reservas ⁴	2,5	1,7	1,4	-33,7	-22,1	-33,6	-51,0	-132,4	-49,8	48,9	14,8
Comunidad de Estados Independientes											
Flujos netos de capital privado ²	-16,3	6,9	15,7	19,0	2,6	30,4	55,1	127,2	-127,4	-119,0	-40,0
Inversión privada directa neta	4,2	4,9	5,2	5,4	13,1	11,6	20,7	26,6	44,4	17,3	22,9
Flujos privados netos de cartera	-3,5	-1,2	0,4	-0,4	4,3	-4,9	12,9	14,5	-36,8	1,6	3,4
Otros flujos netos de capital privado	-17,0	3,1	10,1	14,1	-14,8	23,7	21,5	86,1	-135,1	-137,9	-66,4
Otros flujos oficiales, neto ³	-2,2	-5,1	-10,8	-9,4	-7,6	-19,6	-29,8	-5,9	-0,7	25,1	6,2
Variación de las reservas ⁴	-4,8	-14,4	-15,1	-32,7	-54,9	-77,1	-127,8	-168,1	33,1	94,3	8,0
Europa central y oriental											
Flujos netos de capital privado ²	30,8	5,6	25,9	42,3	61,3	99,9	120,0	173,6	147,1	-38,3	13,4
Inversión privada directa neta	15,4	17,4	12,2	13,3	30,0	37,4	58,9	72,0	64,1	30,1	32,5
Flujos privados netos de cartera	4,1	0,2	3,1	9,7	25,3	25,9	9,4	-7,4	-13,2	-6,1	4,6
Otros flujos netos de capital privado	11,3	-12,0	10,6	19,2	6,1	36,6	51,7	108,9	96,2	-62,4	-23,6
Otros flujos oficiales, neto ³	-0,7	5,2	4,5	-2,4	-4,1	0,0	-7,9	-6,0	7,3	26,8	9,6
Variación de las reservas ⁴	-8,4	-11,0	-14,2	-9,3	-8,1	-36,1	-20,3	-31,2	-9,7	36,6	6,1
Oriente Medio⁶											
Flujos netos de capital privado ²	0,5	-7,6	-19,2	1,4	-17,7	-53,7	-50,0	11,0	-120,9	-29,5	-24,1
Inversión privada directa neta	6,5	12,3	9,1	17,0	10,4	17,6	14,9	4,0	11,4	17,6	15,7
Flujos privados netos de cartera	-3,5	-11,8	-16,1	-18,0	-21,7	-36,2	-25,7	-31,0	-12,3	-14,4	-6,4
Otros flujos netos de capital privado	-2,6	-8,1	-12,3	2,3	-6,4	-35,1	-39,2	38,0	-120,1	-32,7	-33,4
Otros flujos oficiales, neto ³	-5,3	-12,8	-8,2	-24,4	-33,9	-27,3	-67,0	-58,9	-75,6	-9,4	-22,1
Variación de las reservas ⁴	-7,8	-11,1	-2,9	-36,7	-46,3	-107,2	-126,2	-191,5	-151,3	46,6	-10,6
Países emergentes de Asia⁷											
Flujos netos de capital privado ²	-13,4	24,3	23,9	66,9	145,6	85,3	31,8	164,8	127,9	-46,9	-35,6
Inversión privada directa neta	64,0	53,5	52,4	70,6	64,7	100,5	94,3	138,5	222,6	161,6	138,8
Flujos privados netos de cartera	27,6	-50,7	-60,2	10,3	10,2	-5,3	-107,2	11,2	-65,9	-192,1	-204,5
Otros flujos netos de capital privado	-105,0	21,4	31,7	-13,9	70,7	-10,0	44,6	15,2	-28,7	-16,3	30,1
Otros flujos oficiales, neto ³	2,4	-13,1	2,6	-18,4	-13,4	-21,7	-21,7	-36,6	-13,1	-11,3	-40,0
Variación de las reservas ⁴	-67,2	-87,7	-154,9	-236,7	-338,7	-288,3	-372,2	-673,1	-634,3	-514,5	-526,9
Partidas informativas											
Exportadores de combustibles											
Flujos netos de capital privado ²	-22,1	-6,0	-14,5	13,5	-18,4	-27,7	-9,0	93,8	-318,3	-148,4	-79,4
Otros países											
Flujos netos de capital privado ²	86,4	79,6	68,5	140,7	240,3	254,5	211,8	523,7	427,5	-41,9	72,9

¹Los flujos netos de capital comprenden la inversión directa neta, la inversión de cartera neta y otros flujos netos de inversión a largo y corto plazo, incluidos los empréstitos oficiales y privados. Este cuadro incluye Corea, Israel, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur.

²Debido a las limitaciones de datos, "otros flujos netos de capital privado" podría incluir algunos flujos oficiales.

³Excluidas las donaciones e incluidas las inversiones en el extranjero de organismos de inversiones oficiales.

⁴El signo menos indica un aumento.

⁵La suma del saldo en cuenta corriente, los flujos netos de capital privado, 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.

⁶Incluye Israel.

⁷Este grupo comprende los países en desarrollo de Asia y las economías recientemente industrializadas de Asia.

Cuadro A14. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos de capital privado¹*(Miles de millones de dólares de EE.UU.)*

