

INTRODUCCIÓN

La economía mundial ha comenzado nuevamente una transición. Las economías avanzadas se están fortaleciendo gradualmente. Al mismo tiempo, el crecimiento en las economías de mercados emergentes se ha desacelerado. Esta confluencia está generando tensión, y las economías de mercados emergentes se enfrentan al doble reto de la desaceleración del crecimiento y el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales.

La economía estadounidense sigue siendo el centro de los acontecimientos. La demanda privada conserva la solidez, aunque el crecimiento se ha visto obstaculizado este año por una consolidación fiscal excesiva. Los factores políticos están generando incertidumbre en torno a la naturaleza y la magnitud del ajuste fiscal. El secuestro del gasto representa una mala manera de llevar a cabo la consolidación, y los conflictos en torno al aumento del tope de la deuda podrían conducir a un nuevo episodio de incertidumbre desestabilizante y a una contracción del crecimiento. No obstante, es hora de que la política monetaria prevea cómo abandonar tanto la expansión cuantitativa como las tasas de política monetaria cero. Aunque no hay grandes cuestiones conceptuales ni técnicas de por medio, los problemas de comunicación de la Reserva Federal son nuevos y delicados. Es razonable prever cierta volatilidad de las tasas a largo plazo a medida que su política evolucione.

La recuperación de Japón ha estado impulsada por la Abeconomía, pero para sustentarla habrá que superar dos grandes retos. El primero, reflejado en el debate sobre el aumento del impuesto sobre el consumo, es fijar el ritmo adecuado de la consolidación fiscal: si esta es demasiado lenta, pondrá en peligro la credibilidad, y si es demasiado rápida, no habrá crecimiento. El segundo es implementar un conjunto creíble de reformas estructurales para transformar lo que hoy es una recuperación cíclica en un crecimiento sostenido.

Las economías del núcleo de Europa muestran algunos indicios de recuperación. Esto es resultado, no de grandes cambios recientes de las políticas, sino de un cambio de actitud, que aun así podría autovalidarse si consumidores y empresas deciden incrementar el gasto. Sin embargo, los países periféricos del sur siguen

luchando. El avance en las mejoras de la competitividad y en la promoción de las exportaciones no es aún suficientemente sólido como para compensar una demanda interna deprimida. Tanto en el núcleo como en la periferia, persiste la incertidumbre en torno a los balances bancarios, que debería disminuir gracias a la evaluación prometida de la calidad de los activos bancarios. A más largo plazo, al igual que en el caso de Japón, se necesitan con urgencia reformas estructurales para reactivar las anémicas tasas de crecimiento potencial que aquejan a la región.

La novedad más importante en este momento proviene de las economías de mercados emergentes, cuyo crecimiento ha bajado, en muchos casos más de lo que habíamos previsto.

El interrogante obvio es si esta desaceleración refleja factores cíclicos o una disminución del crecimiento del producto potencial. Basándonos en la información que tenemos hoy, la respuesta es que refleja ambas cosas, aunque en diferente grado según el país: un mayor número de factores cíclicos en Rusia y Sudáfrica, una mayor disminución del potencial en China e India. Las condiciones mundiales inusualmente favorables, como ser los elevados precios de las materias primas y el rápido desarrollo de los mercados financieros, incrementaron el crecimiento potencial en estas economías en la década de 2000, y en varios casos a eso se sumó un componente cíclico. A medida que se estabilizan los precios de las materias primas y se endurecen las condiciones financieras, el crecimiento potencial baja, produciendo en algunos casos un drástico ajuste cíclico.

Frente a estas condiciones cambiantes, los gobiernos de las economías de mercados emergentes tienen ante sí dos retos. El primero es adaptarse a un crecimiento potencial más bajo. Aunque cierta disminución del crecimiento respecto de la década de 2000 es inevitable, las reformas estructurales pueden ayudar a facilitar el ajuste y son cada vez más urgentes. La lista es conocida: desde el reequilibrio orientado al consumo en China, hasta la eliminación de las barreras a la inversión en Brasil e India. El segundo reto consiste en afrontar el ajuste cíclico, y aquí también tienen validez las recomendaciones de siempre. Los países con déficits fiscales

profundos deben consolidar. Los países con una inflación persistentemente superior a la meta deben adoptar políticas restrictivas y, algo a menudo más importante, instituir un marco de política monetaria más creíble.

El impacto que podría tener en estas economías un aumento de las tasas estadounidenses a largo plazo hace que esta recomendación adquiera aún más relevancia. La normalización de las tasas de interés de las economías avanzadas probablemente conduzca a un vuelco parcial de los flujos de capitales. A medida que los inversionistas repatrian fondos a Estados Unidos, los países con saldos fiscales más débiles o con inflación más alta quedan particularmente expuestos. La respuesta adecuada debe comprender dos aspectos. Primero, según corresponda, los países deben poner orden en su situación macroeconómica definiendo mejor su marco de política monetaria y manteniendo la sostenibilidad fiscal. Segundo, deben dejar que el tipo de cambio se deprecie en respuesta a las salidas de capitales. Hoy, a diferencia de los efectos adversos que generaron en el pasado, la exposición a las divisas y los efectos

en los balances son más limitados, y las economías de mercados emergentes seguramente podrán adaptarse al nuevo entorno sin sufrir una crisis profunda.

En resumidas cuentas, la recuperación continúa tras la crisis, pero con demasiada lentitud. El centro de atención en este momento son las economías de mercados emergentes; específicamente, la combinación de la desaceleración del crecimiento y el endurecimiento de las condiciones financieras originados por la política monetaria estadounidense. Pero como telón de fondo subsisten otros legados de la crisis, que podrían ciertamente pasar de nuevo a primer plano. La deuda pública y, en algunos casos, la deuda privada siguen siendo muy elevadas, y la sostenibilidad fiscal no está dada. La arquitectura del sistema financiero está evolucionando, y aún no está claro qué forma adoptará. Estos temas continuarán influyendo en la evolución de la economía mundial durante muchos años.

Olivier Blanchard
Consejero económico

RESUMEN EJECUTIVO

En este momento, el crecimiento mundial avanza a marcha lenta, los factores que impulsan la actividad están cambiando y persisten los riesgos a la baja. China y un creciente número de economías de mercados emergentes están dejando atrás niveles máximos cíclicos. Según las proyecciones, sus tasas de crecimiento se mantendrán muy por encima de las tasas de las economías avanzadas, pero por debajo de los elevados niveles observados en los últimos años, por razones tanto cíclicas como estructurales. Estados Unidos ha experimentado varios trimestres de demanda privada sólida. Aunque la demanda del sector público ha estado empujando en la dirección opuesta, esta fuerza contraria disminuirá en 2014, sentando las bases para un crecimiento más elevado. La economía de Japón está experimentando un vigoroso repunte, pero perderá ímpetu en 2014 a medida que se endurezca la política fiscal. La zona del euro está saliendo muy lentamente de la recesión, pero los pronósticos apuntan a que la actividad seguirá siendo tenue. En estas tres economías avanzadas, la capacidad ociosa abunda, y se prevé que la presión inflacionaria siga siendo suave.

Esta cambiante dinámica de crecimiento plantea nuevos retos para la política económica, y los efectos de contagio pueden ser motivo de mayor inquietud. Dos acontecimientos recientes probablemente influyan en la trayectoria de la economía mundial a corto plazo. Primero, los mercados están cada vez más convencidos de que la política monetaria estadounidense se acerca a un punto de inflexión. Las referencias que hizo la Reserva Federal al repliegue de las medidas de expansión cuantitativa produjeron un aumento inesperadamente fuerte de los rendimientos a largo plazo en Estados Unidos y muchas otras economías; gran parte de ese aumento no se ha revertido, a pesar de que la Reserva Federal posteriormente decidió mantener el volumen de compras de activos y de que otros países adoptaron medidas al respecto. Segundo, cada vez es más firme el convencimiento de que China crecerá con más lentitud a mediano plazo que en el pasado reciente, y ha sido necesario revisar las expectativas de que, si el crecimiento del producto disminuyera hacia

la meta del gobierno fijada en 7½%, las autoridades chinas reaccionarían lanzando un fuerte estímulo.

En la edición de octubre de 2013 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o informe GFSR) se explica de qué manera los efectos de contagio producidos por estas nuevas percepciones ya han sometido a los sistemas financieros en cierta manera a una miniprueba de esfuerzo. En los mercados emergentes, los efectos de contagio interactuaron con las vulnerabilidades existentes y provocaron ajustes convenientes y no convenientes. Entre los ajustes convenientes, cabe mencionar redistribuciones de los flujos de capitales y depreciaciones de las monedas que contribuyeron a atenuar los crecientes problemas de competitividad: en términos generales, las monedas que más se depreciaron fueron las que se encontraban sobrevaluadas según el informe piloto sobre el sector externo de 2013 (*Pilot External Sector Report*). Al mismo tiempo, sin embargo, la volatilidad ha aumentado, y el riesgo de ajuste excesivo podría afectar negativamente a la inversión y el crecimiento.

Con miras al futuro, se prevé que la actividad mundial se fortalezca moderadamente, pero la balanza de riesgos para las perspectivas aún se inclina a la baja. Según las proyecciones, el impulso provendría de las economías avanzadas, cuyo producto se expandiría a un ritmo de alrededor de 2% en 2014, alrededor de ¾ de punto porcentual más que en 2013. Los factores que impulsan este pequeño aumento proyectado son el fortalecimiento de la economía estadounidense, una contracción fiscal mucho menor (excepto en Japón), y condiciones monetarias sumamente acomodaticias. El crecimiento de la zona del euro se verá frenado por la gran debilidad de las economías de la periferia. Se proyecta que las economías de mercados emergentes y en desarrollo se expandirán alrededor de 5% en 2014, ya que la política fiscal se mantendría neutra en términos generales y las tasas de interés reales seguirían siendo relativamente bajas. El desempleo continuará en un nivel inaceptablemente elevado en muchas economías avanzadas, así como en diversas economías de mercados emergentes, sobre todo las de Oriente Medio y Norte de África.

Hay algunos riesgos a la baja nuevos que han pasado a primer plano, en tanto que otros riesgos antiguos en gran medida persisten. En el momento de redactarse este informe, un enfrentamiento político ha llevado al cierre administrativo del gobierno federal estadounidense. Las proyecciones suponen que este cierre será breve, que el gasto público discrecional será aprobado y ejecutado tal como lo presumen los pronósticos, y que el tope de la deuda, al que se podría llegar a mediados de octubre, se incrementará sin demora. Estas tres posibilidades están teñidas de incertidumbre. Si bien el daño para la economía estadounidense probablemente sea limitado si el cierre administrativo es breve, podría resultar bastante perjudicial si se prolonga. Y, fundamentalmente, el fracaso de las negociaciones para incrementar sin demora el tope de endeudamiento, que se traduciría en un incumplimiento de pagos selectivo para Estados Unidos, podría dañar seriamente a la economía mundial.

Más allá de estos riesgos inmediatos, en el informe GFSR de octubre de 2013 se recalca que la posibilidad de que Estados Unidos adopte una orientación monetaria menos acomodaticia podría provocar nuevos ajustes en los mercados y dejar expuestos focos de exceso financiero y vulnerabilidad sistémica. En este contexto, las economías de mercados emergentes podrían experimentar correcciones excesivas de los tipos de cambio y de los mercados financieros, al tiempo que se enfrentan a perspectivas económicas más desfavorables y vulnerabilidades internas cada vez más agudas; algunas incluso podrían llegar a sufrir trastornos graves de la balanza de pagos. En la zona del euro, la tarea inconclusa de sanear el sector bancario y la transmisión del crédito, así como el endeudamiento excesivo de las empresas, continúan planteando riesgos. En Japón, un grado insuficiente de consolidación fiscal y reforma estructural podría generar graves riesgos a la baja, especialmente de carácter fiscal. En este sentido, en el informe *Monitor Fiscal* de octubre de 2013 se hace hincapié en que los elevados niveles de deuda pública y la falta de planes de ajuste a mediano plazo con medidas concretas y reformas decididas de las prestaciones sociales en economías avanzadas clave, sobre todo Japón y Estados Unidos, conspiran para mantener los riesgos fiscales en un nivel persistentemente elevado. Las vulnerabilidades fiscales también se están acumulando en las economías de mercados emergentes y de bajo ingreso en distinto grado. En el ínterin, se han reavivado los riesgos geopolíticos.

Las autoridades han demostrado su determinación de evitar que la economía mundial se despeñe. Además de los nuevos acontecimientos que podrían empujarla al

precipicio, crece la preocupación en torno a un período prolongado de lento crecimiento mundial. Un escenario a la baja verosímil a mediano plazo estaría caracterizado por la persistencia de un crecimiento apenas modesto en la zona del euro debido a la continua fragmentación financiera y a los efectos heredados del endeudamiento privado, inesperadamente fuertes, el lastre que representan para las economías de mercados emergentes los desequilibrios y las restricciones de la oferta, y la prolongada deflación de Japón. Entre tanto, la finalización de la expansión cuantitativa en Estados Unidos podría traer aparejado un endurecimiento de las condiciones financieras mundiales más profundo y duradero de lo esperado. En consecuencia, es posible que la economía mundial crezca apenas poco más de 3% al año a mediano plazo, en lugar de volver a acelerarse a más de 4%. Lo que es más preocupante es que la política monetaria de las economías avanzadas podría quedar atrapada en tasas de interés cero durante muchos años. Con el correr del tiempo, un nivel de deuda pública preocupantemente elevado en todas las grandes economías avanzadas y la persistente fragmentación financiera de la zona del euro podrían desencadenar nuevas crisis.

Para evitar que se haga realidad este posible escenario a la baja o que estalle otra crisis se necesitan nuevas medidas de política, sobre todo en las economías avanzadas. Entre los viejos desafíos por resolver cabe mencionar el saneamiento de los sistemas financieros y la adopción de una unión bancaria en la zona del euro, junto con la formulación e implementación de planes decididos de ajuste fiscal a mediano plazo, respaldados por medidas concretas, y la reforma de los programas de prestaciones sociales en Japón y Estados Unidos. Asimismo, en la zona del euro y Japón, en particular, se necesita estimular el producto potencial, entre otras formas, mediante reformas que nivelen el campo de juego entre quienes están adentro y quienes están fuera del mercado laboral y reduzcan las barreras de ingreso a los mercados de productos y servicios. Un nuevo desafío es que la política monetaria estadounidense cambie de orientación cautelosamente frente a la evolución de las perspectivas de crecimiento, inflación y estabilidad financiera. Un endurecimiento excesivo podría ser difícil de revertir, y el crecimiento mundial podría ciertamente quedar por debajo de las proyecciones de crecimiento e inflación a mediano plazo, en lugar de superarlas.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo se enfrentan a nuevos desafíos en el ámbito de la política económica. La combinación adecuada de políticas y el ritmo de ajuste variarán según la econo-

mía, en vista de las diferencias de la brecha del producto, la presión inflacionaria, la credibilidad del banco central, el margen de maniobra de la política fiscal y la naturaleza de las vulnerabilidades. Sin embargo, muchas economías tienen cinco prioridades en común. Primero, las autoridades deberían permitir que los tipos de cambio respondan a la evolución de los fundamentos, pero también deben resguardarse de los riesgos de ajuste desordenado, entre otras formas mediante intervenciones que suavicen la volatilidad excesiva. Segundo, en los casos en que los marcos de política monetaria tienen menos credibilidad, quizá corresponda centrarse más en establecer un ancla nominal sólida. Tercero, se deberían tomar medidas prudenciales para salvaguardar

la estabilidad financiera, dados los riesgos creados por los recientes auges del crédito y los nuevos riesgos que plantean los flujos de capitales. Cuarto, la consolidación fiscal debería seguir su curso, a menos que la actividad amenace con empeorar muy drásticamente y que las condiciones de financiamiento permitan una expansión fiscal, temas que se analizan en profundidad en el informe *Monitor Fiscal* de octubre de 2013. Quinto, muchas economías necesitan una nueva ronda de reformas estructurales, entre las que se incluyen la inversión en infraestructura pública, la eliminación de las barreras de ingreso a los mercados de productos y servicios, y, en el caso de China, el reequilibrio del crecimiento, reorientándolo de la inversión hacia el consumo.

El crecimiento mundial aún es débil, su dinámica subyacente está cambiando y la balanza de riesgos para las perspectivas sigue inclinada a la baja. Como resultado, están surgiendo nuevos desafíos en materia de política económica, y los efectos de contagio de las políticas pueden causar mayores preocupaciones. Concretamente, los mercados están cada vez más convencidos de que la política monetaria de Estados Unidos está aproximándose a un punto de inflexión, y esto ha dado lugar a un aumento inesperadamente importante de los rendimientos a largo plazo en Estados Unidos y muchas otras economías, a pesar de la reciente decisión de la Reserva Federal de mantener su programa de compras de activos. Este giro podría suponer riesgos para las economías de mercados emergentes, en las que se observan una desaceleración de la actividad y un deterioro de la calidad de los activos. Será esencial que la Reserva Federal implemente la política con precaución y emita comunicaciones claras al respecto. Además, el crecimiento en China está desacelerándose, lo cual afectará a muchas otras economías, en particular las exportadoras de materias primas entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Al mismo tiempo, problemas ya conocidos —un sistema financiero fragmentado en la zona del euro y una deuda pública en niveles preocupantemente altos en todas las principales economías avanzadas— siguen sin resolverse y podrían desencadenar nuevas crisis. Las principales economías tienen que adoptar urgentemente políticas para mejorar sus perspectivas; en caso contrario, la economía mundial podría entrar ciertamente en una trayectoria de crecimiento moderado a mediano plazo. Estados Unidos y Japón tienen que formular y llevar a la práctica planes sólidos con medidas concretas de ajuste fiscal a mediano plazo y de reforma de las prestaciones, y la zona del euro tiene que crear una unión monetaria más robusta y sanear sus sistemas financieros. China debe estimular de forma permanente el gasto de consumo privado para lograr un reequilibrio en que el crecimiento de la demanda dependa menos de las exportaciones y la inversión. En muchas economías de mercados emergentes es necesaria una nueva ronda de reformas estructurales.

Mayor divergencia de las dinámicas del crecimiento

El crecimiento mundial continúa a ritmo lento, con un promedio de apenas 2½% en el primer semestre de 2013, que es aproximadamente el mismo ritmo registrado en el segundo semestre de 2012. En contraste con la trayectoria observada desde la Gran Recesión, las economías avanzadas últimamente han recuperado algo de ímpetu, en tanto que las economías de mercados emergentes se han desacelerado (gráfico 1.1, panel 1). No obstante, estas últimas siguen aportando al grueso del crecimiento mundial. Dentro de cada grupo siguen observándose amplias diferencias en cuanto a crecimiento y posición en el ciclo.

Los indicadores más recientes denotan perspectivas algo mejores a corto plazo, pero con diferentes dinámicas de crecimiento entre las principales economías (gráfico 1.2). Las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) siguen apuntando a una aceleración moderada de la actividad, impulsada en su mayor parte por las economías avanzadas (cuadro 1.1).

- Se prevé que el impulso al crecimiento mundial provendrá sobre todo de Estados Unidos (gráfico 1.3, panel 1), donde la actividad se acelerará en la medida en que se modere la consolidación fiscal y que las condiciones monetarias sigan brindando apoyo. Tras un fuerte ajuste fiscal a comienzos de año, la actividad en Estados Unidos ya está recobrando ímpetu, ayudada por el sector inmobiliario en recuperación (gráfico 1.4, panel 5), la mayor riqueza de los hogares, condiciones más favorables de los préstamos bancarios (gráfico 1.4, panel 3) y mayores niveles de endeudamiento (gráfico 1.4, paneles 2 y 4). Se estima que el ajuste fiscal en 2013 será de 2½% del PIB (cuadro A8 del apéndice estadístico). Sin embargo, se moderará a ¾% del PIB en 2014, y eso ayudará a elevar la tasa de crecimiento económico a 2½%, de 1½% en 2013 (cuadro 1.1). Esto supone que el gasto público discrecional se autoriza y se ejecuta conforme a lo proyectado y que se eleva el tope de la deuda de manera oportuna.