	Promedio 1998–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Economías emergentes y en desarrollo											
Flujos netos de capital privado	64,3	73,5	54,0	154,2	222,0	226,8	202,8	617,5	109,3	-190,3	-6,5
Entradas	221,6	170,1	167,1	418,5	666,6	841,9	1.314,4	2.129,8	753,9	524,5	957,1
Salidas	-113,4	-101,4	-113,2	-268,5	-446,8	-618,5	-1.111,9	-1.512,7	-645,0	-715,0	-963,6
África											
Flujos netos de capital privado	3,8	1,3	2,0	4,9	13,0	26,0	35,2	33,4	24,2	30,2	44,7
Entradas	15,0	14,1	14,2	19,2	25,7	45,3	70,0	62,7	41,3	33,8	50,9
Salidas	-6,5	-12,9	-12,3	-14,2	-12,8	-19,3	-34,6	-29,1	-16,8	-3,6	-6,1
América											
Flujos netos de capital privado	58,9	43,2	5,7	19,7	17,1	39,0	10,8	107,4	58,5	13,3	35,2
Entradas	92,4	75,5	30,1	53,9	63,8	90,4	105,2	221,0	142,9	74,3	94,1
Salidas	-14,3	-32,4	-24,3	-34,2	-46,7	-51,4	-94,4	-113,6	-84,5	-61,0	-58,9
Comunidad de Estados Independientes											
Flujos netos de capital privado	-16,3	6,9	15,7	19,0	2,6	30,4	55,1	127,2	-127,4	-119,0	-40,0
Entradas	1,8	11,1	22,8	45,9	62,6	112,4	160,5	283,7	154,4	-3,8	78,3
Salidas	-1,8	-4,3	-7,1	-26,9	-60,0	-82,0	-105,5	-156,5	-281,8	-115,2	-118,3
Europa central y oriental											
Flujos netos de capital privado	30,8	5,6	25,9	42,3	61,3	99,9	120,0	173,6	147,1	-38,3	13,4
Entradas	37,6	15,0	28,9	53,1	92,7	117,9	174,3	217,2	155,5	-51,6	17,0
Salidas	-2,4	-9,4	-3,0	-10,9	-31,3	-18,0	-54,4	-43,7	-8,5	13,2	-3,6
Oriente Medio²											
Flujos netos de capital privado	0,5	-7,6	-19,2	1,4	-17,7	-53,7	-50,0	11,0	-120,9	-29,5	-24,1
Entradas	18,3	-3,3	-9,5	31,0	66,8	84,3	246,3	413,7	-67,0	6,8	54,5
Salidas	-17,1	-3,7	-9,8	-29,6	-84,5	-139,3	-296,5	-402,9	-54,1	-36,6	-78,8
Países emergentes de Asia³											
Flujos netos de capital privado	-13,4	24,3	23,9	66,9	145,6	85,3	31,8	164,8	127,9	-46,9	-35,6
Entradas	56,5	57,7	80,7	215,4	355,1	391,6	558,1	931,4	326,9	464,9	662,4
Salidas	-71,3	-38,8	-56,6	-152,7	-211,6	-308,5	-526,5	-767,0	-199,3	-511,8	-697,9

¹Los flujos de capital privado comprenden la inversión directa, la inversión de cartera y otros flujos de inversión a largo y corto plazo. Este cuadro incluye Corea, Israel, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur.

²Incluye Israel.

³Este grupo comprende los países en desarrollo de Asia y las economías recientemente industrializadas de Asia.

Cuadro A15. Economías emergentes y en desarrollo: Reservas¹

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	<i>Miles de millones de dólares de EE.UU.</i>									
Economías emergentes y en desarrollo	877,1	1.040,0	1.356,4	1.805,2	2.294,7	3.050,3	4.329,4	5.179,8	5.425,4	5.894,9
Por regiones										
África	64,4	71,9	90,1	126,1	160,1	221,2	289,0	342,8	321,1	324,7
Subsahariana	35,5	35,9	39,8	62,2	82,9	115,8	146,3	163,5	144,0	144,6
Excluidos Nigeria y Sudáfrica	18,8	22,4	25,9	31,8	35,8	50,2	65,1	77,5	71,4	74,5
América	158,6	160,5	195,4	220,6	255,3	310,3	445,1	494,9	446,0	431,1
Brasil	35,6	37,5	48,9	52,5	53,3	85,2	179,5	192,9	168,8	157,3
México	44,8	50,6	59,0	64,1	74,1	76,3	87,1	94,6	94,6	94,6
Comunidad de Estados Independientes ²	43,9	58,1	92,3	148,8	214,4	356,1	547,9	514,8	420,5	412,4
Rusia	33,1	44,6	73,8	121,5	176,5	296,2	466,7	421,3	333,2	320,1
Excluido Rusia	10,8	13,5	18,5	27,3	37,9	59,8	81,2	93,4	87,2	92,3
Europa central y oriental	72,8	89,2	110,6	129,2	157,9	196,3	248,9	258,6	222,0	216,0
Oriente Medio	157,9	163,9	198,3	246,7	351,6	477,2	670,4	823,1	778,2	792,0
Países en desarrollo de Asia	379,5	496,2	669,7	933,9	1.155,5	1.489,3	2.128,2	2.745,6	3.237,7	3.718,6
China	216,3	292,0	409,2	615,5	822,5	1.069,5	1.531,3	2.134,5	2.652,5	3.086,9
India	46,4	68,2	99,5	127,2	132,5	171,3	267,6	271,7	256,9	257,0
Excluidos China e India	116,9	136,0	161,1	191,1	200,5	248,4	329,2	339,4	328,3	374,7
Por criterios analíticos										
Por fuentes de ingresos de exportación										
Combustibles	199,7	213,5	290,3	416,6	606,2	912,7	1.316,1	1.480,2	1.301,5	1.300,9
Otros productos	677,5	826,4	1.066,1	1.388,6	1.688,6	2.137,6	3.013,4	3.699,6	4.124,0	4.594,0
Productos primarios	19,4	21,3	22,8	24,0	25,9	31,3	33,3	43,6	45,8	48,0
Por fuentes de financiamiento externo										
Países deudores netos	400,3	466,6	574,6	671,5	752,5	943,3	1.310,9	1.410,0	1.307,6	1.317,6
Financiamiento oficial	32,1	36,8	43,1	47,2	49,4	59,2	78,9	85,7	86,5	92,4
Países deudores netos según el cumplimiento del servicio de la deuda										
Países que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda de 2003–07	35,8	39,8	48,9	58,3	72,5	87,9	119,5	120,5	115,7	120,4
Otros grupos										
Países pobres muy endeudados	11,1	13,6	16,2	19,6	20,5	27,0	35,9	40,6	40,1	42,6
Oriente Medio y Norte de África	186,9	200,3	249,3	312,1	430,9	584,6	814,7	1.004,0	956,5	973,7

Cuadro A15 (conclusión)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	<i>Razón entre las reservas y las importaciones de bienes y servicios³</i>									
Economías emergentes y en desarrollo	50,3	55,7	61,1	63,8	67,8	75,5	87,5	84,5	110,6	115,3
Por regiones										
África	46,1	46,9	47,9	54,3	57,8	68,9	71,8	69,5	75,5	71,1
Subsahariana	33,9	31,1	27,6	35,2	38,6	45,8	46,6	43,7	44,9	41,9
Excluidos Nigeria y Sudáfrica	32,2	36,6	35,0	34,7	31,7	39,3	39,5	37,8	41,8	38,9
América	37,1	40,3	47,3	44,5	43,5	44,8	53,9	49,8	54,1	50,1
Brasil	49,0	60,8	76,8	65,6	54,4	70,7	113,8	87,6	93,5	82,0
México	24,2	27,3	31,4	29,8	30,5	27,4	28,5	28,3	34,8	33,8
Comunidad de Estados Independientes ²	34,3	40,9	52,5	65,3	76,8	101,2	115,4	83,4	93,3	85,7
Rusia	44,6	52,9	71,5	93,0	107,4	141,7	165,1	114,4	126,8	115,1
Excluido Rusia	20,0	23,3	25,4	28,1	33,0	41,9	42,3	37,5	46,4	45,4
Europa central y oriental	36,9	39,9	38,1	34,0	35,5	36,3	36,4	31,6	37,1	34,6
Oriente Medio	78,7	74,2	77,9	77,4	91,7	101,6	114,7	106,7	104,1	100,3
Países en desarrollo de Asia	58,3	68,1	74,5	79,5	81,8	89,4	107,7	112,6	174,2	195,7
China	79,7	89,0	91,1	101,5	115,5	125,4	148,0	163,6	302,1	356,6
India	65,0	90,0	107,1	97,0	72,8	75,5	95,1	79,3	80,2	77,4
Excluidos China e India	37,9	41,8	45,1	43,7	38,6	42,4	49,9	42,9	49,7	53,4
Por criterios analíticos										
Por fuentes de ingresos de exportación										
Combustibles	62,0	59,4	68,8	78,6	92,7	113,3	126,1	110,2	110,8	104,0
Otros productos	47,6	54,8	59,3	60,4	61,8	66,1	77,2	77,3	110,6	118,9
Productos primarios	49,6	54,6	50,8	43,1	37,1	39,4	32,8	34,2	43,3	42,0
Por fuentes de financiamiento externo										
Países deudores netos	39,6	45,0	48,0	44,8	41,8	43,9	50,4	44,7	50,6	48,6
Financiamiento oficial	48,2	50,7	49,9	45,0	39,7	39,8	41,7	36,5	44,0	44,2
Países deudores netos según el cumplimiento del servicio de la deuda										
Países que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2003–07	30,3	37,2	38,5	36,2	36,2	36,6	40,7	32,5	37,5	36,9
Otros grupos										
Países pobres muy endeudados	28,1	31,6	33,2	33,0	28,9	32,8	34,4	31,7	35,2	35,0
Oriente Medio y Norte de África	78,2	76,3	82,3	82,0	94,7	106,5	118,6	110,8	110,7	106,5

¹A los efectos de este cuadro, las tenencias oficiales de oro se han valorado a DEG 35 la onza. Por consiguiente, las reservas de los países con considerables tenencias de oro están muy subestimadas.

²Mongolia, 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.

³Reservas al final del año, expresadas como porcentaje de la importación de bienes y servicios del año indicado.

Cuadro A16. Resumen del origen y destino del ahorro mundial*(Porcentaje del PIB)*