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

	Interanual						T4 a T4		
	2011	2012	Proyecciones		Diferencia con las proy. de la actualización de julio de 2013 del informe WEO		Estimaciones 2012	Proyecciones	
			2013	2014	2013	2014		2013	2014
Producto mundial¹	3,9	3,2	2,9	3,6	-0,3	-0,2	2,7	3,1	3,6
Economías avanzadas	1,7	1,5	1,2	2,0	0,0	0,0	0,9	1,8	2,1
Estados Unidos ²	1,8	2,8	1,6	2,6	-0,1	-0,2	2,0	1,9	3,0
Zona del euro	1,5	-0,6	-0,4	1,0	0,1	0,0	-1,0	0,4	1,1
Alemania	3,4	0,9	0,5	1,4	0,2	0,1	0,3	1,3	1,1
Francia	2,0	0,0	0,2	1,0	0,3	0,1	-0,3	0,5	1,1
Italia	0,4	-2,4	-1,8	0,7	0,0	0,0	-2,8	-0,9	1,4
España	0,1	-1,6	-1,3	0,2	0,3	0,1	-2,1	-0,2	0,2
Japón	-0,6	2,0	2,0	1,2	-0,1	0,1	0,3	3,5	0,2
Reino Unido	1,1	0,2	1,4	1,9	0,5	0,4	0,0	2,3	1,5
Canadá	2,5	1,7	1,6	2,2	-0,1	-0,1	1,0	1,9	2,4
Otras economías avanzadas ³	3,2	1,9	2,3	3,1	0,0	-0,2	2,1	2,8	3,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo⁴	6,2	4,9	4,5	5,1	-0,5	-0,4	4,9	4,7	5,4
África subsahariana	5,5	4,9	5,0	6,0	-0,2	0,1	...	...	...
Sudáfrica	3,5	2,5	2,0	2,9	0,0	0,0	2,3	2,3	3,0
América Latina y el Caribe	4,6	2,9	2,7	3,1	-0,3	-0,3	2,8	1,9	3,8
Brasil	2,7	0,9	2,5	2,5	0,0	-0,7	1,4	1,9	3,6
México	4,0	3,6	1,2	3,0	-1,7	-0,2	3,2	1,0	3,5
Comunidad de Estados Independientes	4,8	3,4	2,1	3,4	-0,7	-0,3	1,4	2,0	3,5
Rusia	4,3	3,4	1,5	3,0	-1,0	-0,3	2,0	1,6	3,8
Excluido Rusia	6,1	3,3	3,6	4,2	0,1	-0,1	...	...	...
Economías en desarrollo de Asia	7,8	6,4	6,3	6,5	-0,6	-0,5	6,8	6,2	6,6
China	9,3	7,7	7,6	7,3	-0,2	-0,4	7,9	7,6	7,2
India ⁵	6,3	3,2	3,8	5,1	-1,8	-1,1	3,0	3,9	5,8
ASEAN-5 ⁶	4,5	6,2	5,0	5,4	-0,6	-0,3	8,9	4,2	5,3
Europa central y oriental	5,4	1,4	2,3	2,7	0,2	-0,1	0,8	2,8	3,4
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	3,9	4,6	2,3	3,6	-0,7	-0,1	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>									
Unión Europea	1,7	-0,3	0,0	1,3	0,2	0,1	-0,7	0,8	1,4
Oriente Medio y Norte de África	3,9	4,6	2,1	3,8	-0,9	0,0	...	...	...
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	2,9	2,6	2,3	3,0	-0,2	-0,2	1,9	2,6	3,1
Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)	6,1	2,7	2,9	4,9	-0,2	-0,4	...	...	...
Importaciones									
Economías avanzadas	4,7	1,0	1,5	4,0	0,1	-0,2	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	8,8	5,5	5,0	5,9	-0,9	-1,4	...	...	...
Exportaciones									
Economías avanzadas	5,7	2,0	2,7	4,7	0,3	0,0	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	6,8	4,2	3,5	5,8	-0,7	-0,5	...	...	...
Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)									
Petróleo ⁷	31,6	1,0	-0,5	-3,0	4,2	1,7	-1,2	5,0	-7,7
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	17,9	-9,9	-1,5	-4,2	0,3	0,2	1,2	-3,8	-2,9
Precios al consumidor									
Economías avanzadas	2,7	2,0	1,4	1,8	-0,2	-0,1	1,8	1,3	2,0
Economías de mercados emergentes y en desarrollo ⁴	7,1	6,1	6,2	5,7	0,2	0,1	5,1	5,5	5,1
Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)⁸									
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU.	0,5	0,7	0,4	0,6	-0,1	0,0	...	...	...
Sobre los depósitos en euros	1,4	0,6	0,2	0,5	0,0	0,2	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses	0,3	0,3	0,2	0,3	0,0	0,0	...	...	...

Nota: Se parte del supuesto de que los tipos de cambio efectivos reales se mantienen constantes a los niveles vigentes entre el 29 de julio y el 26 de agosto de 2013. En los casos en que las economías no se enumeran en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de la economía. Los datos trimestrales agregados se han ajustado estacionalmente.

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

²Los datos de Estados Unidos están sujetos a cambios hasta la publicación definitiva de la revisión integral de las cuentas de ingreso y producto nacionales (NIPA, por sus siglas en inglés) de la Oficina de Análisis Económico.

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

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

⁵En el caso de India, los datos y proyecciones se presentan en base al ejercicio fiscal.

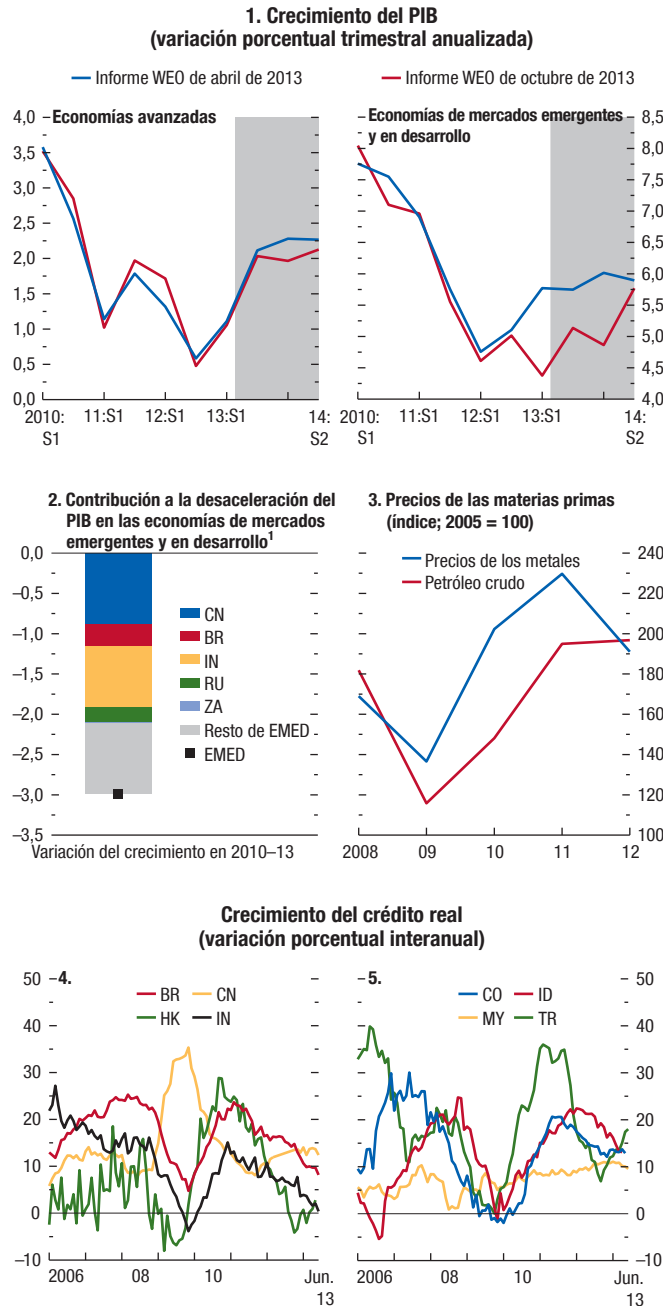
⁶Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

⁷Promedio simple de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate. El precio promedio del petróleo fue US\$105,01 el barril 2012; el precio supuesto en base a los mercados de futuros es US\$104,49 en 2013 y US\$101,35 en 2014.

⁸Tasa a seis meses para Estados Unidos y Japón, y a tres meses para la zona del euro.

Gráfico 1.1. Crecimiento mundial

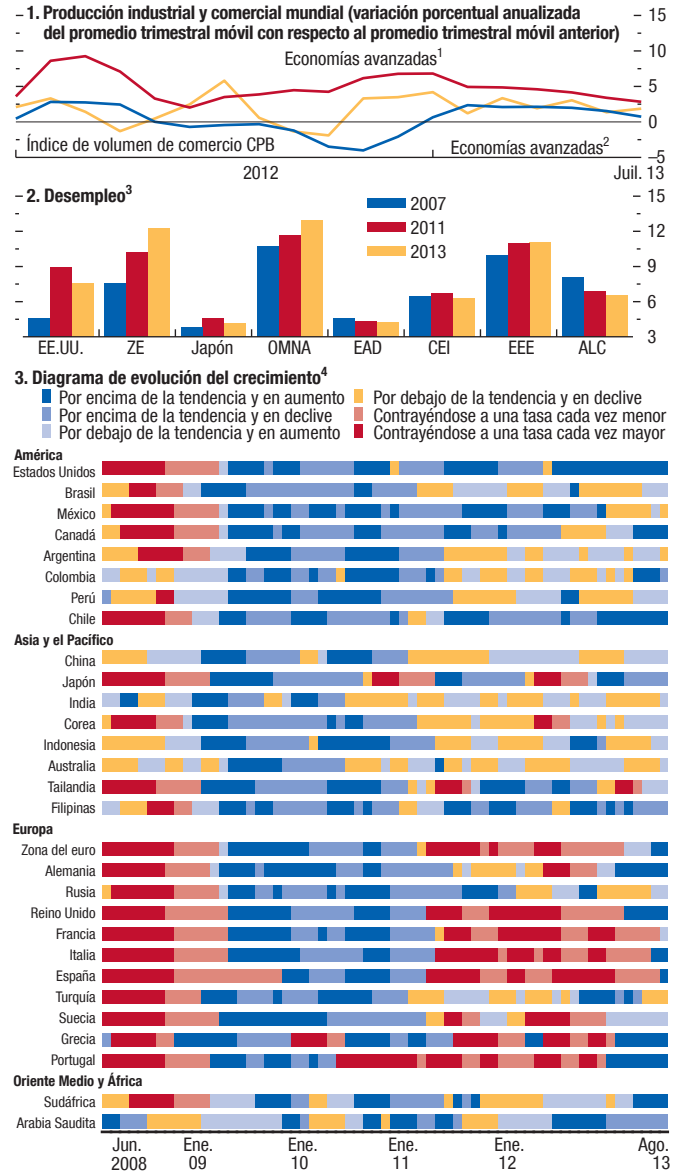
El crecimiento mundial ha sido decepcionante en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, mientras que en las economías avanzadas en general es similar al proyectado. Las razones del crecimiento más débil varían en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, y pueden incluir limitaciones más estrictas sobre la capacidad, la estabilización o la caída de precios de las materias primas, menor apoyo de las políticas y una desaceleración del crédito tras un período de rápida profundización financiera.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: BR = Brasil; CN = China; CO = Colombia; HK = RAE de Hong Kong; ID = Indonesia; IN = India; MX = México; MY = Malasia; RU = Rusia; TR = Turquía; ZA = Sudáfrica; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo.
¹El crecimiento del PIB se pondera en función de la proporción de la paridad del poder adquisitivo de 2013.

Gráfico 1.2. Indicadores de la actividad mundial

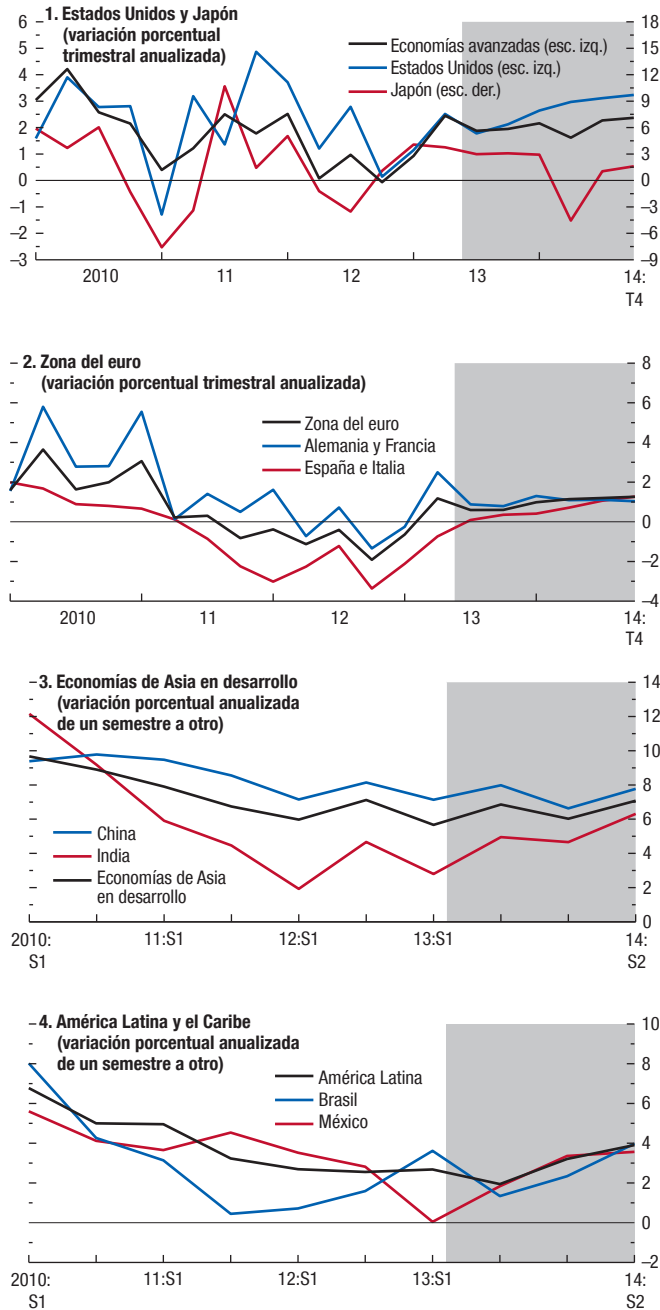
La producción industrial está recuperándose en forma moderada en las economías avanzadas pero aún está desacelerándose en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Ahora se observan indicios de crecimiento inferior a la tendencia pero en alza en las economías de mercados emergentes. La actividad sigue siendo muy moderada en la periferia de la zona del euro. Junto con la región de OMNA, en la zona del euro se está registrando un nuevo aumento de la tasa de desempleo, que ya de por sí es elevada.



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

Gráfico 1.3. Pronósticos de crecimiento del PIB

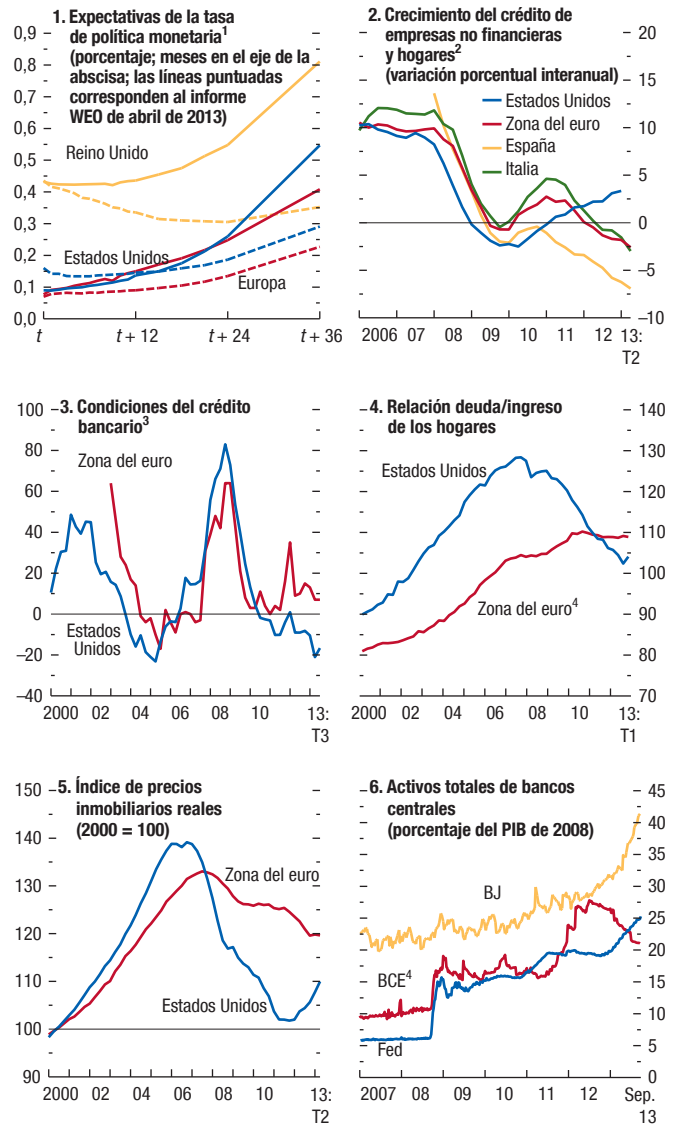
La actividad seguirá repuntando en las economías avanzadas. En muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo, el repunte proyectado ahora es relativamente más moderado.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Gráfico 1.4. Condiciones monetarias en las economías avanzadas

Las expectativas de aumentos de las tasas de interés de política monetaria se han adelantado. La concesión de préstamos sigue contrayéndose en la zona del euro, especialmente en la periferia, pero está aumentando en Estados Unidos. Las condiciones del crédito siguen endureciéndose en la zona del euro, aunque en menor grado, mientras que continúan relajándose en Estados Unidos. Los balances de la Reserva Federal y el Banco de Japón siguen expandiéndose, en tanto que el del BCE se contrae a medida que los bancos de la periferia reembolsan sus préstamos a largo plazo. Los precios inmobiliarios están recuperándose en Estados Unidos.



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

Nota: BCE = Banco Central Europeo; BJ = Banco de Japón; Fed = Reserva Federal.

¹Las expectativas se basan en la tasa de fondos federales (Estados Unidos), la tasa media interbancaria a un día en libra esterlina (Reino Unido) y las tasas a término ofrecidas en el mercado interbancario en euros (Europa); datos actualizados al 24 de septiembre de 2013.

²Los datos sobre flujos de fondos se utilizan en los casos de España, Estados Unidos y la zona del euro. Los préstamos de bancos italianos a residentes italianos se corrigen para tener en cuenta las titulaciones.

³Porcentaje de encuestados que declararon que las normas de crédito eran "considerablemente" o "un poco" más estrictas que tres meses antes, menos los que declararon que eran "considerablemente" o "un poco" menos estrictas. Encuesta sobre la evolución de las normas de préstamos o líneas de crédito a empresas en la zona del euro; promedio de encuestas sobre la evolución de las normas de préstamos comerciales e industriales e inmobiliarios comerciales en Estados Unidos.

⁴La zona del euro incluye el sector de empleadores (incluidos los trabajadores por cuenta propia).

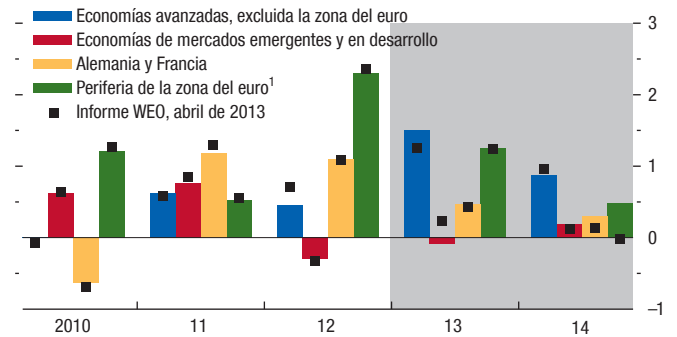
⁵Los cálculos del BCE se basan en el estado financiero semanal del Eurosistema.