	Promedios		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
	1987-94	1995-2002									2011-14
Mundo											
Ahorro	22,6	22,0	20,9	22,0	22,8	23,9	24,4	24,2	22,4	22,6	24,4
Inversión	22,4	22,2	21,1	22,0	22,5	23,2	23,7	24,0	22,6	22,6	23,8
Economías avanzadas											
Ahorro	22,2	21,3	19,1	19,8	20,1	20,6	20,5	19,4	17,4	17,1	18,3
Inversión	22,7	21,6	19,9	20,5	21,0	21,4	21,3	20,8	18,3	18,0	19,1
Préstamos netos	-0,5	-0,3	-0,8	-0,7	-0,9	-0,8	-0,7	-1,4	-0,9	-1,0	-0,8
Transferencias corrientes	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6
Renta de los factores	-0,4	0,2	0,1	0,4	0,8	1,0	0,7	0,2	0,6	0,6	0,4
Saldo de los recursos	0,2	0,1	-0,3	-0,5	-0,9	-1,1	-0,6	-0,9	-0,8	-0,9	-0,6
Estados Unidos											
Ahorro	16,1	16,9	13,3	13,8	14,8	15,5	14,2	11,9	11,9	11,8	14,0
Inversión	18,6	19,6	18,4	19,4	20,0	20,1	18,8	17,5	14,7	14,6	17,1
Préstamos netos	-2,5	-2,7	-5,1	-5,5	-5,1	-4,6	-4,6	-5,5	-2,8	-2,8	-3,1
Transferencias corrientes	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
Renta de los factores	-0,5	0,4	0,1	0,4	1,3	1,8	1,3	0,1	1,2	1,4	0,8
Saldo de los recursos	-1,5	-2,5	-4,5	-5,2	-5,7	-5,7	-5,1	-4,8	-3,3	-3,5	-3,3
Zona del euro											
Ahorro	...	21,4	20,7	21,6	21,2	22,0	22,4	21,6	18,8	18,1	18,8
Inversión	...	20,8	20,1	20,4	20,8	21,6	22,1	22,2	19,7	19,1	19,4
Préstamos netos	...	0,6	0,6	1,2	0,4	0,3	0,3	-0,6	-0,9	-1,0	-0,6
Transferencias corrientes ¹	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
Renta de los factores ¹	-0,8	-0,4	-0,7	-0,2	-0,2	0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7
Saldo de los recursos ¹	0,9	1,7	2,1	2,2	1,6	1,2	1,6	0,7	0,4	0,4	0,9
Alemania											
Ahorro	23,4	20,3	19,3	21,8	22,0	23,8	25,8	25,7	19,5	18,4	19,7
Inversión	23,7	20,8	17,4	17,1	16,9	17,6	18,3	19,3	17,2	16,0	15,7
Préstamos netos	-0,3	-0,5	1,9	4,7	5,1	6,1	7,5	6,4	2,3	2,4	4,0
Transferencias corrientes	-1,6	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2
Renta de los factores	-0,9	-0,4	-0,7	0,9	1,1	1,6	1,7	2,0	1,1	1,0	1,3
Saldo de los recursos	2,2	1,2	3,9	5,0	5,3	5,7	7,1	5,8	2,6	2,7	4,0
Francia											
Ahorro	20,3	20,9	20,0	20,2	19,7	20,5	21,0	20,8	20,4	19,6	20,0
Inversión	20,5	18,9	18,9	19,6	20,3	21,1	22,1	22,3	19,9	20,3	21,5
Préstamos netos	-0,3	2,0	1,2	0,6	-0,6	-0,6	-1,0	-1,6	0,4	-0,7	-1,5
Transferencias corrientes	-0,6	-0,9	-1,1	-1,1	-1,3	-1,2	-1,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Renta de los factores	-0,5	0,8	1,2	1,1	1,2	1,6	1,5	1,1	2,1	1,6	0,8
Saldo de los recursos	0,9	2,1	1,1	0,6	-0,5	-1,0	-1,4	-2,2	-1,2	-1,7	-1,7
Italia											
Ahorro	20,2	21,2	19,4	19,9	19,0	19,0	19,4	18,0	15,7	15,1	15,0
Inversión	21,3	20,1	20,7	20,8	20,7	21,6	21,8	21,2	18,8	18,2	18,1
Préstamos netos	-1,1	1,1	-1,3	-0,9	-1,7	-2,6	-2,4	-3,2	-3,0	-3,1	-3,2
Transferencias corrientes	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Renta de los factores	-1,6	-1,1	-1,3	-1,1	-1,0	-0,9	-1,3	-1,9	-1,8	-1,7	-1,6
Saldo de los recursos	0,9	2,7	0,6	0,7	0,0	-0,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-0,8
Japón											
Ahorro	33,5	28,6	26,1	26,8	27,2	27,7	28,9	26,7	23,5	23,2	23,8
Inversión	30,9	26,3	22,8	23,0	23,6	23,8	24,1	23,5	22,0	22,0	22,1
Préstamos netos	2,5	2,4	3,2	3,7	3,6	3,9	4,8	3,1	1,5	1,2	1,7
Transferencias corrientes	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Renta de los factores	0,8	1,3	1,7	1,9	2,3	2,7	3,1	3,1	2,5	2,6	2,7
Saldo de los recursos	1,9	1,2	1,7	2,0	1,5	1,4	1,9	0,4	-0,8	-1,2	-0,9
Reino Unido											
Ahorro	16,0	16,1	15,1	15,0	14,7	14,2	15,3	15,1	12,1	12,4	13,7
Inversión	18,6	17,5	16,7	17,1	17,3	17,6	18,2	16,8	14,1	13,9	14,6
Préstamos netos	-2,7	-1,4	-1,6	-2,1	-2,6	-3,4	-2,9	-1,7	-2,0	-1,5	-0,9
Transferencias corrientes	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1
Renta de los factores	-0,4	0,5	1,5	1,5	1,7	0,8	1,5	2,3	1,1	1,1	1,2
Saldo de los recursos	-1,6	-1,1	-2,3	-2,7	-3,4	-3,3	-3,4	-3,0	-2,1	-1,5	-1,1
Canadá											
Ahorro	16,9	20,4	21,2	23,0	23,9	24,3	24,1	23,7	21,6	21,6	22,6
Inversión	20,3	19,6	20,0	20,7	22,0	22,9	23,3	23,0	22,5	22,3	22,3
Préstamos netos	-3,4	0,8	1,2	2,3	1,9	1,4	0,9	0,6	-0,9	-0,7	0,3
Transferencias corrientes	-0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Renta de los factores	-3,5	-3,1	-2,5	-1,9	-1,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,5	-0,7	-0,8
Saldo de los recursos	0,2	3,8	3,7	4,2	3,7	2,4	1,9	1,5	-0,4	0,0	1,0

Cuadro A16 (continuación)