- En Japón se proyecta que la actividad se desacelerará en respuesta a la aplicación de una política fiscal más restrictiva en 2014. Hasta ahora, los datos apuntan a una notable reactivación del producto como resultado de la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa del Banco de Japón y un estímulo fiscal de 1,4% del PIB proporcionado por el gobierno para poner fin a la deflación y promover el crecimiento. Las estimaciones del personal técnico del FMI indican que las nuevas políticas pueden haber incrementado el PIB alrededor de un 1%, aunque los aumentos salariales han seguido siendo moderados. A medida que disminuyan el estímulo y el gasto en reconstrucción y que se hagan efectivos los aumentos del impuesto al consumo, el déficit estructural se reducirá; las proyecciones suponen una reducción de 2½% del PIB en 2014, que se prevé hará descender el crecimiento de 2% en 2013 a 1¼% en 2014. Sin embargo, si efectivamente se adopta otro “programa de estímulo”, el freno fiscal sería menor y el crecimiento mayor de lo que se proyecta en la actualidad.
- En la zona del euro, los indicadores de confianza de las empresas hacen pensar que la actividad está próxima a estabilizarse en la periferia y que ya está recuperándose en las economías del núcleo. Para 2014 se prevé una importante reducción del ritmo de ajuste fiscal, a ½% del PIB frente a aproximadamente 1% del PIB en 2013 (gráfico 1.5, panel 1). No obstante, el apoyo a la actividad derivado de la reducción del ritmo de ajuste fiscal se ve contrarrestado por condiciones crediticias más restrictivas en la periferia (gráfico 1.4, panel 2). Por lo tanto, se prevé que el crecimiento económico alcanzará tan solo 1%, después de contraerse alrededor de ½% en 2013. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo se prevé que la actividad estará respaldada por las exportaciones, las cuales a su vez están impulsadas por un crecimiento más fuerte en las economías avanzadas y un consumo sólido animado por bajos niveles de desempleo. Se proyecta que las políticas fiscales serán en general neutras (gráfico 1.5, panel 1), y en muchas economías las tasas de interés reales aún están en niveles bajos, lo cual debería fomentar la inversión. Sin embargo, las condiciones del financiamiento externo se han tornado más restrictivas, y cada vez hay más pruebas de limitaciones en la oferta. Cabe destacar que para muchas de estas economías el crecimiento está expuesto a riesgos a la baja (véase más adelante).
- Los pronósticos suponen que las autoridades chinas no proporcionan un estímulo considerable y se

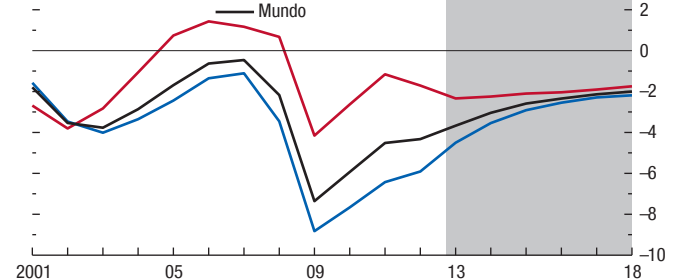
Gráfico 1.5. Políticas fiscales

La política fiscal se contraerá en menor medida en las economías avanzadas en 2014 y permanecerá en general neutra en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En las economías avanzadas, el ritmo de contracción disminuirá considerablemente en la zona del euro y Estados Unidos. Pero esta tendencia se verá compensada en parte por una contracción en Japón. La deuda pública permanecerá en niveles muy elevados en las economías avanzadas a mediano plazo, y disminuirá aproximadamente un 30% del PIB en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

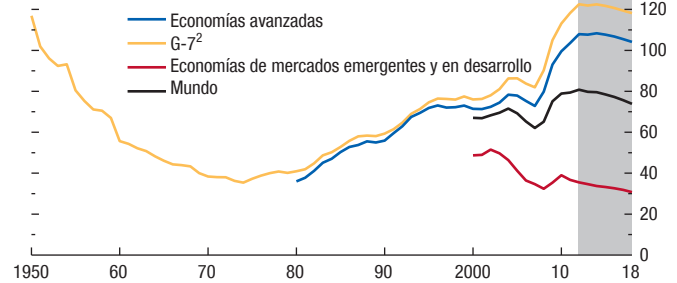
1. Impulso fiscal (variación del saldo estructural como porcentaje del PIB)



2. Saldo fiscal (porcentaje del PIB)



3. Deuda pública (porcentaje del PIB)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal.

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

conforman con un crecimiento algo más bajo, lo cual es coherente con la transición a una trayectoria de crecimiento más equilibrado y sostenible. Por lo tanto, el pronóstico de un crecimiento del PIB real de China se ha reducido a aproximadamente 7½% para 2013–14. Esta desaceleración repercutirá en todas las economías en desarrollo de Asia, cuyo crecimiento se prevé que permanecerá entre 6¼% y 6½% en 2013–14 (gráfico 1.3, panel 3). Las proyecciones para el crecimiento del PIB real de India también se han revisado significativamente a la baja, previéndose cifras de crecimiento de 3¾% en 2013 y alrededor de 5% en 2014. Algunas economías están experimentando un considerable endurecimiento de las condiciones financieras debido al cambio de sentido de los flujos de capitales a escala mundial.

- En América Latina, las proyecciones se basan en el supuesto de que la reciente revaloración de los precios de las acciones y los bonos fue en gran medida un evento extraordinario, y que las depreciaciones de la moneda contrarrestarán en parte el efecto que tendrá en la actividad el endurecimiento de las condiciones financieras. Pero en este momento hay mucha incertidumbre en torno a estas hipótesis. Se supone que la recuperación en Brasil continuará a un ritmo moderado, ayudada por la depreciación del tipo de cambio, una reactivación del consumo y políticas orientadas a promover la inversión. México se beneficiará del repunte de la actividad en Estados Unidos, tras el desempeño decepcionante del primer semestre de 2013. No obstante, la aceleración de la actividad en todo el continente será moderada (gráfico 1.3, panel 4).
- En África subsahariana se prevé que los proyectos relacionados con las materias primas respaldarán un mayor crecimiento. Los tipos de cambio experimentaron ajustes drásticos, pero el financiamiento externo se ha reanudado y los pronósticos no contemplan nuevas perturbaciones.
- Para Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán se proyecta una aceleración de la actividad en 2014, gracias a una recuperación moderada de la producción de petróleo. La actividad no petrolera en general seguirá siendo robusta en las economías exportadoras de petróleo, en parte debido a un elevado gasto público. En cambio, muchas economías importadoras de petróleo continúan bregando con difíciles condiciones sociopolíticas y de seguridad.
- En Europa central y oriental se proyecta que las tasas de crecimiento aumentarán gradualmente, apoyadas por la recuperación de la demanda en Europa y una

mejora de las condiciones financieras internas. Con unas pocas excepciones, los efectos de las subidas de las tasas de interés provocadas por factores externos serán limitados y estarán parcialmente compensados por depreciaciones de la moneda. En muchas economías de la Comunidad de Estados Independientes la demanda interna sigue siendo fuerte; estos países se beneficiarán de una mayor demanda externa, aunque algunos se verán afectados por los shocks recientes del financiamiento externo.

La presión inflacionaria está contenida

Se prevé que las divergentes dinámicas de crecimiento entre las principales economías irán acompañadas de una presión inflacionaria contenida, por dos razones. En primer lugar, el repunte de la actividad en las economías avanzadas no reducirá considerablemente las brechas del producto, que seguirán siendo grandes (véase el cuadro A8 del apéndice estadístico). En segundo lugar, los precios de las materias primas han caído en un contexto de mejoras de la oferta y un menor crecimiento de la demanda de economías emergentes de importancia clave, en particular China (véase la sección especial). Las proyecciones más recientes para los precios de las materias primas combustibles y no combustibles indican descensos moderados en 2013 y 2014.

En las economías avanzadas, la inflación en la actualidad es de aproximadamente 1½% en promedio, y por lo tanto se sitúa en un nivel inferior al fijado como meta (gráfico 1.6, panel 1). Se proyecta que el retorno al nivel fijado como meta será lento, ya que se prevé que el producto volverá a su nivel potencial solo lentamente (gráfico 1.6, paneles 2 y 3). En Estados Unidos, la reducción de la tasa de desempleo se debe en parte a disminuciones de la participación en la fuerza laboral debido a tendencias demográficas y al desaliento de trabajadores que están abandonando la fuerza laboral. Estos trabajadores probablemente retornarán al mercado laboral conforme mejoren las perspectivas, y por lo tanto el crecimiento de los salarios será lento por algún tiempo. En la zona del euro, se pronostica que la atonía económica y las presiones a la baja sobre los salarios en la periferia mantendrán la inflación en alrededor de 1½% a mediano plazo, es decir, por debajo del objetivo de inflación fijado por el Banco Central Europeo (BCE). La proyección para Japón refleja un alza temporal del nivel de precios en respuesta a los aumentos del impuesto al consumo en 2014 y 2015; si se excluyen los efectos de esos aumentos del impuesto

al consumo, se proyecta que la inflación aumentará tan solo gradualmente, y alcanzará la meta de 2% en algún momento en 2016–17.

Se prevé que la inflación en general se desplazará lateralmente alrededor de 5%–6% en las economías de mercados emergentes y en desarrollo (gráfico 1.6, panel 1). El descenso de los precios de las materias primas y la desaceleración del crecimiento reducirán las presiones sobre los precios, pero las limitaciones de la capacidad y el efecto de traspaso derivado del debilitamiento de los tipos de cambio contrarrestarán en cierto grado las presiones a la baja. Otra fuerza en contra del descenso de la inflación será la fuerte presión de la demanda interna en algunas de estas economías, como lo demuestran muchos indicadores de sobrecalentamiento externo que aún son de color amarillo o rojo (gráfico 1.7).

Las políticas monetarias están moviéndose gradualmente en direcciones diferentes

Las condiciones monetarias han permanecido acomodaticias a escala mundial, aunque empezarán a reflejar cada vez más la cambiante dinámica del crecimiento en las principales economías. La creciente incertidumbre acerca de las implicaciones que esto supone para las políticas en el futuro ha llevado a los mercados financieros a prever un grado de endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos mayor que el señalado en pronósticos recientes del informe WEO, y esto ha generado efectos de contagio mayores de lo previsto en las economías de mercados emergentes.

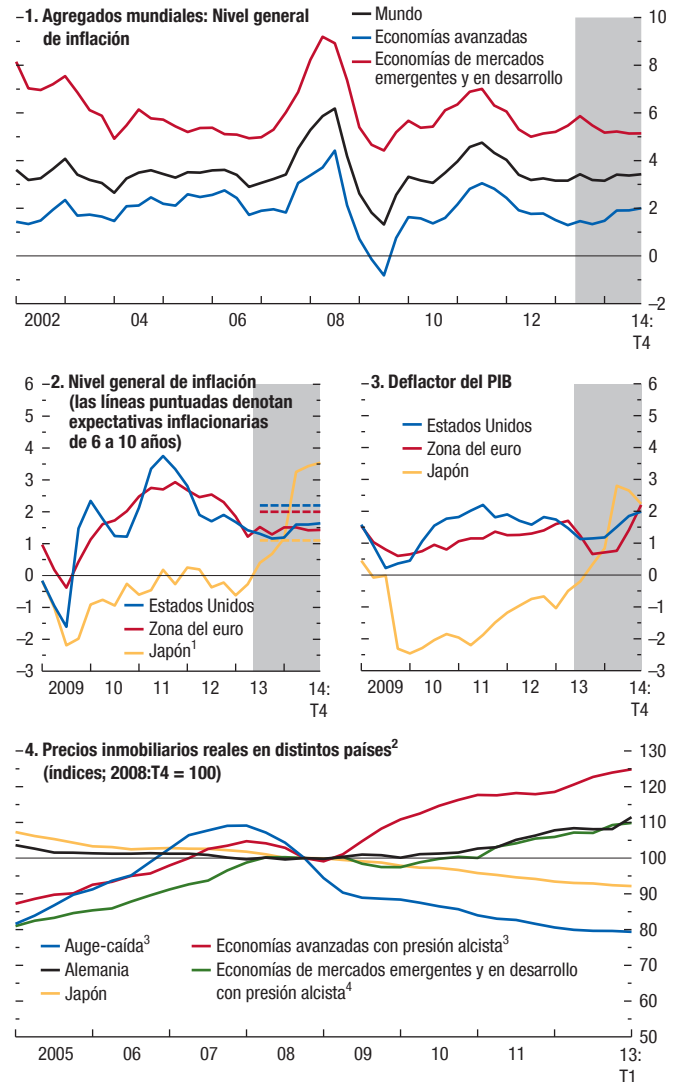
En el informe WEO de abril de 2013 se indicaba que “los mercados quizá se hayan adelantado a la economía real”, pero se consideraba que los riesgos financieros a corto plazo habían cedido. Desde entonces, las percepciones han cambiado en dos aspectos importantes:

- Los mercados están cada vez más convencidos de que la política monetaria de Estados Unidos pronto alcanzará un punto de inflexión. Tras las reuniones sobre política que la Reserva Federal celebra a mitad de año y un anuncio que insinuaba una reducción de las compras de activos, los participantes del mercado elevaron sus expectativas acerca de la tasa de política monetaria (gráfico 1.8, panel 1). Sin embargo, contra las expectativas de muchas personas en el mercado, la Reserva Federal decidió no iniciar la reducción en septiembre. Esto provocó un descenso moderado de la curva de rendimientos. Sin embargo, desde mayo de 2013 los rendimientos de bonos a largo plazo han subido unos 100 puntos

Gráfico 1.6. Inflación mundial

(Variación porcentual interanual, salvo indicación en contrario)

La presión inflacionaria está contenida. En la zona del euro se prevé que permanecerá por varios años considerablemente por debajo del objetivo del Banco Central Europeo; en Japón repuntará en respuesta al aumento de impuestos al consumo y a crecientes expectativas inflacionarias derivadas de la nueva política monetaria. Como es de esperar teniendo en cuenta la desaceleración de la actividad y la estabilización de precios de las materias primas, la inflación se ha moderado en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.



Fuentes: Consensus Economics; Haver Analytics; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, *Global Property Guide*; fuente nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI. ¹En Japón, el aumento de la inflación en 2014 se debe en gran medida al aumento del impuesto al consumo.

²En los casos de los siguientes países se utilizaron promedios regionales o metropolitanos en lugar de los compuestos nacionales: Estonia, Filipinas, Hungría, India, Letonia, Lituania, Polonia, Ucrania, Uruguay.

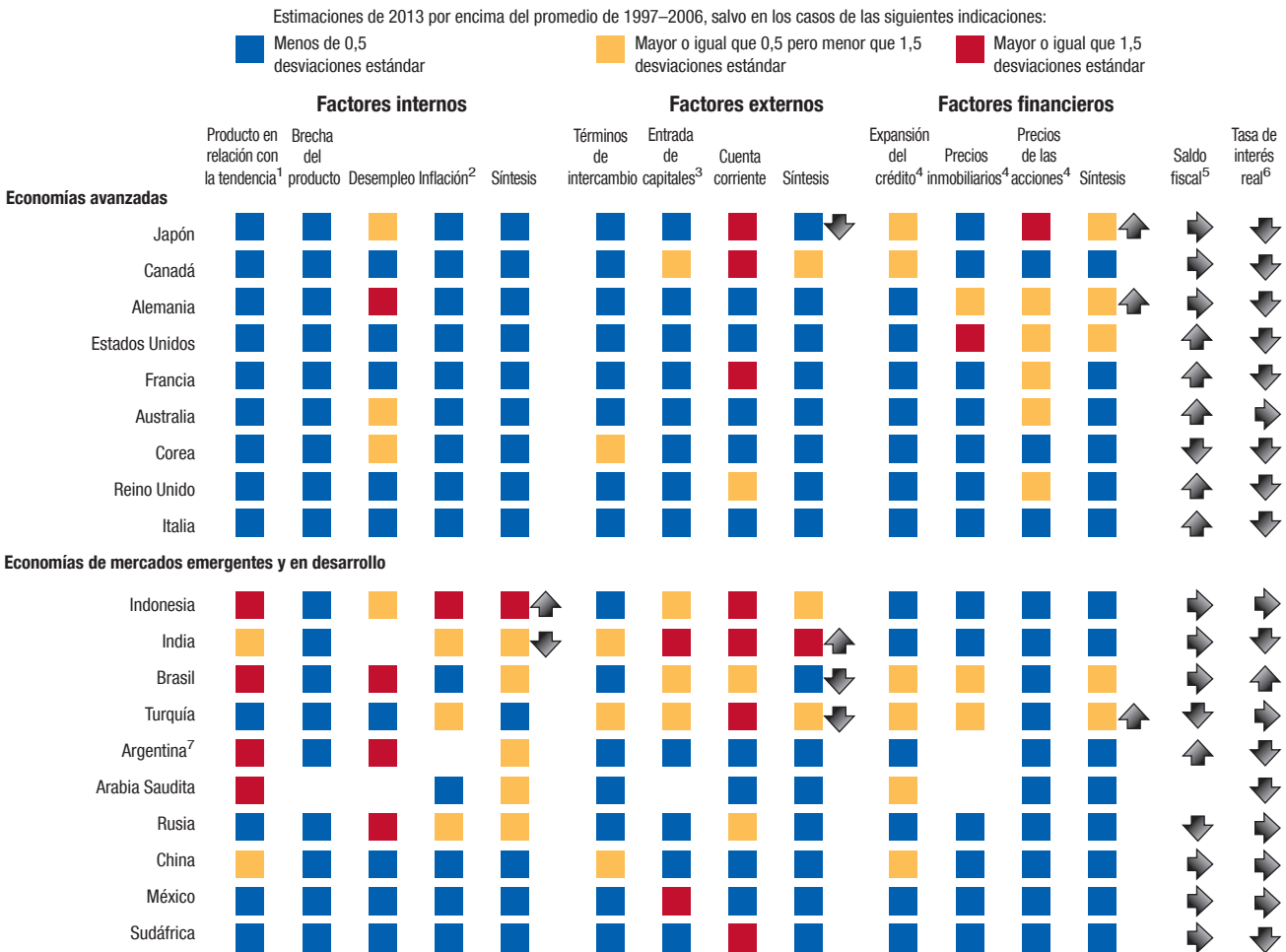
³Los países de auge-caída son: Bulgaria, Chipre, Croacia, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Italia, Letonia, Lituania, Malta, Nueva Zelandia, los Países Bajos, Polonia, el Reino Unido, la República Checa, la República Eslovaca, Rusia, Sudáfrica, Turquía y Ucrania. Los países de auge-caída son aquellos en que los precios inmobiliarios reales aumentaron más de 10% en el período previo a la crisis financiera mundial (2002–07) y en los que han descendido desde entonces.

⁴Los países con presión alcista son: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, China, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Israel, Malasia, Noruega, la RAE de Hong Kong, Singapur, Suecia, Suiza, Uruguay.

Gráfico 1.7. Indicadores de sobrecalentamiento de las economías del G-20

La mayoría de los indicadores apuntan a una abundante capacidad ociosa cíclica en las economías avanzadas pero a limitaciones de capacidad en las economías emergentes. Los indicadores externos de color rojo y amarillo en Japón denotan un proceso saludable de reequilibrio de la demanda, el cual todavía no ha avanzado mucho en Alemania. En Indonesia, India, Turquía y, en menor medida, Brasil, los indicadores externos rojos y amarillos denotan vulnerabilidades externas.

En lo que se refiere a la evolución financiera, en el gráfico los precios de las acciones están marcados como altos en las economías avanzadas, pero otros indicadores de valoración están dentro de los límites históricos. El crédito continúa expandiéndose con rapidez en varias economías de mercados emergentes.



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

Nota: Para cada indicador, con las salvedades hechas a continuación, se asignan a las economías colores basados en los valores actualmente proyectados para 2013 en relación con el promedio anterior a la crisis (1997–2006). Cada indicador se califica como rojo = 2, amarillo = 1 y azul = 0; las calificaciones sintéticas se calculan como la suma de las calificaciones de los componentes seleccionados dividida por la máxima suma posible de dichas calificaciones. Los símbolos cuadrados correspondientes a las síntesis son rojos si la calificación sintética es superior o igual a 0,66, amarillos si es igual o superior a 0,33 pero inferior a 0,66 y azules si es inferior a 0,33. Si no se dispone de datos no se asigna un color. Las flechas ascendentes (descendentes) indican condiciones de sobrecalentamiento (enfriamiento) en comparación con el informe WEO de abril de 2013.

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

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

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

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

⁵Las flechas en la columna del saldo fiscal representan la variación pronosticada del saldo estructural como porcentaje del PIB en el período 2012–13. Una mejora de más de 0,5% del PIB está indicada por una flecha ascendente; un deterioro de más de 0,5% del PIB está indicado por una flecha descendente. Una variación del saldo fiscal entre -0,5% del PIB y 0,5% del PIB se indica con una flecha horizontal.

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

⁷Las cifras se basan en los datos oficiales declarados por Argentina. Sin embargo, el FMI emitió una declaración de censura y pidió a Argentina que adopte medidas correctivas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PBI y el índice de precios al consumidor, IPC-GBA. Otras fuentes de datos han arrojado cifras de crecimiento real significativamente más bajas que las de los datos oficiales desde 2008 y tasas de inflación considerablemente más altas que las que indican los datos oficiales desde 2007. En este contexto, el FMI también está utilizando otras estimaciones del crecimiento del PBI y de la inflación del IPC a los efectos de la supervisión de la evolución macroeconómica de Argentina.

básicos, al igual que las tasas fijas de las hipotecas a 30 años (gráfico 1.8, panel 2).

- En China, las autoridades han tratado de contener el flujo de crédito, incluido el que circula por la banca paralela, y para ello han dado preferencia al apoyo más focalizado y limitado (como por ejemplo a pequeñas empresas) en lugar de ofrecer un estímulo generalizado. Estas medidas son coherentes con su intención de poner el crecimiento en una trayectoria más sostenible. Teniendo esto en cuenta, así como los resultados efectivos del segundo trimestre, las proyecciones de crecimiento para este año se han revisado a la baja, de 7¾% a 7½%.

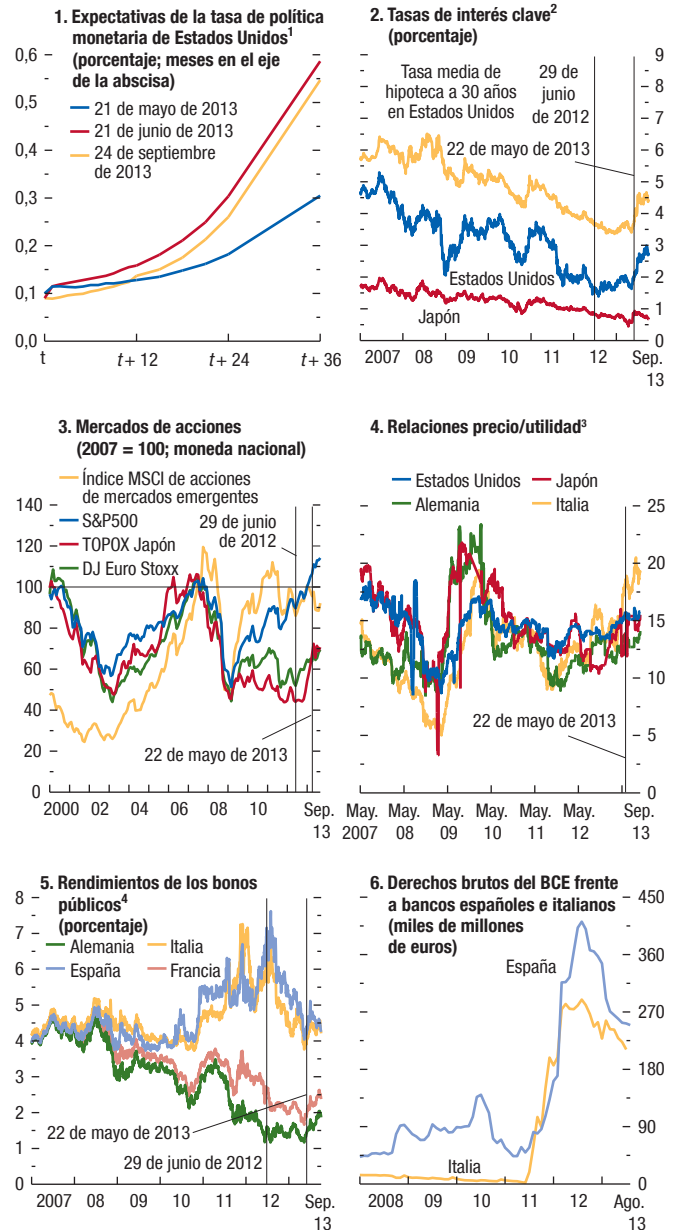
Las condiciones financieras se han tornado más restrictivas a escala mundial en respuesta al aumento de los rendimientos de los bonos de Estados Unidos a largo plazo (gráfico 1.8, paneles 2 y 5), un efecto de contagio que no es inusual desde un punto de vista histórico (recuadro 1.1).

En la zona del euro, las percepciones de una contracción monetaria de Estados Unidos más pronto de lo previsto provocaron pérdidas en los precios de los activos. Acontecimientos posteriores dieron lugar a recuperaciones, en particular una declaración en la que el BCE preveía que las tasas de política monetaria permanecerían en los niveles corrientes o más bajos por un período prolongado dada la debilidad de la economía. Los rendimientos de los bonos japoneses a largo plazo aumentaron moderadamente debido a factores externos e internos.

En los mercados emergentes, los efectos de contagio interactuaron con las perspectivas de menor crecimiento y el aumento de los factores de vulnerabilidad. Las salidas de capitales dieron lugar a un considerable endurecimiento de las condiciones financieras en algunas economías durante el tercer trimestre (gráfico 1.9, panel 1). Las revisiones a la baja de las proyecciones para el crecimiento y las exportaciones de China, en particular las materias primas, se han sumado al proceso de redeterminación de los precios. Los rendimientos de los bonos soberanos han subido unos 80 puntos básicos desde el comienzo de 2013, impulsados por aumentos bastante significativos en Brasil, Indonesia, México, Sudáfrica y Turquía. Los mercados de acciones han estado retrocediendo en distinto grado y, por lo general, las correcciones más grandes se han registrado en las economías cuyos pronósticos de crecimiento han sufrido las mayores revisiones a la baja y que han recibido las mayores entradas de capitales recientemente (gráfico 1.9, paneles 5 y 6); en lo que va del año, los mercados de acciones han retrocedido un 10%

Gráfico 1.8. Condiciones en los mercados financieros

Las condiciones financieras se han tornado volátiles una vez más al haberse adelantado las expectativas del endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos. Los mercados de acciones han demostrado dinamismo. Han subido los rendimientos de los bonos de Estados Unidos a largo plazo, pero los de Japón y el núcleo de Europa han aumentado en mucho menor medida. Los diferenciales de los bonos soberanos de la zona del euro han aumentado levemente; los bancos de la periferia han seguido reembolsando los préstamos del BCE.



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

Nota: BCE = Banco Central Europeo; EE.UU. = Estados Unidos.

¹Las expectativas se basan en la tasa de fondos federales (Estados Unidos); datos actualizados al 24 de septiembre de 2013.

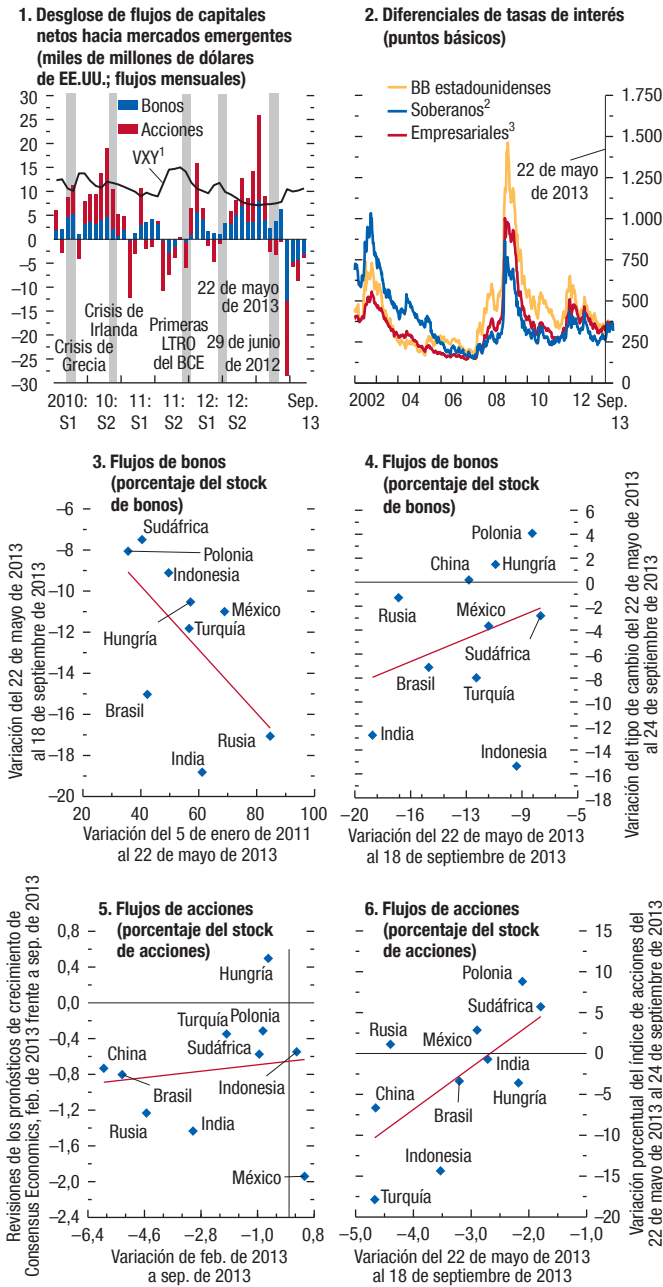
²Las tasas de interés corresponden a rendimientos de bonos públicos a 10 años, salvo indicación en contrario.

³Algunas observaciones correspondientes a Japón son interpolaciones debido a falta de datos.

⁴Rendimientos de bonos públicos a 10 años.

Gráfico 1.9. Flujos de capitales

Las expectativas de un adelanto del endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos y de desaceleración del crecimiento en las economías de mercados emergentes provocaron fuertes salidas de capitales de los mercados emergentes durante junio de 2013. Estas salidas en general dieron lugar a un aumento de los diferenciales de riesgo y pérdidas en los mercados de acciones. Estas últimas fueron cuantiosas en las economías cuyas proyecciones de crecimiento habían sufrido mayores revisiones a la baja. Las salidas de bonos y acciones fueron más cuantiosas en las economías que previamente habían recibido entradas más abundantes, y que tienden a ser los mercados emergentes más profundos y que gozan de mayor liquidez. Con las depreciaciones cambiarias se produjeron grandes salidas de capitales.



(gráfico 1.8, panel 3). Los indicadores de volatilidad de los mercados de acciones han subido levemente, al igual que los diferenciales de riesgo (gráfico 1.9, panel 2). Los salidas de capitales tendieron a provocar depreciaciones de la moneda (gráfico 1.10, paneles 1 y 2). Los acontecimientos específicos se examinan en más detalle en la edición de octubre de 2013 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o informe GFSR).

Las proyecciones del informe WEO suponen que la reciente redeterminación de precios de los bonos y las acciones de los mercados emergentes es un acontecimiento extraordinario, pero en este momento hay mucha incertidumbre al respecto. Las consiguientes condiciones de financiamiento externo más restrictivas y los niveles más bajos de entrada neta de capitales deberían reducir la actividad en las economías de mercados emergentes, si no varían las demás condiciones.

Las estimaciones basadas en modelos indican que, en la mayoría de las principales economías de mercados emergentes, la contracción monetaria provocada por factores externos desde finales de mayo de 2013, si persiste, podría reducir el PIB entre ¼% y 1% (gráfico 1.11). Sin embargo, la depreciación del tipo de cambio puede ser muy útil para amortiguar la contracción proveniente de fuentes externas. Otras consideraciones que cabe señalar son las siguientes:

- Si bien la orientación a futuro de la Reserva Federal hace prever una aceleración de la recuperación de Estados Unidos, las proyecciones del informe WEO siguen suponiendo que el primer aumento de la tasa de política monetaria de Estados Unidos no ocurrirá hasta 2016. Esto se debe a que, según los pronósticos, la inflación permanecerá por debajo de 2½%, las expectativas inflacionarias continuarán bien ancladas y la tasa de desempleo se mantendrá por encima de 6½% hasta entonces. Los pronósticos suponen una reducción muy gradual de las compras de activos por parte de la Reserva Federal a partir de más adelante en el año. Según muchas estimaciones, las compras han tenido un efecto limitado en la actividad, y no se espera que la conclusión del programa tenga mayores repercusiones. Por lo tanto, la trayectoria proyectada para los rendimientos de bonos a más largo plazo en 2014 ha sido elevada ligeramente, unos 40 puntos básicos con respecto a lo proyectado en el informe WEO de abril de 2013. En resumen, los supuestos son que las condiciones monetarias y financieras en Estados Unidos crearán un entorno benigno y favorable para el crecimiento. No obstante, los mercados

Fuentes: Bloomberg, L.P.; Consensus Forecast; EPFR Global/Haver Analytics, Financial Times; bancos centrales nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: BCE = Banco Central Europeo; LTRO = Operaciones de financiación a plazo más largo.
 1Índice de volatilidad de los mercados emergentes de JPMorgan.
 2Diferencial del índice EMBI Global de JPMorgan.
 3Diferencial del índice CEMBI Broad de JPMorgan.

consideran que hay una probabilidad significativa de una contracción monetaria más pronto (gráfico 1.8, panel 1), y, como se analiza más adelante, una trayectoria menos benigna para las condiciones financieras es un riesgo concreto.

- Los mercados siguen previendo un período prolongado de tasas de interés bajas y medidas de apoyo a políticas monetarias no convencionales para Japón y la zona del euro (gráfico 1.4, panel 1). En Japón quizá sea necesario un mayor relajamiento monetario para elevar la inflación (excluido el efecto de los aumentos del impuesto al consumo) a 2% en 2015. En la zona del euro, la principal preocupación es el ritmo aún deprimido de la actividad y el bajo nivel de inflación, incluida la presión desinflacionaria o deflacionaria en las economías de la periferia. Las proyecciones suponen que los diferenciales soberanos no experimentan cambios sustanciales en la periferia. También suponen que seguirá observándose un cierto endurecimiento de las condiciones del crédito (gráfico 1.4, panel 3). El principal factor es la inquietud de los bancos acerca del entorno económico y la necesidad de mejorar sus balances.

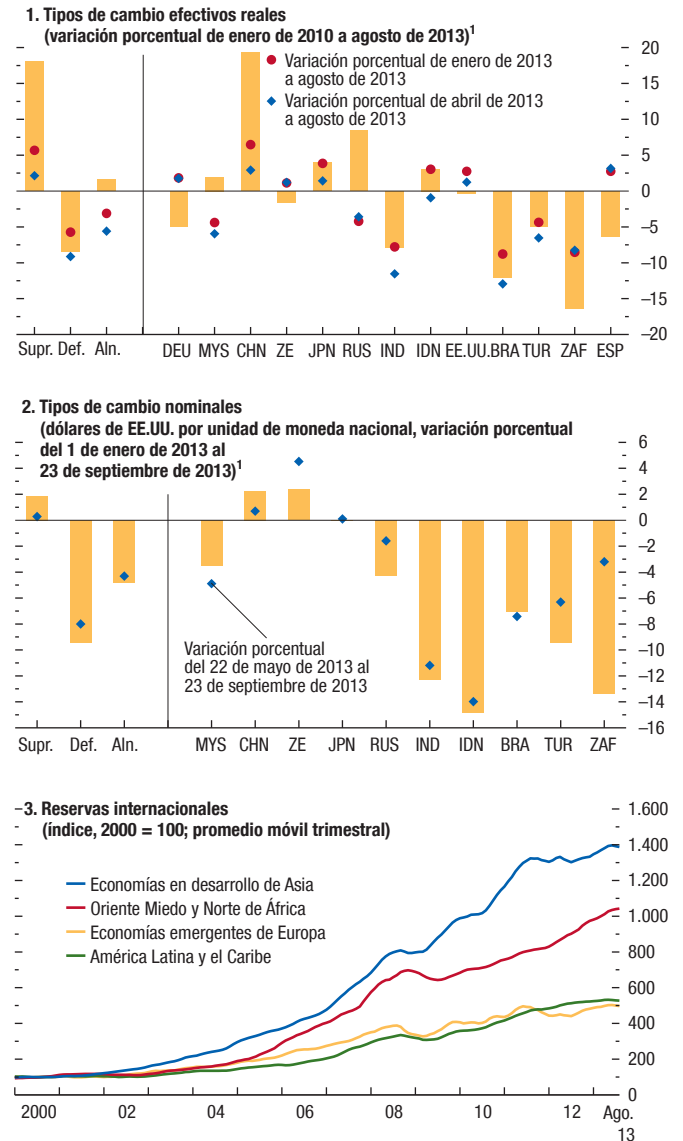
Perspectivas a mediano plazo menos favorables para las economías de mercados emergentes

Las tasas de crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo ahora se sitúan unos 3 puntos porcentuales por debajo de los niveles de 2010, y alrededor de unos dos tercios de la reducción son atribuibles a Brasil, China e India (gráfico 1.1, panel 2). Junto con los recientes incumplimientos de los pronósticos, esta disminución del crecimiento ha dado lugar a nuevas revisiones a la baja de las proyecciones a mediano plazo para las economías de mercados emergentes. Las proyecciones para 2016 sobre los niveles del PIB real de Brasil, China e India se han recortado sucesivamente en aproximadamente 8% a 14% en los últimos dos años. Juntas, las revisiones a la baja para estas tres economías representan alrededor de tres cuartos de la reducción general de las proyecciones del producto a mediano plazo para el grupo de economías de mercados emergentes y en desarrollo (gráfico 1.12, panel 4).

Las proyecciones del informe WEO para el período posterior a la crisis suponían en general que las economías de mercados emergentes y en desarrollo de América Latina y Asia evitarían las pérdidas cuantiosas y permanentes del producto que se presajaron para las economías golpeadas por la crisis (gráfico 1.13). Las

Gráfico 1.10. Tipos de cambio y reservas

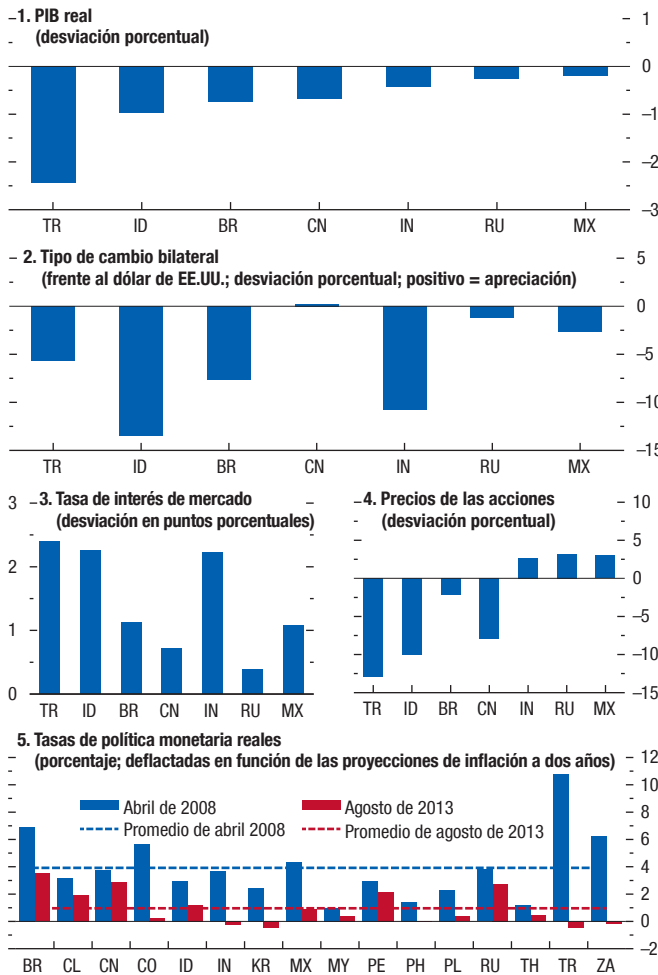
Los tipos de cambio nominales de las monedas de varias economías de mercados emergentes se han depreciado considerablemente conforme se han debilitado sus economías; desde comienzos de año, el real brasileño, la rupia india y el rand sudafricano se han depreciado 8%–16% frente al dólar de EE.UU. En Brasil e India, gran parte del debilitamiento ocurrió en forma concomitante con la reciente revaluación de las perspectivas de la política monetaria de Estados Unidos. En general, las monedas que se consideraban sobrevaluadas en relación con los fundamentos económicos a mediano plazo se depreciaron, mientras que las que se consideraban subvaluadas se apreciaron. La acumulación de reservas ha vuelto a repuntar en las economías en desarrollo de Asia.



Fuentes: Global Insight; FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: Aln = Economías de mercados emergentes alineadas; BRA = Brasil; CHN = China; Def. = Economías de mercados emergentes deficitarias; DEU = Alemania; EE.UU. = Estados Unidos; ESP = España; IDN = Indonesia; IND = India; JPN = Japón; MYS = Malasia; RUS = Rusia; Supr. = Economías de mercados emergentes superavitarias; TUR = Turquía; ZAF = Sudáfrica; ZE = zona del euro.
¹Las clasificaciones se basan en FMI (2013a).

Gráfico 1.11. Condiciones financieras en los mercados emergentes desde mayo de 2013

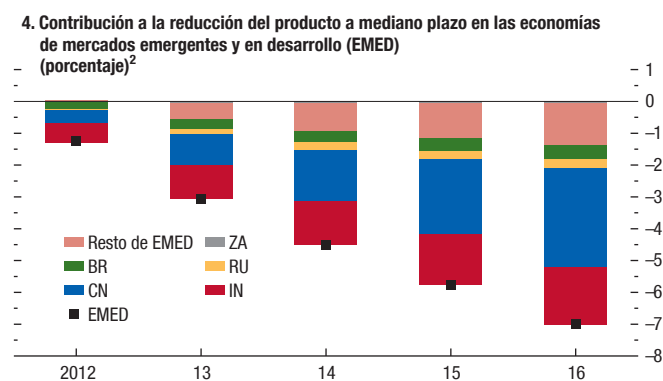
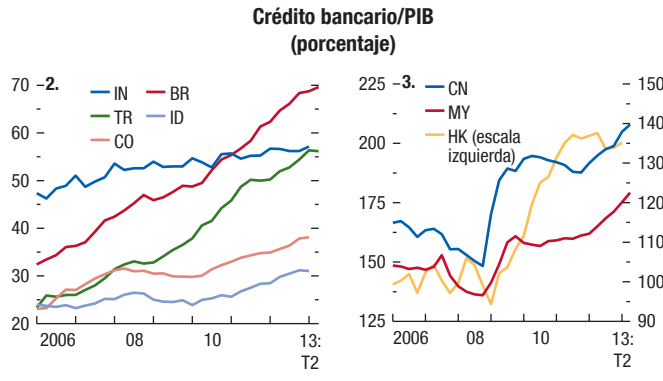
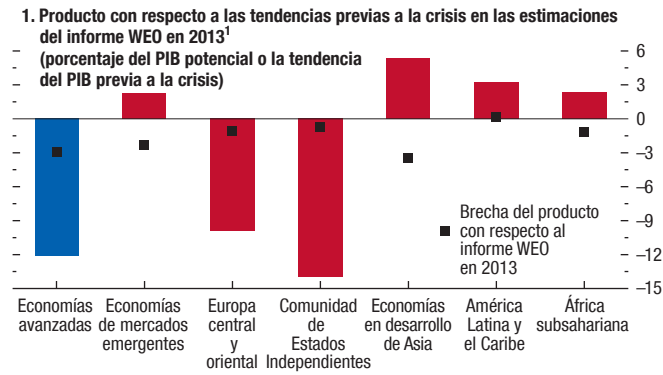
Desde finales de mayo, los anuncios de la Reserva Federal en los que indica que la reducción de las compras de activos podría empezar más adelante en el año han tenido un impacto sustancial en los mercados financieros. En muchas economías de mercados emergentes las tasas de interés han subido, los precios de las acciones han bajado y los tipos de cambio se han depreciado frente al dólar de EE.UU. En este gráfico se emplea el Modelo G20 (G20MOD) para estimar las potenciales implicaciones macroeconómicas de estos sucesos. Se supone que las variaciones de las tasas de interés¹, los precios de las acciones y los tipos de cambio observadas desde finales de mayo y hasta el 20 de septiembre se prolongan todo un año en las economías del G-20². Las estimaciones se generan bajo el supuesto de que la política monetaria en todos los países y las regiones no puede responder a estos acontecimientos. Las variaciones de precios en los mercados financieros y su consiguiente impacto en la actividad de las economías de mercados emergentes del G-20 se presentan en los gráficos de barras a continuación. Los mercados emergentes estudiados experimentan una reducción del PIB, que va de aproximadamente 2½% en Turquía a ¼% en México. En los países en los que se estima que las reducciones del PIB son menores, el impacto de las tasas de interés más altas está compensado parcialmente por una depreciación de la moneda y mejoras en los precios de las acciones. En los países en los que se estima que las reducciones del PIB son mayores, el impacto de las tasas de interés más altas se ve agravado por reducciones de los precios de las acciones.