	Promedios		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
	1987-94	1995-2002									2011-14
Economías asiáticas recientemente industrializadas											
Ahorro	34,9	31,9	31,5	32,6	31,4	31,6	31,8	31,9	29,1	28,6	29,9
Inversión	27,4	30,0	24,8	26,4	25,9	26,1	26,0	27,4	22,8	22,6	23,3
Préstamos netos	7,5	2,0	6,6	6,2	5,5	5,5	5,8	4,5	6,3	6,0	6,6
Transferencias corrientes	0,0	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6
Renta de los factores	4,1	-0,9	0,8	0,6	0,3	0,5	0,4	1,3	0,2	0,1	0,9
Saldo de los recursos	3,4	3,3	6,5	6,4	5,9	5,7	6,1	3,7	6,8	6,5	6,4
Economías emergentes y en desarrollo											
Ahorro	24,2	24,5	28,0	29,8	31,6	33,3	34,2	35,1	33,7	34,2	35,6
Inversión	25,1	24,9	25,9	27,2	27,3	28,3	30,1	31,3	32,2	32,1	32,5
Préstamos netos	-1,9	-0,4	2,1	2,6	4,2	5,0	4,1	3,9	1,6	2,1	3,0
Transferencias corrientes	0,5	1,0	1,6	1,5	1,6	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2
Renta de los factores	-1,1	-1,7	-1,9	-2,0	-1,8	-1,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-0,3
Saldo de los recursos	-0,8	0,4	2,4	3,0	4,4	5,1	4,1	4,0	1,5	2,1	2,1
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,4	3,6	5,7	6,8	9,0	11,1	13,6	7,4	3,5	5,0	6,2
Variación de las reservas	0,5	1,2	3,8	4,7	5,0	5,6	7,9	4,6	1,5	2,6	3,3
Por regiones											
África											
Ahorro	18,2	18,8	21,1	22,7	24,1	26,7	25,7	26,0	20,0	21,6	23,2
Inversión	19,6	20,3	21,6	22,6	22,2	23,2	24,8	24,9	26,5	26,3	26,6
Préstamos netos	-1,4	-1,5	-0,5	0,1	1,8	3,5	1,0	1,2	-6,5	-4,7	-3,5
Transferencias corrientes	2,5	2,6	3,1	3,1	3,0	2,8	2,9	2,8	3,0	2,6	2,5
Renta de los factores	-3,7	-4,1	-4,4	-5,1	-5,3	-4,3	-4,9	-4,9	-3,7	-3,2	-3,2
Saldo de los recursos	-0,3	0,0	0,8	2,1	4,1	5,0	3,0	3,3	-5,7	-4,2	-2,8
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	0,1	2,8	3,4	4,5	5,8	7,7	6,9	4,6	-2,0	0,3	2,3
Variación de las reservas	0,4	1,4	2,0	4,4	5,2	5,7	5,6	4,2	-1,9	0,3	1,8
América											
Ahorro	18,6	17,9	19,8	22,0	22,0	23,2	22,5	22,0	19,6	20,0	21,2
Inversión	19,3	20,7	19,1	20,8	20,6	21,7	22,2	22,8	21,9	21,8	22,3
Préstamos netos	-0,7	-2,8	0,7	1,2	1,5	1,5	0,3	-0,8	-2,3	-1,8	-1,1
Transferencias corrientes	0,8	1,1	2,0	2,1	2,0	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6	1,7
Renta de los factores	-2,1	-2,8	-3,0	-3,0	-3,0	-3,2	-2,8	-2,8	-2,5	-2,4	-2,1
Saldo de los recursos	0,6	-1,0	1,6	2,1	2,4	2,6	1,3	0,4	-1,5	-1,0	-0,8
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	0,1	1,8	3,3	2,7	3,0	3,0	5,8	2,1	-0,2	0,7	1,2
Variación de las reservas	0,6	0,2	1,8	1,0	1,3	1,6	3,6	1,2	-1,4	-0,4	0,4
Comunidad de Estados Independientes²											
Ahorro	...	24,9	27,4	29,7	29,8	29,7	29,1	30,8	24,7	24,9	24,2
Inversión	...	20,4	21,2	21,4	21,1	22,5	25,1	25,8	24,8	23,6	24,1
Préstamos netos	...	4,5	6,2	8,2	8,6	7,2	4,0	5,0	-0,1	1,3	0,1
Transferencias corrientes	...	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,5	0,8	0,7	0,5
Renta de los factores	...	-2,0	-2,8	-2,2	-2,8	-3,6	-3,1	-3,5	-2,8	-3,5	-2,5
Saldo de los recursos	...	6,0	8,4	9,9	10,9	10,3	6,8	8,0	1,9	4,1	2,1
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	...	5,4	11,5	13,9	15,3	16,1	17,3	9,6	-2,6	3,3	4,3
Variación de las reservas	...	1,6	5,7	7,1	7,7	9,8	9,9	-1,5	-6,0	-0,5	1,0
Europa central y oriental											
Ahorro	23,0	18,7	16,3	16,6	16,7	17,2	17,4	17,8	18,9	19,6	21,8
Inversión	25,0	21,6	20,1	21,6	21,5	23,5	25,0	25,1	22,5	22,6	24,7
Préstamos netos	-2,0	-2,9	-3,8	-5,0	-4,8	-6,3	-7,6	-7,3	-3,6	-3,0	-2,8
Transferencias corrientes	1,7	1,8	1,7	1,5	1,4	1,6	1,5	1,3	1,4	1,6	1,7
Renta de los factores	-2,6	-1,2	-2,1	-2,5	-2,1	-2,3	-2,9	-2,6	-3,3	-3,2	-3,0
Saldo de los recursos	-1,1	-3,4	-3,4	-4,0	-4,1	-5,6	-6,2	-6,0	-1,7	-1,4	-1,5
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	0,9	2,0	2,5	4,1	5,1	5,7	5,2	1,3	-4,9	-0,7	2,1
Variación de las reservas	-0,6	1,9	1,2	0,9	3,2	1,6	2,0	0,5	-2,5	-0,4	1,1

Cuadro A16 (continuación)

	Promedios		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
	1987-94	1995-2002									2011-14
Oriente Medio											
Ahorro	18,3	26,3	32,3	35,7	42,4	43,9	43,9	44,3	27,5	30,1	33,7
Inversión	23,7	22,6	24,2	24,0	22,7	22,9	25,6	25,4	28,1	26,9	26,3
Préstamos netos	-5,4	3,6	8,1	11,6	19,7	21,0	18,2	18,8	-0,6	3,2	7,4
Transferencias corrientes	-3,8	-2,7	-2,2	-2,0	-1,7	-1,8	-1,7	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5
Renta de los factores	2,2	2,2	0,2	0,3	1,2	2,5	2,6	1,4	1,0	1,0	3,1
Saldo de los recursos	-3,8	4,1	10,1	13,3	20,3	20,3	17,3	18,8	-0,1	3,7	5,8
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	2,4	4,2	11,1	14,5	23,3	34,1	41,7	10,6	-2,6	3,7	8,8
Variación de las reservas	0,0	1,3	5,0	5,5	10,3	10,4	13,9	8,4	-2,8	0,8	3,8
Países en desarrollo de Asia											
Ahorro	29,8	32,7	36,5	38,4	41,3	44,0	46,8	47,8	48,3	47,9	48,4
Inversión	32,1	31,9	33,7	35,8	37,2	38,0	39,9	42,0	42,0	42,1	42,1
Préstamos netos	-2,3	0,8	2,8	2,6	4,1	6,0	7,0	5,9	6,4	5,7	6,3
Transferencias corrientes	0,9	1,4	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	1,8	1,7	1,5
Renta de los factores	-1,7	-1,4	-1,1	-1,0	-0,6	-0,4	-0,2	0,0	-0,2	-0,3	1,1
Saldo de los recursos	-1,5	0,9	1,8	1,6	2,6	4,3	5,0	3,9	4,8	4,3	3,7
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	3,5	5,3	6,1	7,2	9,5	11,3	14,2	11,1	10,1	9,3	9,5
Variación de las reservas	1,3	1,9	5,5	7,4	5,9	6,8	10,7	8,5	6,5	5,9	5,6
Por criterios analíticos											
Por fuentes de ingresos de exportación											
Combustibles											
Ahorro	26,1	26,8	31,1	34,2	38,2	38,9	37,5	38,7	26,8	28,9	30,2
Inversión	28,1	22,5	23,3	23,4	22,3	23,0	25,6	25,5	27,6	26,3	25,9
Préstamos netos	-2,0	4,3	7,8	10,8	15,9	16,0	12,0	13,3	-0,7	2,6	4,3
Transferencias corrientes	-1,9	-1,9	-1,4	-1,2	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Renta de los factores	0,0	-0,9	-2,3	-2,2	-2,2	-1,8	-1,7	-2,3	-1,7	-1,8	-0,3
Saldo de los recursos	-0,1	7,1	11,6	14,2	19,0	18,8	14,6	16,5	1,8	5,3	5,4
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,3	4,8	11,1	13,6	18,9	23,7	26,3	10,6	-3,2	3,1	6,2
Variación de las reservas	-0,3	1,1	5,2	7,0	9,3	10,5	11,2	3,7	-5,2	0,0	2,4
Otros productos											
Ahorro	23,3	24,1	27,3	28,7	29,8	31,7	33,3	34,0	35,5	35,6	37,1
Inversión	25,1	25,4	26,5	28,2	28,6	29,8	31,4	33,1	33,3	33,6	34,4
Préstamos netos	-1,8	-1,3	0,8	0,6	1,2	1,9	1,9	1,0	2,2	2,0	2,7
Transferencias corrientes	1,3	1,5	2,3	2,2	2,2	2,3	2,2	2,0	2,0	1,9	1,8
Renta de los factores	-1,3	-1,9	-1,9	-1,9	-1,7	-1,6	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2	-0,3
Saldo de los recursos	-1,0	-0,9	0,4	0,3	0,6	1,3	1,2	0,1	1,4	1,2	1,1
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,5	3,3	4,5	5,2	6,4	7,5	10,0	6,4	5,2	5,5	6,3
Variación de las reservas	0,7	1,3	3,5	4,2	3,9	4,2	7,0	4,8	3,2	3,3	3,6