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: BR = Brasil; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; PE = Perú; PH = Filipinas; PL = Polonia; RU = Rusia; TH = Tailandia; TR = Turquía; ZA= Sudáfrica.
¹Para todos los países excepto India se utiliza la tasa de los bonos públicos a 10 años para captar la variación de las tasas de interés. En el caso de India se utiliza la tasa de los bonos públicos a un año porque representa un mejor valor representativo del endurecimiento que han experimentado las condiciones financieras de ese país desde finales de mayo.
²Algunas de las variaciones de las tasas de interés, los tipos de cambio y los precios de las acciones probablemente obedecen a factores específicos de cada país además de las expectativas sobre la política monetaria de Estados Unidos.

Gráfico 1.12. Capacidad y crédito en las economías de mercados emergentes

El producto en las economías de mercados emergentes de Asia, América Latina y África subsahariana aún está por encima de las tendencias previas a la crisis. Pero las brechas del producto según el informe WEO no hacen pensar que el producto esté superando la capacidad. El crédito en estas economías ha aumentado drásticamente con relación al producto; en algunas economías sigue haciéndolo en medio de desaceleraciones del crecimiento. En respuesta a los repetidos resultados decepcionantes de los últimos dos años, los economistas del FMI a cargo de países han revisado a la baja sus estimaciones del nivel del producto en 2016. Estos recortes de las estimaciones son especialmente significativos en los casos de Brasil, China e India.



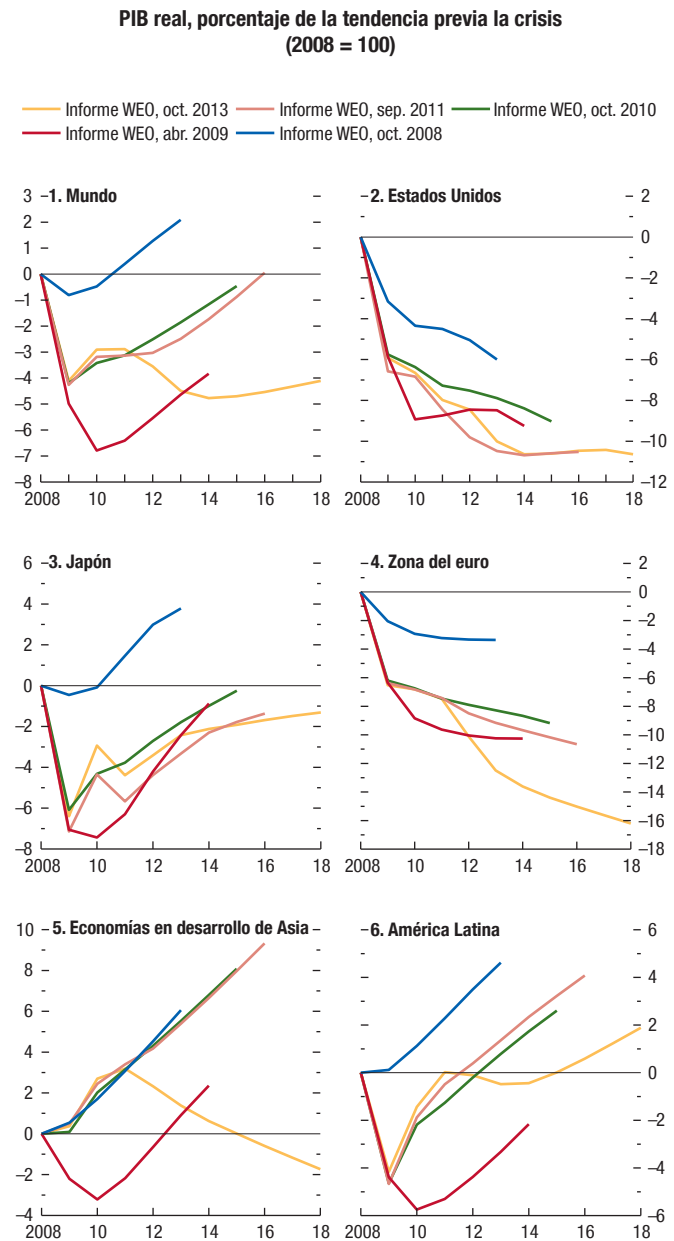
Fuentes: Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: BR = Brasil; CN = China; CO = Colombia; HK = RAE de Hong Kong; ID = Indonesia; IN = India; MY = Malasia; RU = Rusia; TR = Turquía; ZA = Sudáfrica.
¹La tendencia previa a la crisis se define como el promedio geométrico del nivel del PIB real entre 1996 y 2006.
²Con respecto a la edición de septiembre de 2011 del informe WEO.

proyecciones pesimistas del informe WEO de abril de 2009, elaboradas tras el colapso de Lehman Brothers, se revisaron al alza varias veces para estas economías (gráfico 1.13, paneles 5 y 6). Posteriormente, sin embargo, las proyecciones se revisaron a la baja. En las otras regiones, las fuertes revisiones a la baja solo se materializaron en la periferia de la zona del euro conforme esta región caía en la crisis (gráfico 1.13, panel 4). Por lo tanto, parece ser que distintos factores internos incidieron mucho en la desaceleración de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Las razones específicas del menor crecimiento difieren, y es difícil obtener diagnósticos claros. Los análisis del personal técnico del FMI apuntan al efecto de factores cíclicos y estructurales. Esto parece estar sucediendo en Brasil, India, China y Sudáfrica (recuadro 1.2).

- Después de la Gran Recesión, la mayoría de estas economías se beneficiaron de vigorosos repuntes cíclicos. Las políticas macroeconómicas expansivas ayudaron a compensar la merma de la demanda de las economías avanzadas. Los factores financieros amplificaron el repunte cíclico tras la recesión. En China, la política crediticia se usó deliberadamente para generar un estímulo ante la decreciente demanda externa. Las entradas de capitales, atraídas por mayores rendimientos y mejores perspectivas de crecimiento que en las economías avanzadas, estimularon la expansión del crédito y la actividad. Para 2010, tres de estas cuatro economías (Sudáfrica fue la excepción) estaban operando por encima de su capacidad. Durante 2011–13, las políticas cambiaron de curso y el crecimiento se desaceleró.
- La tasa de crecimiento descendió, pero no así el nivel general de inflación. En varias de estas economías, la inflación subyacente en realidad aumentó, lo que hace pensar que parte de la reducción de 3 puntos porcentuales del crecimiento desde 2010 se debe a una disminución del producto potencial y es coherente con los informes sobre las restricciones en los mercados laborales, la infraestructura, la energía, el sector de bienes raíces y los sistemas financieros en la mayoría de estas economías. Las razones más de fondo de estas desaceleraciones estructurales se examinan en detalle en los informes de las consultas del Artículo IV de 2013 de estas economías. Basta con decir que en China la política crediticia contribuyó a un auge de la inversión que ha creado una considerable capacidad excedentaria, ya que la acumulación de capital ha superado con creces la demanda interna. En Brasil e India, las restricciones relacionadas con

Gráfico 1.13. Proyecciones del PIB real: Pasadas y actuales

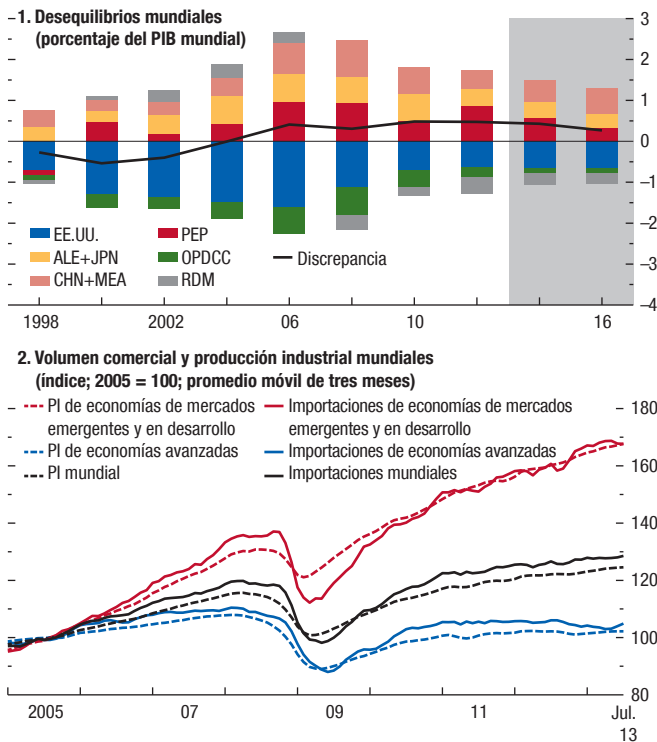
Una evaluación de pronósticos anteriores del informe WEO revela que los elaborados en septiembre de 2008, justo antes de la quiebra de Lehman Brothers, resultaron ser demasiado optimistas para todas las economías; los pronósticos elaborados poco después, en abril de 2009, fueron demasiado pesimistas para las economías de mercados emergentes de Asia, América Latina y África subsahariana. De octubre de 2010 a octubre de 2011, los pronósticos se asentaron en general alrededor de su actual perfil, con dos notables excepciones. En primer lugar, la zona del euro cayó en una crisis, que comenzó con Grecia en el segundo trimestre de 2010 y se extendió en 2011. En segundo lugar, después de haberse revisado al alza sus pronósticos en durante 2010, las economías de mercados emergentes experimentaron una serie de resultados de crecimiento decepcionantes.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: La tendencia previa a la crisis se define como el promedio geométrico del nivel del PIB real entre 1996 y 2006.

Gráfico 1.14. Comercio y desequilibrios mundiales

La desaceleración más reciente del comercio mundial es en términos generales coherente con la desaceleración del PIB mundial. Esto ha significado que los desequilibrios mundiales han vuelto a disminuir levemente. Que los desequilibrios permanezcan reducidos o vuelvan a ampliarse a mediano plazo depende de la medida en que las pérdidas de producto en relación con las tendencias previas a la crisis sean en su mayor parte de carácter permanente: las proyecciones del informe WEO suponen que en gran parte son coherentes con los datos históricos.



Fuentes: CPB World Trade Monitor; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: ALE+JPN: Alemania y Japón; CHN+MEA: China, Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia; EE.UU. = Estados Unidos; OPDCC = Bulgaria, Croacia, Eslovenia, España, Estonia, Grecia, Hungría, Irlanda, Letonia, Lituania, Polonia, Portugal, el Reino Unido, la República Checa, la República Eslovaca, Rumania y Turquía; PEP = Países exportadores de petróleo; RDM = Resto del mundo.

la infraestructura y las regulaciones desaceleraron la oferta del producto en medio de una demanda interna aún vigorosa. Esto ha causado una intensificación de las presiones externas en estas economías (gráfico 1.7).

Hacia el futuro, se proyecta que el crecimiento a mediano plazo en las economías de mercados emergentes y en desarrollo alcanzará 5½%. En un contexto histórico, este pronóstico aún está bastante por encima de la tasa de crecimiento de 3¾% registrada durante la década que culminó con la crisis asiática de 1997–98. Asimismo, los actuales pronósticos para las economías en desarrollo de Asia, América Latina y África subsahariana sitúan el producto por encima de las tendencias favorables de 1996–2006. Aun si las proyecciones actuales resultan ser algo optimistas, estas economías ya han logrado que sus ingresos per cápita converjan de manera continua y bastante rápida hacia los de las economías avanzadas.

Evolución del sector externo

El comercio mundial refleja la atonía de la actividad mundial (gráfico 1.14, panel 2). Si bien hay cierta preocupación de que el lento crecimiento del comercio podría también obedecer a aumentos cada vez más pequeños de la productividad a raíz de la liberalización del comercio en el marco global de la Organización Mundial del Comercio, no hay datos contundentes que corroboren tal hipótesis.

Los desequilibrios mundiales en cuenta corriente se redujeron en 2011–12, y se proyecta que disminuirán levemente a mediano plazo, debido a superávits más reducidos entre los exportadores de energía (gráfico 1.14, panel 1). Un hecho destacable de los últimos años ha sido un aumento mayor de lo proyectado del superávit en cuenta corriente de la zona del euro. Este aumento se debe a la compresión de las importaciones y un cierto ajuste de los precios relativos en las economías de la periferia (recuadro 1.3). Sin embargo, el reequilibrio de la demanda en las economías del núcleo con superávit en cuenta corriente sigue siendo limitado.

La política ha tenido una incidencia limitada en la reducción de los desequilibrios mundiales. En el futuro, la consolidación fiscal en las economías deficitarias frenará la recuperación cíclica de la demanda de importaciones. Por lo tanto, para lograr un crecimiento más pujante en las principales economías superavitarias, estas tendrán que promover una expansión sostenida de su demanda interna, en particular el consumo privado en China y la inversión en Alemania.

Los movimientos de los tipos de cambio —apreciación en las economías superavitarias y depreciación en las deficitarias— en general han favorecido el reequilibrio (gráfico 1.10, panel 1). La evaluación del informe piloto sobre el sector externo (*Pilot External Sector Report*) de 2013 sobre los niveles de los tipos de cambio indica que los tipos de cambio efectivos reales de las economías más grandes no están muy alejados de los niveles congruentes con los fundamentos económicos a mediano plazo. En particular, cualquier subvaluación del yen japonés que pueda haberse producido recientemente se corregiría con una sólida consolidación fiscal a mediano plazo y reformas estructurales.

Las recientes depreciaciones sustanciales de los tipos de cambio nominales de algunas monedas de mercados emergentes frente al dólar de EE.UU. son coherentes en términos generales con las correcciones de sobrevaluaciones de los tipos de cambio (gráfico 1.10, panel 2). En términos efectivos reales, las depreciaciones han sido más moderadas, en parte debido a niveles de inflación más altos que en los socios comerciales. Muchas economías intervinieron en los mercados cambiarios (Brasil, India, Indonesia, Perú, Polonia, Rusia, Turquía), y algunas también recurrieron a medidas de gestión de flujos de capitales con el fin de desalentar las salidas (India) o incentivar las entradas (Brasil, India, Indonesia).

Persisten los riesgos a la baja

La balanza de riesgos para las proyecciones del informe WEO aún se inclina a la baja. Una preocupación importante es la prolongación del lento crecimiento. Los indicadores cuantitativos apuntan a que no se registrarán cambios considerables de los riesgos a corto plazo. Sin embargo, tras una mejora notable antes de la publicación del informe WEO de abril de 2013, la incertidumbre ha aumentado una vez más según la evaluación cualitativa. La razón principal es que las condiciones financieras se han endurecido en formas imprevisibles, en tanto que las perspectivas para la actividad no han mejorado. Esto ha generado inquietudes acerca de las economías de mercados emergentes. Mientras tanto, no se han abordado muchos riesgos relacionados con las economías avanzadas. Por otro lado, han vuelto a surgir riesgos geopolíticos. Aun así, la balanza de riesgos está mejor equilibrada que en octubre de 2012 gracias a que ha aumentado la confianza en la sostenibilidad de la recuperación en Estados Unidos y en la viabilidad a largo plazo de la zona del euro.

Evaluación cuantitativa de riesgos

El gráfico de abanico sobre el pronóstico de crecimiento del PIB mundial hasta 2014, inclusive, es menos amplio que el del informe WEO de abril de 2013, en gran parte debido a una “incertidumbre de base” más baja dado que el alcance del pronóstico se ha reducido en seis meses (gráfico 1.15, panel 1). La amplitud también es bastante menor que la del gráfico correspondiente a un horizonte de igual magnitud en el informe WEO de octubre de 2012. Por ejemplo, la probabilidad de que el crecimiento mundial se reduzca a menos de 2% en 2014 es muy baja, aproximadamente 6%, mientras que en octubre de 2012, la probabilidad equivalente, hasta 2013 inclusive, era de 17%.

El Modelo de Proyección Mundial (GPM, por sus siglas en inglés) del personal técnico del FMI también muestra una importante mejora con respecto al año pasado. Para el período que abarca desde el segundo trimestre de 2013 hasta el primer trimestre de 2014, la probabilidad de una recesión es cercana al 30% en la zona del euro; en el caso de Estados Unidos se ha reducido a alrededor de 10%; en Japón es muy baja (gráfico 1.16, panel 1). En el período que comprende del tercer trimestre de 2013 al cuarto trimestre de 2014, la probabilidad aumenta a alrededor del 20% en el caso de Japón, suponiendo que se produce efectivamente una importante contracción fiscal. Los riesgos de deflación siguen siendo elevados en Japón, pese a la nueva meta de inflación, y en la zona del euro, particularmente en la periferia (gráfico 1.16, paneles 2 y 3).

Evaluación cualitativa de riesgos

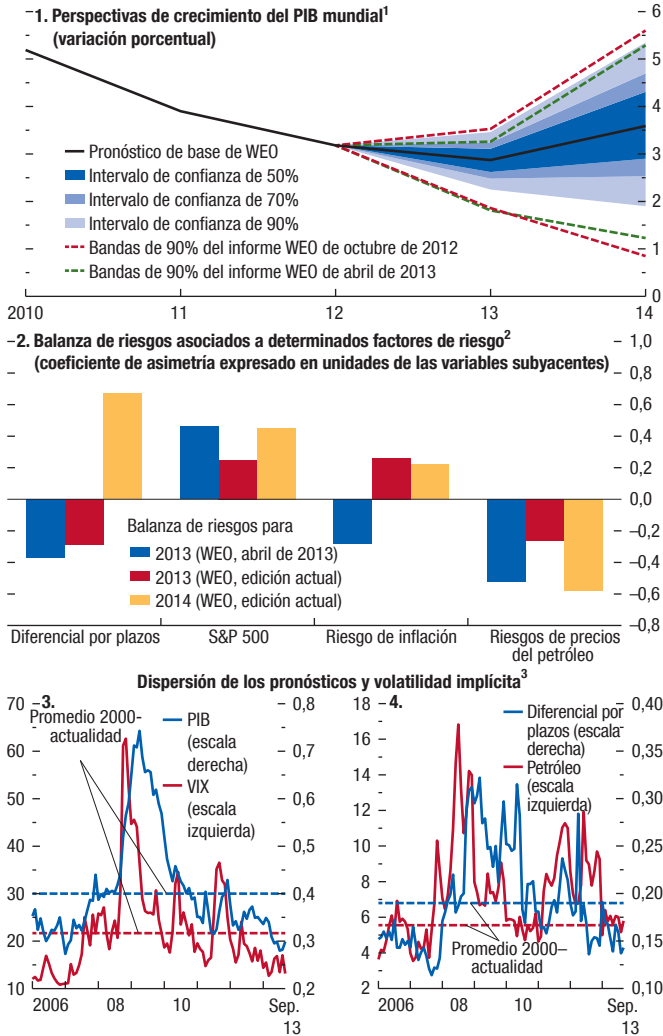
Dos riesgos señalados en el informe WEO de abril de 2013 ya se han materializado: los recortes automáticos del gasto presupuestario o “secuestro del gasto” de Estados Unidos y las perspectivas de crecimiento más bajas y salidas de capitales en las economías de mercados emergentes. Mientras tanto, se han materializado algunos riesgos no previstos relacionados con las condiciones monetarias de Estados Unidos y las economías de mercados emergentes.

Riesgos a corto plazo

- *Fatiga del ajuste y reversión general de las políticas en una zona del euro financieramente fragmentada:* Una inquietud concreta era la posibilidad de que los acontecimientos en Chipre amplificaran la fragmentación financiera. Si bien dicha ampliación no se produjo, el avance hacia la reintegración de los mercados financieros ha sido muy limitado. Al mismo tiempo,

Gráfico 1.15. Riesgos para las perspectivas mundiales

El reciente episodio de volatilidad financiera no ha venido acompañado de una ampliación considerable del gráfico de abanico. El gráfico sigue siendo apreciablemente más angosto que en octubre de 2012. Para 2013, los pronósticos de los mercados del petróleo y los analistas sobre el diferencial por plazos denotan riesgos a la baja. Para 2014, la asimetría de los pronósticos de los analistas sobre el diferencial por plazos da un giro y apunta a un riesgo al alza, mientras que el riesgo al alza de los mercados del petróleo se incrementa. Los mercados de acciones, representados por los precios de las opciones en el índice S&P 500, y la asimetría de los pronósticos de los analistas sobre la inflación denotan riesgos al alza en los dos años.