Cuadro A16 (conclusión)

	Promedios		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Promedio
	1987-94	1995-2002									2011-14
Por fuentes de financiamiento externo											
Países deudores netos											
Ahorro	19,9	18,9	20,3	21,5	21,6	22,7	23,0	22,2	21,5	21,6	23,1
Inversión	21,8	21,4	20,9	22,6	23,2	24,4	25,5	25,9	24,7	24,6	25,8
Préstamos netos	-1,8	-2,5	-0,6	-1,2	-1,6	-1,6	-2,5	-3,6	-3,2	-3,0	-2,7
Transferencias corrientes	1,7	2,0	2,9	2,8	2,8	2,9	2,8	2,7	2,8	2,8	2,8
Renta de los factores	-2,0	-2,0	-2,4	-2,6	-2,5	-2,6	-2,6	-2,6	-2,5	-2,5	-2,4
Saldo de los recursos	-1,5	-2,5	-1,1	-1,4	-1,9	-2,0	-2,6	-3,8	-3,5	-3,3	-3,1
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	0,4	1,8	3,1	3,0	3,0	4,2	6,0	1,2	-1,6	-0,1	1,5
Variación de las reservas	0,5	0,8	2,0	1,5	1,8	2,3	4,1	1,1	-1,3	0,1	0,9
Financiamiento oficial											
Ahorro	14,4	18,5	20,2	21,8	22,8	23,9	23,0	22,1	20,4	20,3	22,5
Inversión	18,8	21,0	23,4	23,8	24,9	25,5	27,3	28,0	25,5	25,7	26,8
Préstamos netos	-4,4	-2,4	-3,2	-2,0	-2,1	-1,6	-4,3	-5,9	-5,2	-5,4	-4,3
Transferencias corrientes	4,6	6,1	7,5	8,2	8,7	8,9	9,5	9,0	7,8	7,3	7,4
Renta de los factores	-2,7	-1,4	-2,0	-2,0	-2,2	-1,7	-1,7	-1,8	-1,6	-1,9	-1,8
Saldo de los recursos	-6,3	-7,1	-8,6	-8,2	-8,6	-8,8	-12,0	-13,2	-11,4	-10,8	-9,9
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	0,6	2,5	2,2	1,9	2,3	2,1	4,9	1,0	-0,2	0,9	1,9
Variación de las reservas	1,2	1,3	2,5	1,2	1,4	2,5	4,8	1,5	0,2	1,2	2,0
Países deudores netos según el cumplimiento del servicio de la deuda											
Países que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda de 2003-07											
Ahorro	16,0	14,9	19,2	19,3	20,0	21,4	20,9	19,4	18,0	18,4	19,5
Inversión	19,3	18,4	17,3	19,5	21,1	22,7	23,8	23,8	23,0	22,7	23,4
Préstamos netos	-3,2	-3,5	1,9	-0,2	-1,2	-1,3	-2,9	-4,4	-4,9	-4,3	-3,9
Transferencias corrientes	1,9	2,8	5,1	4,9	5,0	5,0	4,4	3,9	3,7	3,5	3,5
Renta de los factores	-2,7	-3,7	-3,7	-4,2	-3,7	-3,4	-3,6	-3,6	-3,4	-3,3	-2,7
Saldo de los recursos	-2,4	-2,7	0,5	-1,0	-2,5	-2,8	-3,7	-4,7	-5,3	-4,6	-4,7
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,1	2,3	4,4	3,0	2,3	2,9	4,9	0,8	-0,1	0,8	0,7
Variación de las reservas	0,2	0,2	2,3	2,0	2,6	1,9	3,5	0,1	-0,5	0,4	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.