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

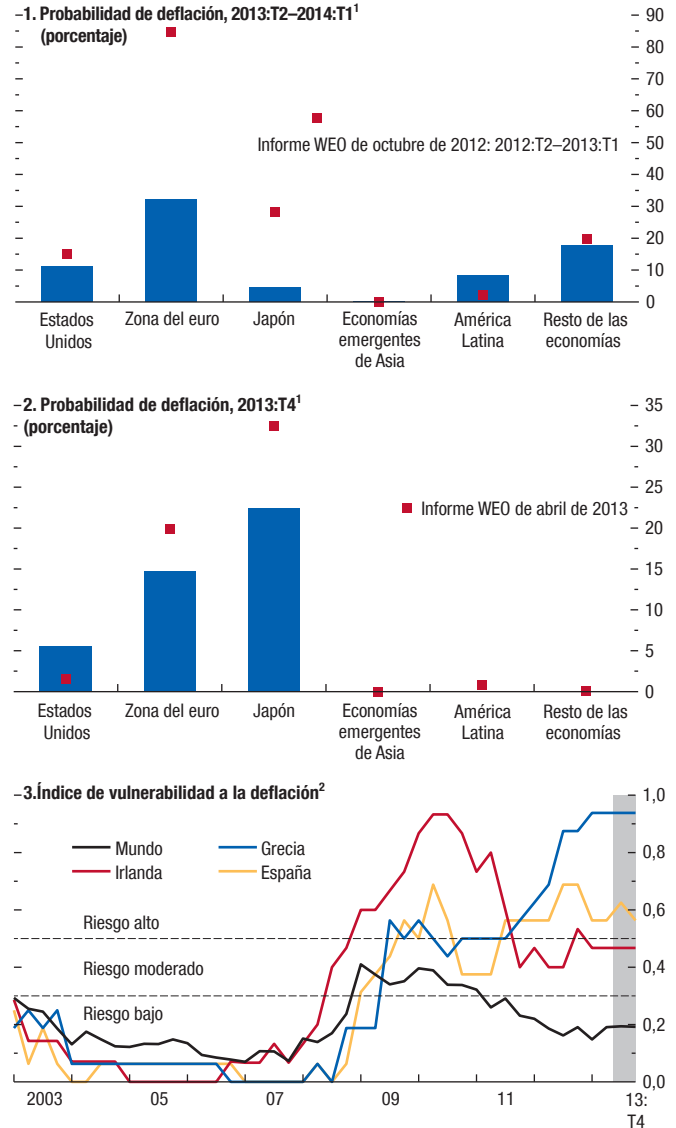
¹El gráfico de abanico muestra la incertidumbre en torno al pronóstico central del informe WEO con intervalos de confianza de 50%, 70% y 90%. Como se indica, el intervalo de confianza de 70% incluye el intervalo de 50%, y el intervalo de confianza de 90% incluye los intervalos de 50% y 70%. Véase más información en el apéndice 1.2 del informe WEO de abril de 2009. Las bandas de 90% de los informes WEO de octubre de 2012 y abril de 2013 para los pronósticos a un año y a dos años se muestran en relación con el escenario base actual.

²Las barras denotan el coeficiente de asimetría expresado en unidades de las variables subyacentes. Los valores correspondientes a los riesgos de inflación y los riesgos del mercado petrolero se registran con el signo opuesto, dado que representan los riesgos a la baja para el crecimiento. Los riesgos vinculados al índice S&P 500 de 2014 se basan en los contratos de opciones correspondientes a junio de 2014.

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

Gráfico 1.16. Riesgos de recesión y deflación

El Modelo de Proyección Mundial (GPM) de personal técnico del FMI indica que los riesgos de recesión y deflación han disminuido en las economías avanzadas. Sin embargo, conviene seguir vigilándolos. En el caso de Japón, el GPM indica que esos riesgos todavía aumentarán considerablemente en 2014.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹América Latina: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; Economías emergentes de Asia: China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia; resto de las economías: Argentina, Australia, Bulgaria, Canadá, Dinamarca, Estonia, Israel, Noruega, Nueva Zelandia, el Reino Unido, la República Checa, Rusia, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Turquía, Venezuela.

²Véanse detalles sobre la elaboración de este indicador en Kumar (2003) y Deccrossin y Laxton (2009). El indicador está ampliado para que incluya los precios inmobiliarios.

las señales de fatiga del ajuste se evidencian en los desacuerdos políticos. Al no existir una verdadera unión bancaria, así como un único mecanismo de resolución sólido, que cuente con un apoyo fiscal común, los mercados financieros siguen siendo muy vulnerables a los cambios de actitud.

- *Secuestro del gasto presupuestario, cierre del gobierno federal y tope de la deuda en Estados Unidos:* A diferencia de los supuestos sobre la política fiscal de Estados Unidos del informe WEO de abril de 2013, según los cuales el secuestro del gasto presupuestario se reemplazaría con medidas de efecto diferido al final del ejercicio fiscal 2013 (30 de septiembre de 2013), ahora es probable que el secuestro siga estando vigente en el próximo ejercicio fiscal. Como resultado, el crecimiento de Estados Unidos para 2013–14 se ha revisado a la baja en la actualización del informe WEO de julio, pero el efecto de lastre podría ser mayor de lo previsto dadas las condiciones financieras más restrictivas. El daño que sufriría la economía de Estados Unidos a causa de un cierre del gobierno de corta duración probablemente sería limitado, pero un cierre más prolongado podría ser muy perjudicial. Y aún más importante es la necesidad de volver a elevar el tope de la deuda más adelante en el año; no hacerlo oportunamente podría causar graves estragos en la economía mundial.
- *Riesgos relacionados con la política monetaria no convencional:* Según el informe WEO de abril de 2013, estos riesgos afectarían principalmente el mediano plazo (véase más adelante). Pero las declaraciones de la Reserva Federal acerca de la reducción de las compras de activos más adelante en el año provocaron un endurecimiento sorprendentemente pronunciado de las condiciones monetarias en Estados Unidos. Otra sorpresa es el aumento de los rendimientos de los bonos locales en los mercados emergentes, que es aproximadamente el triple del nivel coherente con el escenario de contracción monetaria de Estados Unidos presentado en el informe WEO de abril de 2013. Las actuales proyecciones del informe WEO suponen que el endurecimiento de las condiciones financieras en Estados Unidos y en otras economías de mercados emergentes observado desde mayo fue en gran medida un acontecimiento excepcional, y que la reducción efectiva de las compras de activos solo ocasionará una leve contracción adicional de las condiciones. Sin embargo, la posibilidad de un escenario menos benigno es un riesgo concreto, en la medida en que los flujos de capitales internacio-

nales hayan estado más influenciados por los bajos rendimientos en las economías avanzadas que por la mejora de las perspectivas de crecimiento en las economías de mercados emergentes.

- Un aumento de resultados decepcionantes en los mercados emergentes: El riesgo de que los resultados decepcionen aún más podría combinarse con los riesgos de “repliegue”. Si bien el informe WEO proyecta que los flujos de capitales netos a las economías emergentes seguirán siendo cuantiosos, las autoridades tienen que ser conscientes de los riesgos de una interrupción abrupta y de perturbaciones graves de balanza de pagos. Es posible que la calidad de los activos de renta fija y de los mercados emergentes ya no esté en su nivel máximo, y las posiciones apalancadas que se acumularon durante el período de tasas de política monetaria bajas y fuerte crecimiento en los mercados emergentes podrían ciertamente repliarse más rápidamente de lo previsto. Podrían surgir círculos viciosos entre las nuevas cifras decepcionantes de crecimiento, el debilitamiento de los balances y las condiciones más restrictivas de financiamiento externo, sobre todo en las economías que recurrieron mucho a ese tipo de financiamiento externo para fomentar un crecimiento impulsado por el crédito.
- *Riesgos geopolíticos:* Una pequeña y pasajera perturbación de la producción de petróleo con una escalada del precio del crudo de 10% a 20% de unas pocas semanas de duración solo tendría efectos limitados en el crecimiento mundial, siempre que esté claro desde el comienzo que se trata de una perturbación pasajera (véase la sección especial). En caso contrario, los efectos de la confianza y la incertidumbre también frenarían la actividad. De ser más sustanciales y duraderas, las interrupciones de la producción y las escaladas de precios del petróleo tendrían un mayor impacto en el crecimiento, ya que entrarían en juego otros canales de transmisión de efecto amplificador, entre ellos, la fuga de los inversionistas hacia activos seguros e importantes correcciones en los mercados bursátiles. Las economías de mercados emergentes en las que ya se está observando un repliegue de los inversionistas y débiles fundamentos económicos podrían recibir un duro golpe.

Riesgos a mediano plazo

Los riesgos a mediano plazo examinados en detalles en el informe WEO de abril de 2013 siguen siendo tan pertinentes como entonces y se inclinan a la baja:

- 1) crecimiento muy débil o estancamiento en la zona

del euro; 2) problemas fiscales en Estados Unidos o Japón; en el caso de Japón, en el informe GFSR de octubre de 2013 se analiza específicamente un escenario de riesgo extremo relacionado con una “Abeconomía desordenada”; 3) menos capacidad ociosa en las economías avanzadas o una escalada abrupta de la inflación, y 4) menor producto potencial en las principales economías de mercados emergentes y salidas de capitales.

Un escenario a la baja verosímil

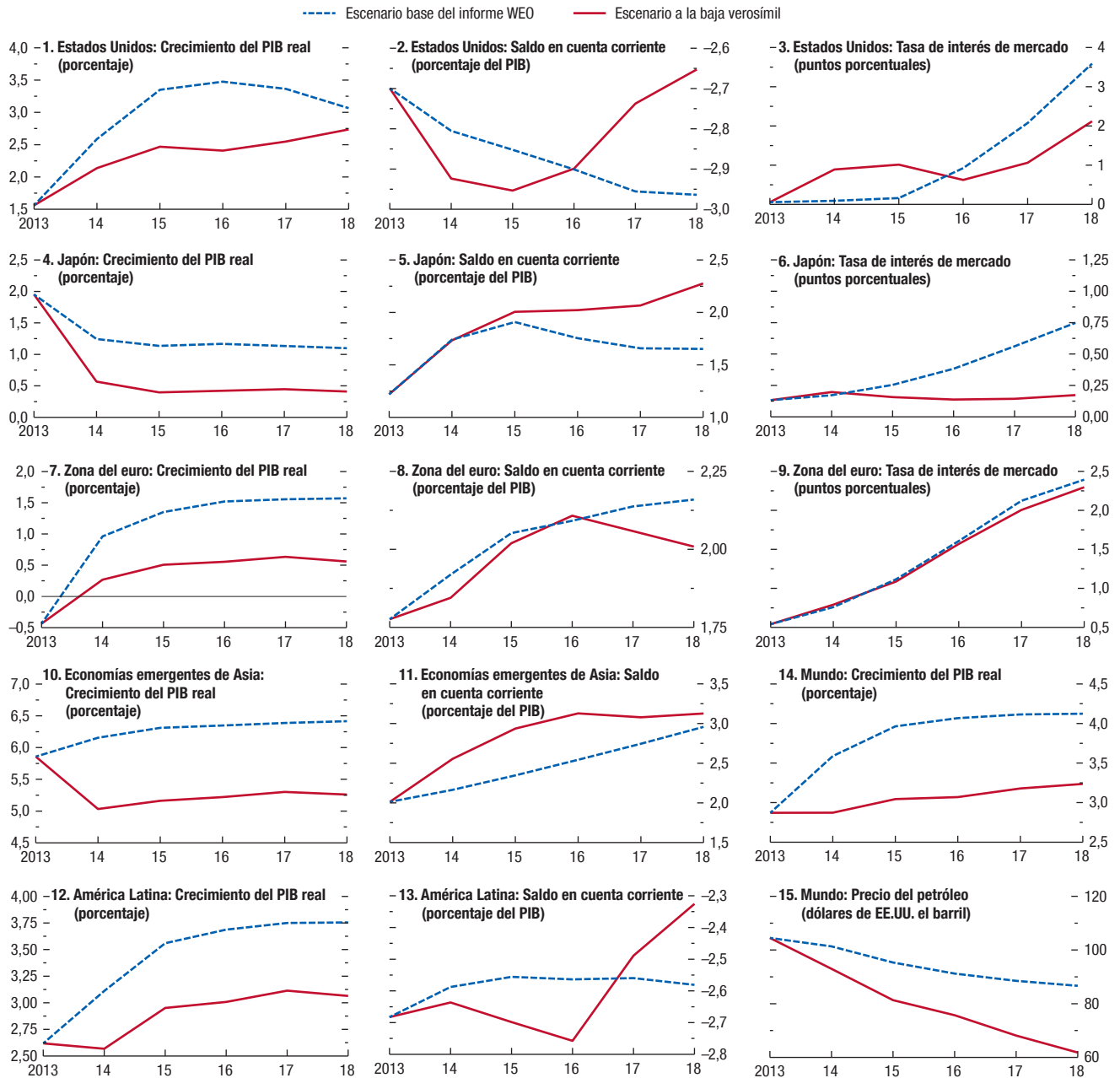
Un escenario probable para la economía mundial consiste en continuos resultados decepcionantes pero plausibles en todas las regiones. Tales resultados podrían ser los siguientes (gráfico 1.17):

- En la zona del euro persiste la debilidad de la inversión y el crecimiento dado que las políticas no logran resolver la fragmentación financiera y no inspiran confianza entre los inversionistas.
- El crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo se debilita aún más, y China experimenta un menor crecimiento a mediano plazo porque la reorientación hacia el crecimiento impulsado por el consumo resulta ser más complicada de lo previsto. Esto da lugar a repercusiones que se transmiten a través del canal del comercio y precios más bajos de las materias primas.
- La implementación de la política en Japón es incompleta. Concretamente, el escenario incorpora deficiencias de las reformas estructurales, expectativas inflacionarias que no logran alcanzar el 2% de forma duradera y, por ende, un mayor ajuste fiscal para contener la relación deuda/PIB y evitar aumentos bruscos de la prima de riesgo de los bonos públicos japoneses.
- Las condiciones financieras en Estados Unidos se tornan más restrictivas de lo supuesto en el pronóstico del informe WEO para el próximo año. Además, la inversión privada no se recupera de la manera pronosticada y, por consiguiente, el crecimiento potencial es más bajo de lo esperado. Las condiciones financieras más restrictivas de lo supuesto en las proyecciones del informe WEO ya están incorporadas en los precios del mercado, y el escenario supone que las tasas de mercado aumentan más cuando la Reserva Federal reduce su programa de compras de activos. Estas condiciones financieras demasiado restrictivas quizá sean difíciles de revertir oportunamente porque el daño a la economía se observa con un retardo, y la reanudación de las compras de activos podría ser difícil desde el punto de vista político.
- Los mercados financieros internacionales experimentan nuevas turbulencias dado que todos estos factores elevan las percepciones de riesgo y, por consiguiente, los rendimientos que exigen los inversionistas. En este escenario a la baja verosímil, el crecimiento mundial sería más bajo, las tasas de interés de política monetaria en las economías avanzadas permanecerían aún más tiempo en el límite de cero y la inflación sería moderada.
- El crecimiento en la zona del euro demoraría varios años en volver a situarse por encima de ½%, ya que la actividad en la periferia apenas si logra salir de la recesión. El superávit en cuenta corriente de la zona del euro sería levemente más pequeño.
- En Japón, el crecimiento volvería a caer por debajo de ½%, y el superávit en cuenta corriente volvería a ampliarse y rebasaría el 2% del PIB. La inflación no alcanzaría el nivel de 2% fijado como meta, y se acumularían los problemas fiscales.
- China registraría un crecimiento de menos de 6% a mediano plazo y un aumento del superávit en cuenta corriente de 2½% a casi 5% del PIB en 2018. En el conjunto de las economías emergentes de Asia, el crecimiento descendería más de 1 punto porcentual en 2014, a menos de 5¼%, y de ahí en adelante se desplazaría lateralmente.
- En América Latina las tasas de crecimiento se reducirían levemente después de 2013, a diferencia de la proyección de base, y posteriormente se recuperarían a solo un poco por encima del 3%. El déficit en cuenta corriente mejoraría poco.
- Estados Unidos crecería aproximadamente 2½% a mediano plazo. A corto plazo, las tasas de interés más altas frenan la actividad, pero a mediano plazo la actividad se recupera porque el crecimiento más bajo induce a las autoridades a mantener inalteradas las tasas por un período más largo que el escenario base. La prosperidad mundial sería mucho menor en este escenario que en el escenario base del informe WEO, y los desafíos en materia de políticas serían más complicados. El número de empleos que se perderían en este escenario, en relación con el escenario base del informe WEO, sería de un poco menos de 20 millones. Las tasas de desempleo en la periferia de la zona del euro permanecerían en máximos sin precedentes por muchos años, y las preocupaciones acerca de la sostenibilidad de la deuda en varias economías volverían al primer plano. Dado que en muchas economías de mercados emergentes el crecimiento no se habría reactivado, sería más difícil atender la demanda de mejores servicios

Gráfico 1.17. Escenario a la baja verosímil

Este ejercicio emplea el modelo de la zona del euro (EUROMOD) para considerar un escenario a la baja verosímil. El escenario se basa en cuatro factores principales. Primero, se supone que el mercado percibe equivocadamente el futuro ritmo de endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos y genera tasas de interés superiores a las del escenario base, particularmente en los primeros años del horizonte del informe WEO, en los que la tasa política monetaria tiene un margen escaso o nulo para relajarse y contrarrestar el efecto. Además, la recuperación de la inversión en Estados Unidos es más moderada que con respecto al escenario base del informe WEO y, por lo tanto, la productividad aumenta más lentamente a lo largo de todo el horizonte del informe WEO. Segundo, resultados macroeconómicos más débiles de lo previsto en la zona del euro, debidos sobre todo a debilitamiento de la inversión y mayores preocupaciones acerca de la sostenibilidad fiscal, provocan aumentos de las primas por riesgo y una contracción fiscal adicional. Este es un proceso constante, con sorpresas continuas en cada año del horizonte del informe WEO y resultados de crecimiento más débiles de lo previsto. Tercero, las economías de mercados emergentes no recuperan sus trayectorias de crecimiento previas a la crisis. En las economías emergentes de Asia, en particular China, el crecimiento más lento obedecería a un

debilitamiento de la inversión y se traduciría en debilitamientos del empleo, los ingresos y el consumo, causados posiblemente por medidas de política para propiciar un crecimiento más sostenible o por perspectivas menos favorables para las exportaciones. En otros mercados emergentes, el crecimiento más lento en la zona del euro y las economías emergentes de Asia y las repercusiones que se transmiten a través de los precios más bajos de las materias primas desacelerarán la inversión y el crecimiento. En general, el menor crecimiento en las economías de mercados emergentes provocará un leve grado de salida de capitales y endurecimiento de las condiciones financieras, lo cual beneficiará marginalmente a Estados Unidos. Por último, en Japón, una implementación deficiente de la estrategia de recuperación de tres frentes hará disminuir el crecimiento. Se hará menos en el frente de las reformas estructurales, y se necesitarán condiciones fiscales aún más restrictivas para ayudar a estabilizar la deuda pública y evitar un aumento brusco de la prima de riesgo, lo cual a su vez complicaría el logro de la nueva meta de inflación. El límite cero de las tasas de interés se torna vinculante en 2014 para Estados Unidos, Japón y la zona del euro. Posteriormente a 2014, se permite un relajamiento de las tasas de interés de política monetaria solo en el grado en que el espacio de las políticas lo permite en el escenario base del informe WEO.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

públicos y redes de protección social. Estas necesidades desatendidas podrían provocar más tensión social en estas economías. En las economías avanzadas, el espacio para la aplicación de políticas monetarias y fiscales sería mucho más restringido. Así, la economía mundial se tornaría más vulnerable a escenarios mucho peores. En Estados Unidos y Japón, por ejemplo, las bajas tasas de crecimiento a la larga podrían suscitar interrogantes acerca de la solidez de la entidad soberana. Desafortunadamente, este es un panorama que probablemente se materializará si las autoridades no toman medidas enérgicas para hacer frente a estas importantes cuestiones.

Desafíos en materia de política

En las principales economías, las dinámicas del crecimiento son cada vez más diferentes y ciertos riesgos a la baja se han tornado más prominentes. Como resultado, están surgiendo nuevos retos en materia de políticas, y los efectos de contagio de dichas políticas pueden ser motivo de mayor preocupación. No obstante, si todas las economías adoptan políticas sólidas para apuntalar sus perspectivas de crecimiento a mediano plazo, es posible lograr una trayectoria de crecimiento mundial más sostenible. Aun con políticas sólidas, la trayectoria del crecimiento no sería mucho más elevada que la del pronóstico del informe WEO. Pero con mejores políticas se ayudaría a evitar el escenario a la baja verosímil o incluso peores resultados, y se sentarían las bases para un crecimiento más vigoroso más allá del horizonte del informe WEO.

La política macroeconómica de Estados Unidos, en un punto de inflexión

Las condiciones apuntan a que la política económica de Estados Unidos dará un giro el próximo año. Las autoridades tienen ante sí dos importantes desafíos en materia de política:

- *Empezar a replugar la política monetaria no convencional:* Este repliegue dependerá de la solidez de la recuperación y de la presión inflacionaria, dos variables que hasta ahora han estado contenidas. Por otro lado, el programa de expansión económica no ha socavado la estabilidad financiera. Los precios inmobiliarios aún están muy por debajo de los niveles máximos alcanzados previamente (gráfico 1.4, panel 5); a muchos agentes económicos todavía les resulta difícil obtener crédito bancario (gráfico 1.4, panel 2); las valoraciones de las acciones se encuentran dentro de los límites históricos (gráfico 1.8, panel 4), y la

inversión interna apenas ha empezado a afianzarse de manera generalizada. Sin embargo, el informe GFSR subraya que conviene vigilar los excesos en algunos mercados financieros y que existen riesgos de que las tasas de interés experimenten una corrección excesiva en respuesta al repliegue, como lo demuestran los acontecimientos recientes. Teniendo en cuenta estos factores, la mejor manera de dar un giro hacia una orientación menos acomodaticia es hacerlo gradualmente y con precaución, y comunicando claramente la estrategia en materia de políticas.

- *Mejorar la política fiscal:* El secuestro del gasto presupuestario ha sido un método drástico e ineficaz para consolidar las finanzas públicas. En adelante, los recortes automáticos tendrán que ser reemplazados por un sólido plan a mediano plazo que incluya una reforma de las prestaciones y los impuestos y medidas de gasto mejor focalizadas. En caso contrario, la relación deuda/PIB, tras disminuir temporalmente de un máximo de 107% en 2014, volverá a aumentar después de 2020.

Las políticas monetaria y fiscal de Estados Unidos probablemente generarán importantes efectos de contagio en el resto del mundo, como se analiza en el capítulo 3. En el informe WEO de abril de 2013 se consideraron tres escenarios para elevar las tasas de interés de Estados Unidos: 1) recuperación de Estados Unidos más rápida de la prevista, que probablemente supondrá una apreciación del dólar de EE.UU.: una ventaja neta para el resto del mundo; 2) mayor inflación en Estados Unidos, que también supondría una apreciación del dólar de EE.UU. pero que entorpecería el crecimiento mundial en la medida en que la política monetaria desacelere la demanda de Estados Unidos, y 3) una revaluación del riesgo soberano de Estados Unidos, que probablemente implicaría una depreciación del dólar de EE.UU., algo negativo para el resto del mundo ya que una mayor aversión al riesgo causa un descenso de la inversión mundial. La evolución más reciente no corresponde a ninguna de estas categorías. Ni el crecimiento de Estados Unidos ni la evolución de la inflación presentaron sorpresas al alza, y tampoco se revisaron al alza las proyecciones del informe WEO o de *Consensus Economics* sobre esas variables. Las tasas de política monetaria se mantuvieron inalteradas y las tasas de interés a largo plazo aumentaron, pero el tipo de cambio efectivo real del dólar de EE.UU. no fluctuó de manera apreciable. Estos hechos pueden interpretarse como una corrección de un previo ajuste excesivo del diferencial por plazos o como un endurecimiento —efectivo o percibido— de la política monetaria

de Estados Unidos. En todo caso, a corto plazo estos son factores negativos para el crecimiento de Estados Unidos y el mundo.

Podrían volver a surgir complicaciones similares que desencadenarían nuevos aumentos de las primas por plazos y por riesgo, no solo en las economías de mercados emergentes sino también en otras economías avanzadas. La razón es que la naturaleza del repliegue de las políticas que se avecina no tiene precedentes, y las posiciones adoptadas por los inversionistas en respuesta al prolongado entorno de bajas tasas de interés pueden haber creado riesgos para la estabilidad financiera. A estas preocupaciones se suma la fragilidad financiera en la zona del euro, así como el deterioro de las perspectivas de crecimiento y de la calidad de los activos en las economías de mercados emergentes. Las mejores políticas y herramientas de comunicación transparentes que están ahora a disposición de la Reserva Federal deberían ayudar a limitar la volatilidad del mercado vinculada al proceso de transición. En cualquier caso, será esencial calibrar cuidadosamente la reorientación de la política monetaria y que el banco central emita comunicaciones claras.

No tomar medidas en materia de política fiscal podría dar lugar a importantes efectos de contagio a escala internacional. Si bien el secuestro del gasto presupuestario tuvo un impacto limitado a escala mundial, no elevar el tope de la deuda podría ser sumamente perjudicial. A mediano plazo, salvo que se reforme el gasto en prestaciones y se reduzcan aún más los déficits, podría producirse una pérdida de confianza en la entidad soberana de Estados Unidos. Según un escenario presentado en el informe WEO de abril de 2013, la revaluación del riesgo soberano de Estados Unidos podría reducir el producto mundial varios puntos porcentuales del PIB. La toma de medidas firmes y anticipadas en materia de política fiscal —en particular la adopción de un plan integral a mediano plazo— ayudaría enormemente a encaminar a las economías de Estados Unidos y del mundo en una trayectoria de crecimiento más sostenible.

La política en la zona del euro en búsqueda de más crecimiento

A las autoridades de la zona del euro ahora les corresponde determinar qué otras medidas pueden tomar para apoyar el crecimiento y al mismo tiempo impulsar el ajuste y las reformas estructurales. La solución depende de los factores que estén frenando a la economía de la zona del euro. Son varias las fuerzas que se deben considerar:

- *Ajuste fiscal:* El ajuste fiscal probablemente ha incidido (véase el informe WEO de octubre de 2012). Sin embargo, el ritmo del ajuste ahora está por disminuir a aproximadamente $\frac{1}{2}\%$ del PIB en 2014. Para la zona del euro en su conjunto esto parece ser adecuado en términos generales; las economías con déficits cuantiosos están contribuyendo más, y el resto, menos, y se está permitiendo que los estabilizadores automáticos operen libremente. Para seguir mejorando la calidad del ajuste fiscal, las autoridades deben ampliar la base impositiva (véase el informe *Monitor Fiscal* de octubre de 2013) y reformar las prestaciones. En este último aspecto se han logrado algunos avances, pero estos son pequeños ante los desafíos planteados por el envejecimiento de la población y las pérdidas de ingresos provocadas por la Gran Recesión.
- *Un sistema financiero débil y fragmentado:* Los bancos continúan deshaciéndose de activos para reducir su apalancamiento. Las encuestas de bancos indican que la preocupación predominante es el débil entorno económico, y no las dificultades de financiamiento o las deficiencias de capital. Sin embargo, pese a avances significativos, las relaciones valor de mercado/valor contable de muchos bancos indican que sus reservas de capital aún no son lo bastante sólidas para sustentar una sustancial toma de riesgos. La evaluación de balances que realizará el BCE en 2014 es una oportunidad crucial para consolidar las bases del sistema. No obstante, si el ejercicio no es creíble y si no se dispone de un apoyo común para el capital —como por ejemplo mediante el Mecanismo Europeo de Estabilidad—, el examen podría ser contraproducente. Mientras tanto, el BCE podría mitigar la fragmentación financiera y así detener el deterioro de los balances en la periferia con crédito focalizado y apoyo a la liquidez (por ejemplo, operaciones de financiamiento a largo plazo para pequeñas y medianas empresas), recortes menos onerosos de las garantías o compras de activos privados.
- *Altos niveles de deuda privada, incertidumbre y confianza deprimida:* Los niveles sin precedentes de desempleo, la depresión de los ingresos disponibles y la riqueza y el alto grado de endeudamiento en algunos países han pesado sobre el comportamiento de los hogares, y la recuperación del consumo privado tenderá a ser muy lenta. Mientras tanto, la incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento sigue incidiendo en las decisiones de inversión de las empresas. Otra preocupación específica, desta-

cada en el informe GFSR de octubre de 2013, es el sobreendeudamiento de las empresas en la periferia que está interactuando con los balances de los bancos vulnerables. Para apuntalar la confianza, las autoridades tendrán que demostrar su capacidad para actuar en diversos frentes. El fortalecimiento de la unión monetaria a través de una sólida unión bancaria será crítico, y deberá incluir marcos únicos de supervisión y resolución, con un mecanismo común de apoyo fiscal para proporcionar asistencia de emergencia. A nivel nacional, se necesitan planes claros de reforma fiscal y estructural a mediano plazo, junto con medidas más predecibles. Por otro lado, se precisan reformas judiciales y otras medidas para acelerar los procesos de resolución de deudas incobrables en algunos países.

- *Política monetaria:* Tras descontar el efecto de los cambios tributarios y las fluctuaciones de precios de las materias primas, la inflación se ha situado por debajo del objetivo del BCE a mediano plazo de un poco menos de 2%, y se proyecta que permanecerá alrededor de 1½% a lo largo del horizonte del pronóstico (gráfico 1.6, paneles 2 y 3). Por lo tanto, el BCE debería considerar un apoyo monetario adicional, mediante tasas de política monetaria más bajas, orientaciones a futuro sobre las tasas (entre ellas, las operaciones de refinanciamiento a largo plazo con tasas fijas), tasas pasivas negativas u otras medidas de política no convencionales.

Dado que estos factores se refuerzan mutuamente, una respuesta enérgica en todos los frentes ofrece la mejor ruta para avanzar. Es necesario apoyar dicha respuesta con reformas integrales en los mercados laborales, financieros y de productos y servicios, tal como se recomendó en el informe de la Consulta del Artículo IV del FMI de la zona del euro correspondiente a 2013. Sin una respuesta integral de políticas, la situación fácilmente podría deteriorarse más que en el escenario a la baja verosímil expuesto en este capítulo. En el informe WEO de abril de 2013 se explica que, si no se logra crear una unión bancaria y reparar los sistemas financieros de la región, el resultado podría ser un estancamiento a largo plazo en la zona del euro, incluidos años de recesión en la periferia y efectos de contagio negativos en el resto del mundo.

Sustentar la recuperación en Japón

Un ambicioso relajamiento monetario y nuevas medidas de gasto fiscal para apoyar el crecimiento y combatir la deflación han estimulado el crecimiento (recuadro

1.4). Ahora se pronostica que el producto será aproximadamente 1% más alto en 2013–14 en relación con la proyección de base previa al programa de “Abeconomía”. Alrededor de la mitad de la depreciación efectiva real del yen de 20% desde finales de 2012 es atribuible al relajamiento monetario este año. En el resto del mundo, el relajamiento monetario tendrá consecuencias ligeramente negativas para el crecimiento. Si se implementan reformas estructurales y fiscales de carácter integral, un mayor crecimiento en Japón y las condiciones mundiales de financiamiento más favorables derivadas de las reformas fiscales podrían, con el tiempo, compensar con creces este impacto negativo en los socios comerciales.

Sin embargo, las autoridades aún tienen mucho por hacer. Las expectativas de inflación a largo plazo siguen siendo muy inferiores a 2% (gráfico 1.6, panel 2), y la pregunta ahora es qué es necesario hacer para que estas expectativas mejoren, teniendo en cuenta que la inflación no es muy sensible a la actividad. Además, dados los riesgos externos y las perspectivas de una importante contracción fiscal en 2014, es más probable que la actividad decepcione a que supere las proyecciones. Si las expectativas no mejoran en el transcurso de 2014, el cumplimiento de la meta de 2% fijada por el Banco de Japón se tornará cada vez más improbable, y por lo tanto esta meta, aún más difícil de alcanzar. Estos factores tienen implicaciones importantes para las políticas. En primer lugar, el Banco de Japón necesita tener un plan alternativo en caso de que las expectativas de inflación resulten ser más rígidas de lo previsto; este plan quizá deba incluir una ampliación de las compras de activos o un ajuste de su composición y una aclaración de los planes del Banco para elevar las expectativas. En segundo lugar, dado que la relación deuda bruta/PIB está aproximándose a 250%, resulta imperioso aumentar el impuesto al consumo, y el gobierno tiene que especificar urgentemente un plan sólido con medidas específicas para la consolidación fiscal a mediano plazo y la reforma de las prestaciones. La decisión recientemente anunciada de ejecutar la primera etapa de elevar el impuesto al consumo a 8% en abril de 2014 es un buen avance. El estímulo adicional planificado para 2014 con el fin de mitigar el efecto de esta medida en el crecimiento significa que es esencial formular medidas concretas y creíbles para consolidar las finanzas públicas a mediano plazo tan pronto como sea posible. Sin un plan de ese tipo, los ya elevados factores de vulnerabilidad fiscal podrían agravarse más. En tercer lugar, el gobierno tiene que preparar y disparar la “tercera flecha”

del programa de Abeconomía, es decir, las reformas estructurales para elevar el crecimiento potencial. El logro de resultados en todos estos frentes es vital para el éxito sostenido de las medidas recientes. De no obtenerse los resultados deseados, Japón podría entrar en la trayectoria del escenario a la baja verosímil o incluso algo peor. Como se observó en el informe WEO de abril de 2013, si se materializan los riesgos fiscales, el producto caerá muy por debajo de la proyección de base a mediano plazo previa al programa de Abeconomía.

Gestionar la transición a un crecimiento impulsado por el consumo privado en China

El crecimiento en China ha registrado en una trayectoria de desaceleración. La actividad ha estado respaldada por una enorme expansión de la inversión alimentada por el crédito; en 2012 la inversión se aproximó al 50% del PIB y el crédito alcanzó casi el 200%. Si bien esta expansión propició una profundización financiera y brindó un impulso oportuno al crecimiento mundial después de la Gran Recesión, las autoridades ahora se muestran reacias a seguir estimulando la economía dados los riesgos de ineficiencia, deterioro de la calidad de los activos e inestabilidad financiera. El gasto extra-presupuestario por parte de los gobiernos locales también ha creado pasivos fiscales contingentes, con lo cual ahora se estima que el déficit fiscal aumentado es de 10% del PIB. Además, los desequilibrios entre el consumo y la inversión privados se han intensificado, aun cuando los desequilibrios externos se han reducido. La toma de medidas decisivas para contener estos desequilibrios puede implicar un crecimiento a mediano plazo menor que el alcanzado por China en décadas recientes, pero es un sacrificio que vale la pena, ya que probablemente traiga consigo niveles de vida permanentemente más altos que si se prolongara la situación actual.

Un crecimiento más moderado en China afectaría al resto del mundo a través de una menor demanda de importaciones y precios más bajos de las materias primas, pero el efecto neto debería ser positivo si se adoptan las políticas adecuadas. En primer lugar, dado que China representa solo un 8% del consumo mundial, los efectos de contagio negativos no serían imposibles de gestionar. En segundo lugar, la adopción de mejores políticas y un crecimiento más equilibrado reducen drásticamente el riesgo de un aterrizaje brusco. Por ejemplo, el *Informe sobre efectos de contagio* del FMI de 2013 destaca que si no se reequilibra el crecimiento, el resultado probable sería una desaceleración brusca y

prolongada del crecimiento, cuyo contagio podría dar lugar a una reducción del PIB mundial de alrededor de 1,5%.

La prioridad clave consiste en guiar una transición fluida hacia un crecimiento sostenible basado en el consumo privado. Para lograr esa transición será necesario liberalizar las tasas de interés a fin de permitir una valoración eficaz del riesgo; adoptar un marco de política monetaria más transparente y basado en las tasas de interés; flexibilizar el régimen cambiario; emprender reformas para mejorar la gestión de gobierno y la calidad del crecimiento, y reforzar la regulación y supervisión del sector financiero. Pese a estar reduciéndose, el espacio de la política fiscal aún es adecuado para mantener el gasto social y prioritario y para hacer frente a contingencias negativas. No obstante, el gobierno debería restringir los programas cuasifiscales.

Guiar a las economías de mercados emergentes y en desarrollo hacia aterrizajes suaves

Tras un período de rápido crecimiento de la demanda y el crédito internos, las economías de mercados emergentes y en desarrollo tienen que abordar dos nuevos desafíos.

- *Condiciones de financiamiento externo más restrictivas y menores entradas de capitales a lo largo del horizonte del informe WEO:* Esto ocurrirá junto con el afianzamiento de la recuperación en las economías avanzadas y la normalización de la política monetaria de Estados Unidos. Además, existe el riesgo de nuevos episodios de volatilidad de flujos de capitales y, en algunas economías, de fuertes perturbaciones en la balanza de pagos.
- *Cierta desaceleración del crecimiento potencial y un descenso con respecto a los máximos cíclicos:* Por lo tanto, las brechas del producto negativas son pequeñas en la mayoría de las economías de América Latina, Asia y Europa.

Como se señaló, se prevé que las condiciones financieras más restrictivas tendrán un efecto neto negativo en la actividad a corto plazo en la mayoría de las economías, pese al reciente debilitamiento de las monedas. Para determinar la respuesta de política adecuada, las tres preguntas clave son si se debe utilizar al margen de maniobra de la política económica para estabilizar la actividad, y, si se lo utiliza, mediante qué políticas; si se debe combatir la reciente depreciación de la moneda, y cómo gestionar los riesgos derivados de las nuevas salidas de capitales. En general, las respuestas de política

deben incluir la depreciación del tipo de cambio para suavizar la actividad, medidas para salvaguardar la estabilidad financiera y reformas estructurales para promover el crecimiento. Dentro de este amplio panorama, la combinación adecuada de políticas y el ritmo del ajuste variarán según la economía de acuerdo con las diferencias en las brechas del producto y la presión inflacionaria, la credibilidad del banco central, el margen de maniobra de la política fiscal y la naturaleza de los factores de vulnerabilidad.

Depreciación del tipo de cambio: Se debe permitir que los tipos de cambio se deprecien en respuesta a cambios en los fundamentos económicos, pero las autoridades deben tomar precauciones contra los ajustes desordenados. Las desaceleraciones tanto estructurales como cíclicas de la actividad exigen una depreciación del tipo de cambio real, si las demás condiciones no varían. Esta medida ayudaría también a corregir los déficits en cuenta corriente en unas pocas de las principales economías de mercados emergentes cuyos déficits son más cuantiosos de lo que resulta compatible con los fundamentos económicos y las políticas recomendadas (Brasil, Indonesia, Turquía, Sudáfrica).

Suministro de liquidez e intervención en el mercado cambiario: Esto quizá sea necesario para preservar el orden en situaciones en que flujos muy rápidos provocan perturbaciones en el mercado financiero. Los riesgos de condiciones desordenadas en los mercados de divisas tienden a ser menos graves para las economías que cuentan con marcos de política firmes, mercados financieros profundos, balances sólidos y un grado limitado de inversiones de cartera de no residentes. Si bien una cierta intervención para moderar la actual volatilidad del mercado puede ser aconsejable en los países que tienen reservas adecuadas, dicha intervención no debe impedir el ajuste externo subyacente en los casos de economías cuyos déficits externos superan los niveles compatibles con los fundamentos económicos y las políticas recomendadas. En las economías con paridades fijas, la reducción de las reservas es la respuesta natural. Sin embargo, aun en esos casos, la medida debe servir para suavizar los ajustes necesarios, no para postergarlos.

Política monetaria: El debilitamiento cíclico de la actividad exige, en principio, el relajamiento de las políticas monetarias, o, en las economías en las que las tasas de interés reales aún están en niveles bajos, un endurecimiento menor de lo previamente planificado. Pero las respuestas deberán tener en cuenta las presiones inflacionarias y la credibilidad de la política. En varias economías, entre ellas Brasil, India e Indonesia, bien

podría ser necesario un mayor ajuste para abordar la constante presión inflacionaria derivada de las limitaciones de la capacidad, que probablemente se verá potenciada por la reciente depreciación de la moneda.

Políticas prudenciales: Una fuerte depreciación del tipo de cambio podría provocar un aumento del riesgo de solvencia, en especial para las empresas en los sectores de bienes no transables, que no disponen de la cobertura cambiaria natural que ofrecen las ventas de exportaciones. Se precisan firmes esfuerzos de política en materia de regulación y supervisión para cerciorarse de que los bancos aborden los problemas de calidad y rentabilidad de los préstamos, derivados ya sea de efectos heredados resultantes del rápido crecimiento del crédito ocurrido recientemente en un contexto de crecimiento potencial más bajo, o de los menores flujos de capitales.

Política fiscal: Las autoridades, en general, deberían permitir que los estabilizadores automáticos actúen con libertad, pero deben abstenerse de proporcionar estímulos, salvo cuando exista la amenaza de una desaceleración de gran alcance. En muchas economías de mercados emergentes se prevé que el crecimiento seguirá siendo bastante vigoroso en relación con los niveles históricos. Al mismo tiempo, el margen de maniobra de la política fiscal se ha reducido en términos generales. Los déficits fiscales permanecen sustancialmente por encima de los niveles previos a la crisis (gráfico 1.5, panel 2). Por otro lado, si bien los coeficientes de deuda pública en su mayoría se han estabilizado en niveles relativamente bajos, ahora se proyecta que las dinámicas de la deuda se tornarán menos favorables, dado que los rendimientos reales de los bonos públicos ya se sitúan unos 100 puntos básicos por encima de lo previsto en el informe WEO de abril. En este contexto, existe ahora una necesidad generalizada de que las autoridades recompongan el espacio fiscal en las economías de mercados emergentes. Como se examina en el informe *Monitor Fiscal* de octubre de 2013, la urgencia de tomar medidas varía entre las economías: en unas pocas economías en las que la deuda pública ya es elevada se aconseja tomar medidas firmes pronto (Brasil, Egipto, Hungría, India, Jordania, Polonia, Malasia). En algunas economías, los mayores riesgos contingentes para los presupuestos y la deuda pública derivados de aumentos considerables de la actividad cuasifiscal y de los déficits reafirman la necesidad de reconstruir el espacio fiscal (Brasil, China, Venezuela).