²Mongolia, 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 A17. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo

	Promedios de ocho años		Promedio de cuatro años 2007–10	2007	2008	2009	2010	Promedio de cuatro años 2011–14
	1991–98	1999–2006						
<i>Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario</i>								
PIB real mundial	2,8	3,9	2,2	5,2	3,2	-1,3	1,9	4,7
Economías avanzadas	2,5	2,6	-0,1	2,7	0,9	-3,8	0,0	2,8
Economías emergentes y en desarrollo	3,3	5,9	5,0	8,3	6,1	1,6	4,0	6,6
<i>Partida informativa</i>								
Producto potencial								
Principales economías avanzadas	2,5	2,3	1,5	2,1	1,7	1,2	1,1	1,4
Comercio mundial, volumen¹	6,7	6,8	-0,2	7,2	3,3	-11,0	0,6	6,4
Importaciones								
Economías avanzadas	6,2	6,2	-1,8	4,7	0,4	-12,1	0,4	4,9
Economías emergentes y en desarrollo	7,3	9,3	3,8	14,0	10,9	-8,8	0,6	8,6
Exportaciones								
Economías avanzadas	6,5	5,7	-1,6	6,1	1,8	-13,5	0,5	5,8
Economías emergentes y en desarrollo	8,3	9,1	2,4	9,5	6,0	-6,4	1,2	7,8
Términos de intercambio								
Economías avanzadas	0,2	-0,4	-0,1	0,4	-2,0	1,5	-0,2	-0,2
Economías emergentes y en desarrollo	-1,5	2,8	-0,1	1,2	4,4	-8,0	2,3	0,1
Precios mundiales en dólares de EE.UU.								
Manufacturas	-0,6	2,5	2,5	8,8	9,6	-8,9	1,7	2,3
Petróleo	-6,8	22,0	-0,7	10,7	36,4	-46,4	20,2	4,6
Productos primarios no combustibles	-1,5	5,0	-2,0	14,1	7,5	-27,9	4,4	2,7
Precios al consumidor								
Economías avanzadas	3,0	2,0	1,4	2,2	3,4	-0,2	0,3	1,5
Economías emergentes y en desarrollo	54,5	7,4	6,5	6,4	9,3	5,7	4,7	4,3
Tasas de interés (porcentaje)								
LIBOR real a seis meses ²	3,1	1,3	1,3	2,6	0,9	0,5	1,0	3,1
Tasa de interés mundial real a largo plazo ³	3,8	2,3	1,8	2,0	0,4	2,6	2,3	3,0
<i>Porcentaje del PIB</i>								
Balanza en cuenta corriente								
Economías avanzadas	0,1	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-0,7
Economías emergentes y en desarrollo	-1,8	2,1	2,9	4,1	3,8	1,6	2,1	3,0
Deuda externa total								
Economías emergentes y en desarrollo	35,9	34,1	25,8	27,0	24,1	26,4	25,7	23,6
Servicio de la deuda								
Economías emergentes y en desarrollo	4,9	6,3	4,9	5,2	4,8	5,0	4,5	4,4

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 Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia, el Reino Unido y Canadá.

PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL: TEMAS SELECCIONADOS

Archivos de *Perspectivas de la economía mundial*

<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Los precios de los activos y el ciclo económico	Mayo de 2000
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Las economías en transición	Octubre de 2000
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Política fiscal y estabilidad macroeconómica	Mayo de 2001
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : La revolución de la tecnología de la información	Octubre de 2001
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Recesiones y recuperaciones	Abril de 2002
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Comercio y finanzas	Septiembre de 2002
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : El crecimiento y las instituciones	Abril de 2003
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : La deuda pública en los mercados emergentes	Septiembre de 2003
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Hacia las reformas estructurales	Abril de 2004
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : La estructura demográfica mundial en transición	Septiembre de 2004
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Globalización y desequilibrios externos	Abril de 2005
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : El desarrollo de las instituciones	Septiembre de 2005
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Globalización e inflación	Abril de 2006
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Sistemas financieros y ciclos económicos	Septiembre de 2006
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Desbordamientos y ciclos de la economía mundial	Abril de 2007
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Globalización y desigualdad	Octubre de 2007
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : La vivienda y el ciclo económico	Abril de 2008
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Tensiones financieras, desaceleraciones y recuperaciones	Octubre de 2008

I. 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 exacta 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 2008, recuadro 1.3

Evaluación y divulgación de los riesgos para las perspectivas mundiales
Gráfico de abanico del crecimiento mundial

Octubre 2008, apéndice 1.1
Abril de 2009, apéndice 1.2

II. Estudios históricos

Una perspectiva histórica sobre los auges, las caídas y las recesiones
Influencia de la historia y la geografía en el desarrollo institucional
Desequilibrios externos: Ayer y hoy
Las tasas de interés a largo plazo desde una perspectiva histórica
El reciclaje de petrodólares durante los años setenta
Perspectiva histórica sobre el crecimiento y la cuenta corriente

Abril de 2003, recuadro 2.1
Abril de 2003, recuadro 3.1
Abril de 2005, recuadro 3.1
Abril de 2006, recuadro 1.1
Abril de 2006, recuadro 2.2
Octubre de 2008, recuadro 6.3

III. Crecimiento económico: Fuentes y perfil

El crecimiento y las instituciones
¿Ha muerto la Nueva Economía?
¿Se ha acelerado en la práctica la reforma institucional gracias a un ancla externa?
El papel del FMI en el desarrollo institucional
¿Cómo afectará la guerra en Iraq a la economía mundial?
¿Cómo puede acelerarse el crecimiento económico en Oriente Medio y Norte de África?
Cambios recientes de las condiciones monetarias y financieras en las principales zonas monetarias
Análisis del crecimiento económico en la región de Oriente Medio y Norte de África
La gestión de los crecientes flujos de asistencia a los países en desarrollo
Promoción de las reformas estructurales en los países industriales
¿Cómo afectará el cambio demográfico a la economía mundial?
VIH/SIDA: Consecuencias demográficas, económicas y fiscales
Las repercusiones del cambio demográfico en los sistemas de atención de la salud
Remesas de trabajadores y desarrollo económico
La volatilidad del producto en los países de mercados emergentes y en desarrollo
La inestabilidad macroeconómica y la paralización del crecimiento en África subsahariana
¿Cómo deberían usar los países de Oriente Medio y Asia central los ingresos producidos por las exportaciones de petróleo?
¿Por qué es perjudicial la volatilidad?
El desarrollo de las instituciones
Rendimiento de la inversión en los países industriales y en desarrollo
Instrumentos específicos para luchar contra la corrupción
Efecto de las transferencias sin contrapartida en las instituciones
Impacto de los recientes ajustes del mercado inmobiliario en los países industriales
Abundancia de efectivo: ¿Por qué ahorran tantas las empresas?

Abril de 2003, capítulo 3
Abril de 2003, recuadro 1.2

Abril de 2003, recuadro 3.2
Abril de 2003, recuadro 3.4
Abril de 2003, apéndice 1.2

Septiembre de 2003, capítulo 2

Septiembre de 2003, recuadro 1.1

Septiembre de 2003, recuadro 2.1
Septiembre de 2003, recuadro 1.3
Abril de 2004, capítulo 3
Septiembre de 2004, capítulo 3
Septiembre de 2004, recuadro 3.3

Septiembre de 2004, recuadro 3.4
Abril de 2005, capítulo 2

Abril de 2005, capítulo 2

Abril de 2005, recuadro 1.5

Abril de 2005, recuadro 1.6
Abril de 2005, recuadro 2.3
Septiembre de 2005, capítulo 3
Septiembre de 2005, recuadro 2.2
Septiembre de 2005, recuadro 3.2
Septiembre de 2005, recuadro 3.3

Abril de 2006, recuadro 1.2
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, recuadro 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?	October 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
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

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

TEMAS SELECCIONADOS

¿A quién perjudica la subida de los precios de los alimentos?	Octubre de 2007, recuadro 1.1
Estrangulamientos de la producción en las refinerías	Octubre de 2007, recuadro 1.5
El mejor uso posible de los biocombustibles	Octubre de 2007, recuadro 1.6
Evolución y perspectivas de los mercados de productos básicos	Abril de 2008, apéndice 1.2
La depreciación del dólar y los precios de los productos básicos	Abril de 2008, recuadro 1.4
¿Por qué la oferta de petróleo no ha respondido al alza de los precios?	Abril de 2008, recuadro 1.5
Precios de referencia del petróleo	Abril de 2008, recuadro 1.6
La globalización, los precios de los productos básicos y los países en desarrollo	Abril de 2008, capítulo 5
El auge actual de los precios de los productos básicos en perspectiva	Abril de 2008, recuadro 5.2
¿Ha vuelto la inflación? Precios de las materias primas e inflación	Octubre de 2008, capítulo 3
¿Influye la inversión financiera en el comportamiento de los precios de las materias primas?	Octubre de 2008, recuadro 3.1
Medidas fiscales adoptadas ante los recientes aumentos de precios de las materias primas: Una evaluación	Octubre de 2008, recuadro 3.2
Los regímenes de política monetaria y los precios de las materias primas	Octubre de 2008, recuadro 3.3
Evaluación del riesgo de deflación en las economías del G-3	Abril de 2009, recuadro 1.3
¿Volverán a subir los precios de las materias primas cuando se recupere la economía mundial?	Abril de 2009, recuadro 1.5
Evolución y perspectivas de los mercados de materias primas	Abril de 2009, apéndice 1.1
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
¿Sigue siendo demasiado alto el nivel de deuda pública en los países de mercados emergentes?	Septiembre de 2005, recuadro 1.1
El mejoramiento del desempeño fiscal de los mercados emergentes, ¿es cíclico o estructural?	Septiembre de 2006, recuadro 2.1
¿En qué casos funciona el estímulo fiscal?	Abril de 2008, recuadro 2.1
La política fiscal como herramienta anticíclica	Octubre de 2008, capítulo 5
Diferencias en la magnitud de los estabilizadores automáticos y relación con la política fiscal discrecional	Octubre de 2008, recuadro 5.1

¿Por qué es tan difícil determinar los efectos del estímulo fiscal?	Octubre de 2008, recuadro 5.2
La puntualidad, provisionalidad y focalización de los recortes de impuestos en Estados Unidos	Octubre de 2008, recuadro 5.3

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

TEMAS SELECCIONADOS

¿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
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
VIII. Regímenes cambiarios	
Ventajas y desventajas de la dolarización	Mayo de 2000, recuadro 1.4
¿Por qué está el euro tan subvaluado?	Octubre de 2000, recuadro 1.1
Convergencia y apreciación del tipo de cambio real de los países que aspiran a ingresar a la UE	Octubre de 2000, recuadro 4.4
¿Cuáles son las causas de la debilidad del euro y la solidez del dólar?	Mayo de 2001, capítulo 2
La debilidad de las monedas australiana y neozelandesa	Mayo de 2001, recuadro 2.1
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

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

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

XI. Análisis de situaciones específicas

¿En qué medida la atonía de la banca explica el estancamiento de Alemania?	Abril de 2003, recuadro 1.3
Las condiciones financieras de las empresas y la intensidad de las recesiones en Estados Unidos	Abril de 2003, recuadro 2.2
Reconstrucción de Iraq en la etapa de posguerra	Septiembre de 2003, recuadro 1.4
¿Cómo afectará al resto del mundo el déficit presupuestario de Estados Unidos?	Abril de 2004, capítulo 2
La presencia cada vez mayor de China y sus efectos en la economía mundial	Abril de 2004, capítulo 2
¿Puede mantener China el rápido crecimiento del producto?	Abril de 2004, recuadro 2.3
Cuantificación del impacto a nivel internacional de la adhesión de China a la OMC	Abril de 2004, recuadro 2.4

Reformas estructurales y crecimiento económico: El caso de Nueva Zelandia	Abril de 2004, recuadro 3.1
Reformas estructurales en el Reino Unido durante los años ochenta	Abril de 2004, recuadro 3.2
Países Bajos: ¿Cómo contribuyó la interacción entre las reformas del mercado de trabajo y la reducción de los impuestos al fuerte aumento del empleo?	Abril de 2004, recuadro 3.3
¿Por qué sigue siendo positivo el saldo de ingresos del exterior de Estados Unidos? y ¿podrá mantenerse?	Septiembre de 2005, recuadro 1.2
¿Será India el motor del crecimiento mundial?	Septiembre de 2005, recuadro 1.4
Ahorro e inversión en China	Septiembre de 2005, recuadro 2.1
Revisión del PIB de China: ¿Qué significa para el país y para la economía mundial?	Abril de 2006, recuadro 1.6
¿Qué nos indican los estudios de países sobre el impacto de la globalización en la desigualdad? Ejemplos de México, China e India	Octubre de 2007, recuadro 4.2

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