Reformas estructurales: Las reformas estructurales para potenciar el aumento de la productividad son una prioridad general, en vista del diagnóstico de desaceleración del crecimiento. Esto último es en parte conse-

cuencia de los logros recientes de muchas economías de mercados emergentes. En primer lugar, a diferencia de las grandes economías avanzadas, muchas de estas economías han estado operando casi a plena capacidad. En segundo lugar, sus ingresos han estado convergiendo hacia los niveles de ingresos de las economías avanzadas, y a medida que se cierra esta brecha, el crecimiento en las economías de mercados emergentes a la larga tiende a disminuir. Aun así, existe por un lado la necesidad de que los ingresos sigan igualándose (“convergencia”) y por el otro el riesgo de que algunas de las restricciones de la capacidad puedan crear una trampa del ingreso medio, en la que los aumentos de los salarios relativos a la larga reducen la competitividad de estas economías y, por ende, estancan el crecimiento. Muchas economías de mercados emergentes tienen que centrar su atención en reforzar la productividad de los servicios internos y otros sectores de bienes no transables, que no han avanzado tanto como los sectores de bienes transables, y en mejorar sus regímenes de inversión.

Muchas *economías de bajo ingreso* lograron mantener un crecimiento vigoroso durante la débil recuperación mundial. Las políticas estructurales que buscan fomentar un entorno empresarial y regímenes de inversión más favorables han contribuido sustancialmente a este resultado, al igual que las políticas macroeconómicas más sólidas. Con el descenso de los precios de las materias primas y el aumento de los costos del financiamiento extranjero, el entorno externo se ha tornado menos favorable para estos países (véase la sección especial). Ante estos cambios adversos, será importante modificar oportunamente las políticas fiscales; en caso contrario, la deuda externa podría volver a acumularse, como sucedió en otros episodios.

Reequilibrar la demanda mundial

¿Cuáles son los beneficios potenciales derivados de políticas más sólidas? Las simulaciones de políticas indican que a lo largo del horizonte del informe WEO, el principal beneficio será un crecimiento más equilibrado y sostenido, pero no necesariamente mayor. Un escenario al alza examina los efectos de la adopción de políticas más firmes. El escenario es básicamente el mismo que el del *Informe sobre efectos de contagio* de

2013, salvo que también considera la aplicación de políticas más sólidas en otras economías de mercados emergentes, como se indica a continuación:

- A corto plazo, medidas temporales en Estados Unidos (fiscales) y en el Reino Unido (fiscales y monetarias) ayudan a apoyar la demanda. Además, las autoridades europeas adoptan medidas para reducir la fragmentación financiera e implementar una unión bancaria. Estas medidas reducen el costo de financiamiento para los sectores público y privado y estimulan la inversión.
- A mediano plazo, las modificaciones de la política fiscal elevan el ahorro público en Estados Unidos, India, Japón, Rusia y Sudáfrica. Las reformas tributarias en India incrementan los incentivos para el trabajo y la inversión. Además, un aumento de la inversión pública en infraestructura en Sudáfrica estimula la inversión privada; una mayor eficiencia del gasto público en Rusia permite un aumento de la inversión en infraestructura, y las reformas de las pensiones en Brasil y Rusia fomentan el ahorro y la inversión. Las reformas fiscales y financieras en China reducen el ahorro público y privado y ayudan a desviar la demanda de la inversión hacia el consumo privado. Por último, se emprenden reformas estructurales en Brasil, India, Japón, el Reino Unido, Rusia, Sudáfrica y la zona del euro que incentivan la productividad y la oferta de mano de obra.

A nivel mundial, estas reformas tienen un impacto reducido en el crecimiento porque el crecimiento superior al de base que se registra a corto plazo en las economías avanzadas y en América Latina en general se ve neutralizado por el menor crecimiento en las economías emergentes de Asia, principalmente China, debido al reequilibrio. A mediano plazo, el crecimiento en China y las economías emergentes de Asia retorna al nivel de base, pero los efectos se ven contrarrestados por un crecimiento inferior al del pronóstico de base en Estados Unidos y Japón debido al ajuste fiscal (gráfico 1.18).

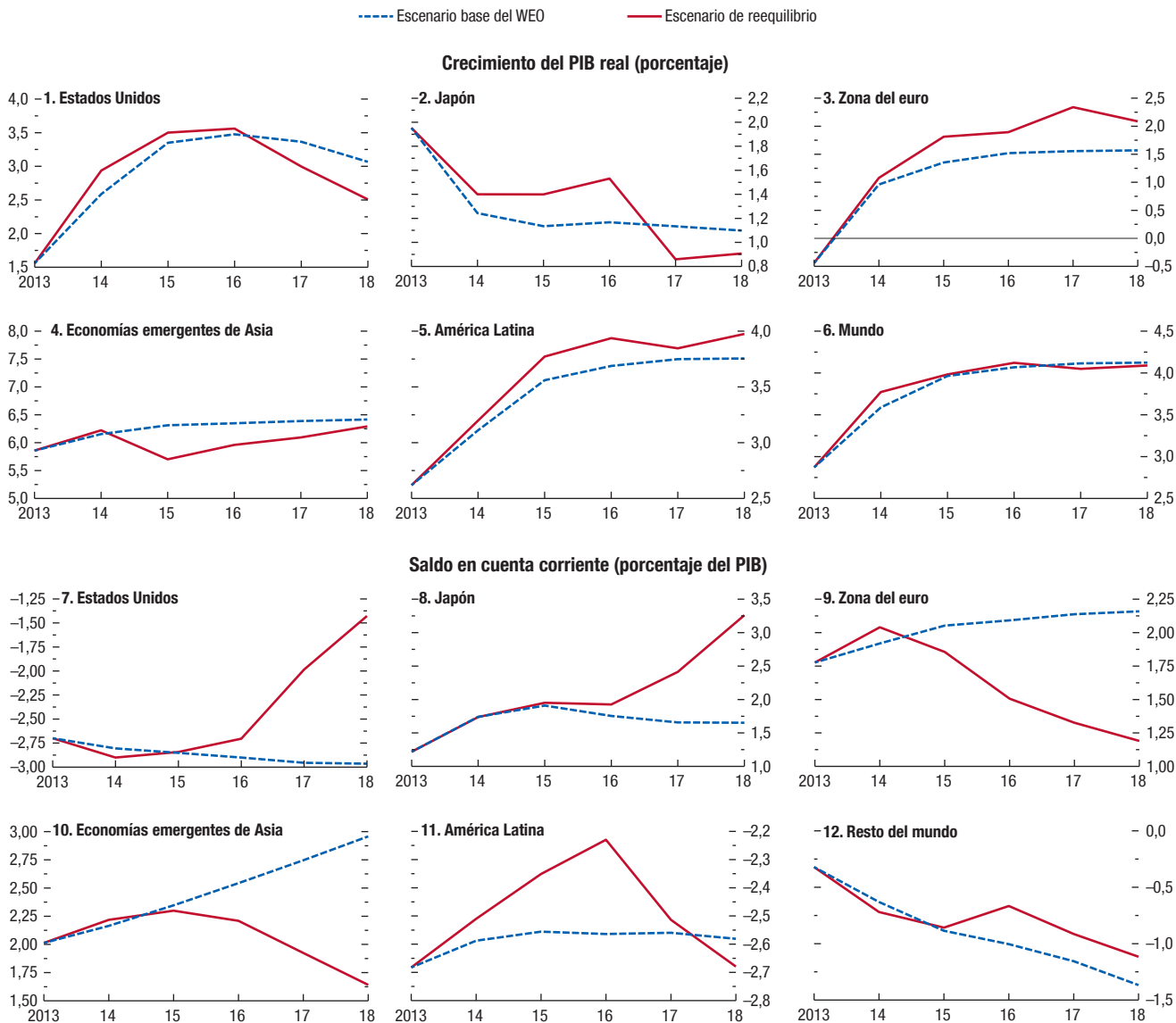
Estas medidas de política tienen un impacto insignificante en el crecimiento mundial a lo largo del horizonte del informe WEO, pero sí reducen los desequilibrios externos. Esto, por su parte, crearía un entorno mundial más seguro y ayudaría a sentar las bases para un crecimiento más sostenido y vigoroso a largo plazo.

Gráfico 1.18. Escenario de reequilibrio

Este escenario utiliza el modelo de la zona del euro (EUROMOD) y el modelo del G-20 (G20MOD) para examinar las implicaciones mundiales de que las principales economías avanzadas y de mercados emergentes adopten políticas orientadas a reforzar sus fundamentos económicos a mediano plazo mientras en algunos casos toman al mismo tiempo medidas para promover el crecimiento a corto plazo. En un plazo cercano, medidas de estímulo en Estados Unidos (fiscal) y en el Reino Unido (fiscal y monetario) ayudan a apoyar la demanda. Además, medidas del BCE para reducir la fragmentación fiscal y adoptar una unión bancaria reducen el costo de financiamiento para los sectores público y privado, proporcionando un apoyo adicional a corto plazo a la actividad. A mediano plazo, Estados Unidos, India, Japón, Rusia y Sudáfrica experimentan aumentos del ahorro público, mientras que una reforma tributaria en India incrementa los incentivos para el trabajo y la inversión. Además, una mayor inversión en infraestructura en Sudáfrica estimula la inversión privada, y en Rusia el aumento de la eficiencia del gasto público permite incrementar la inversión en infraestructura y las reformas de las pensiones estimulan aún más la oferta de mano de obra.

Reformas financieras y fiscales en China reducen el ahorro público y privado y ayudan a reequilibrar la demanda de la inversión hacia el consumo. En Brasil, India, Japón, el Reino Unido, Sudáfrica y la zona del euro se emprenden reformas estructurales que elevan la productividad y la oferta de mano de obra y estimulan la inversión.

A nivel mundial, estas reformas inciden poco en el crecimiento ya que el crecimiento superior al del escenario base en las economías avanzadas y en América Latina a corto plazo se ve en general contrarrestado por un menor crecimiento en las economías emergentes de Asia, principalmente China. A mediano plazo, un retorno al crecimiento del escenario base en China y en las economías emergentes de Asia se ve neutralizado por un crecimiento inferior al del escenario base en Estados Unidos y Japón. Estas medidas de política inciden de manera insignificante en el crecimiento mundial a lo largo del horizonte del informe WEO, pero reducen notablemente los desequilibrios externos y sientan las bases para un crecimiento fuerte y equilibrado a largo plazo.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: BCE = Banco Central Europeo.

Sección especial: Análisis de los mercados de materias primas

El efecto de la desaceleración del crecimiento en los mercados emergentes se está sintiendo en los precios de las materias primas, en especial los metales. En la primera parte de esta sección especial se analizan los probables impactos de primera ronda de esa desaceleración en las balanzas comerciales y los desafíos a corto plazo que representa una trayectoria de crecimiento más equilibrada y sostenible de China para los países exportadores de metales y de energía. Esta primera parte concluye con una perspectiva de precios y riesgos. En la segunda parte se analiza el impacto del auge energético de Estados Unidos. Aunque el auge trastornó la relación entre algunos precios de la energía, el impacto sobre el producto y la cuenta corriente de Estados Unidos será moderado.

Evolución reciente e impacto de la desaceleración de los mercados emergentes

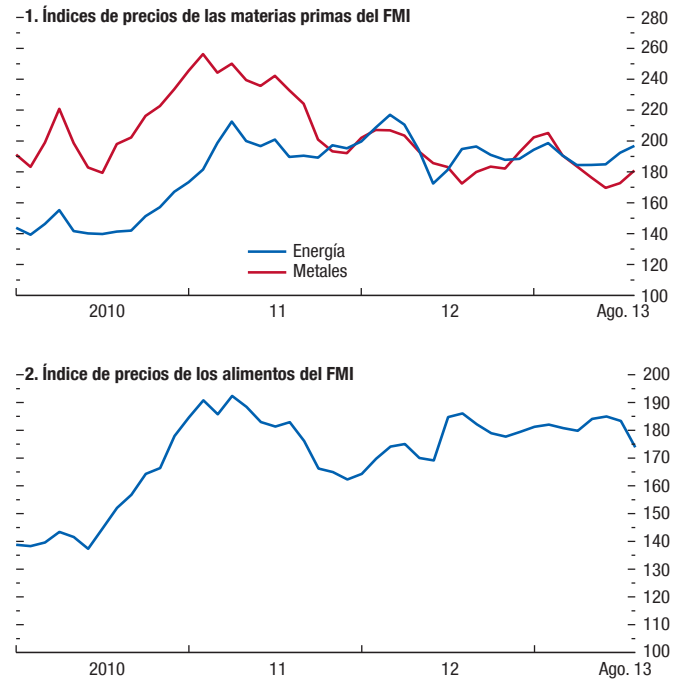
Los precios de los metales y los alimentos disminuyeron, mientras que hubo un leve aumento de los precios de la energía. El índice de precios de las materias primas del FMI no registra cambios desde marzo de 2013: el descenso de los precios de los metales y los alimentos fue contrarrestado por aumentos moderados de los precios de la energía (gráfico 1.SE.1)¹.

El marcado descenso de los precios de los metales se debe en gran medida al aumento continuo del suministro de las minas de metales en los últimos años y a algunos indicios de desaceleración del sector inmobiliario chino. El crecimiento de la demanda de petróleo se desaceleró, en especial en China, India y Oriente Medio. Mientras que los precios del carbón y el gas natural bajaron, los precios del petróleo de entrega inmediata se mantuvieron por encima del nivel de US\$105 el barril, a causa de las diversas interrupciones de la oferta y el resurgimiento de tensiones geopolíticas en Oriente Medio y Norte de África. Además, la nueva infraestructura de oleoductos de Estados Unidos permitió que el excedente de crudo en

Los autores de esta sección especial son Rabah Arezki, Samya Beidas-Strom, Prakash Loungani, Akito Matsumoto, Marina Rousset y Shane Streifel, con contribuciones de Daniel Ahn (profesor invitado) y asistencia de investigación de Hites Ahir, Shuda Li y Daniel Rivera Greenwood. Los resultados de simulación, basados en el Modelo Económico Mundial del FMI, fueron suministrados por Keiko Honjo, Ben Hunt, René Lalonde y Dirk Muir.

¹Los cambios recientes se describen con más detalle en el informe mensual *Commodity Market Monthly* del FMI: www.imf.org/external/np/res/commmod/pdf/monthly/092013.pdf.

Gráfico 1.SE.1. Índices de precios de las materias primas del FMI (2005 = 100)



Fuente: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios.

la región central llegara a las refinerías de la costa y que aumentarían los precios del crudo de Estados Unidos². Los altos precios del petróleo crudo contribuyeron a mantener los precios de los alimentos en niveles relativamente altos, dado que la energía es un componente importante del costo (Baffes y Dennis, 2013). A pesar de la desaceleración del crecimiento, la demanda de alimentos se mantuvo en niveles elevados en China, y el país depende especialmente de los mercados mundiales de semillas oleaginosas: las importaciones representaron casi el 60% del consumo total de semillas oleaginosas en 2013³.

²En Beidas-Strom y Pescatori (2013) se ofrecen datos empíricos basados en vectores autorregresivos acerca de la importancia relativa de la demanda, la oferta y las fuerzas especulativas (incluida la demanda preventiva) como factores que determinan el precio del petróleo.

³A fin de garantizar las importaciones de oleaginosas en el futuro, China ofreció préstamos a Argentina para mejorar la infraestructura ferroviaria, y aprobó importaciones de variedades genéticamente modificadas de maíz y de soja provenientes de Brasil y Argentina. Asimismo, para satisfacer la demanda de oleaginosas de China, los países productores podrían reasignar tierras y recursos de otras plantaciones, lo que contribuiría a la escasez en los mercados de granos.

Gráfico 1.SE.2. Precios de las materias primas y actividad económica en mercados emergentes



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

La desaceleración de la actividad económica de los mercados emergentes es un factor importante que explica la disminución de los precios de las materias primas (FMI, 2011; y Roache, 2012). La correlación entre el aumento de los precios de las materias primas y el crecimiento de la actividad macroeconómica en los mercados emergentes es muy alta: la correlación entre los primeros componentes principales de ambos factores es de 0,8. Además, la disminución del crecimiento económico produce caídas sustanciales en el aumento de los precios de las materias primas, que duran varios meses (gráfico 1.SE.2)⁴.

⁴El análisis de componentes principales extrae los factores clave que explican la mayor parte de la varianza de las variables observadas. La correlación y la función impulso-respuesta corresponden a datos mensuales que van desde el año 2000 hasta la actualidad y utilizan el primer componente principal. La actividad macroeconómica se mide utilizando índices de producción industrial, índices de encuestas de gerentes de compras y rentabilidades del capital como variables representativas de la actividad económica mundial, la apreciación subjetiva de la economía y el desempeño del mercado de activos, respectivamente. Cabe señalar que la función impulso-respuesta que se muestra corresponde a la tasa de crecimiento de los precios de las materias primas, que indica una continua disminución del nivel de precios de las materias primas.

Las disminuciones de los precios de las materias primas pueden tener efectos importantes y dispares entre regiones y dentro de cada región en términos de la balanza comercial. Los efectos directos estimados (de primera ronda) sobre la balanza comercial, correspondientes a las caídas de precios de las materias primas de la magnitud registrada en los últimos seis meses, pueden ser importantes en el caso de algunas regiones⁵. Como se observa en el cuadro 1.SE.1, una caída del 30% en los precios de los metales y una del 10% en los precios de la energía generaría, en términos aproximados, un deterioro en las balanzas de Oriente Medio, las economías de la Comunidad de Estados Independientes, América Latina y África, compensado por mejoras en las balanzas de Asia y Europa. Dentro de las regiones, los efectos son heterogéneos: por ejemplo, en África, las Américas y Oriente Medio (gráfico 1.SE.3)⁶.

Una trayectoria de crecimiento más equilibrada y sostenible en China a mediano y largo plazo podría significar una demanda de materias primas menos volátil pero aun así vigorosa (Ahuja y Myrvoda, 2012; Ahuja y Nabar, 2012; y FMI, 2012a). Sin embargo, a corto plazo, a medida que la demanda se aleja de un crecimiento basado en consumo de materiales, algunos países exportadores de materias primas podrían verse en una situación vulnerable. Resultan especialmente preocupantes los efectos de contagio de un reequilibramiento de la demanda de China, dado que una parte sustancial de la desaceleración podría corresponder al crecimiento potencial.

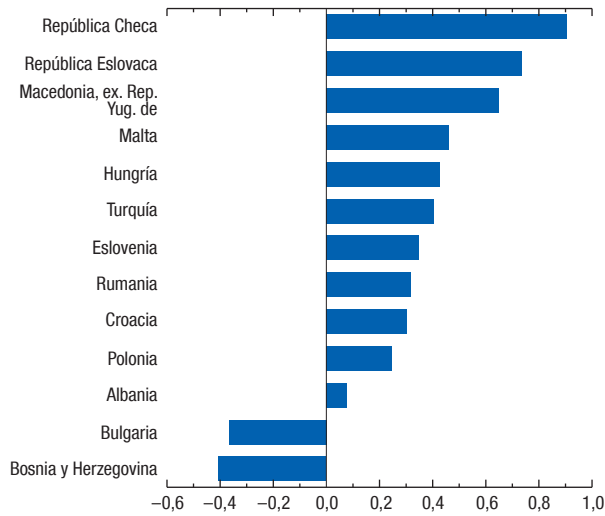
En el gráfico 1.SE.4 se reproducen estimaciones aproximadas de los efectos que se registrarían si el crecimiento de China pasara del promedio del 10% de la década anterior a uno del 7½% en la próxima década. Las cifras del gráfico representan las disminuciones en los ingresos netos (como porcentaje del PIB ajustado por la paridad del poder adquisitivo) que registrarían diversos exportadores de materias primas debido a una

⁵Las estimaciones se derivan a partir de un análisis de equilibrio parcial en el que las variaciones de la balanza comercial registradas en 2013 y 2014 se calculan en función de dos escenarios: el escenario base de abril de 2013, y otro escenario que supone disminuciones de 10% en el precio de la energía y de 30% en el precio de los metales. Las cifras del cuadro 1.SE.1 y el gráfico 1.SE.4 representan la diferencia entre los dos escenarios. Así, las estimaciones muestran el efecto que tendría sobre la balanza comercial una disminución de precios de las materias primas, comparado con los precios de base del informe WEO de abril.

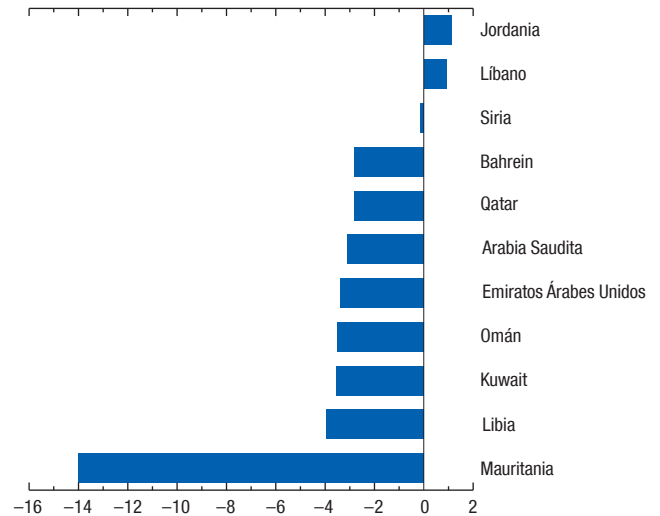
⁶Estas estimaciones son ilustrativas y están sujetas a salvedades (por ejemplo, usando datos de 2012 o 2013, el deterioro de la balanza comercial de Chile está más cerca de 3%–4%).

Gráfico 1.SE.3. Impacto de la caída de precios de la energía y los metales en la balanza comercial
(Porcentaje del PIB de 2009)

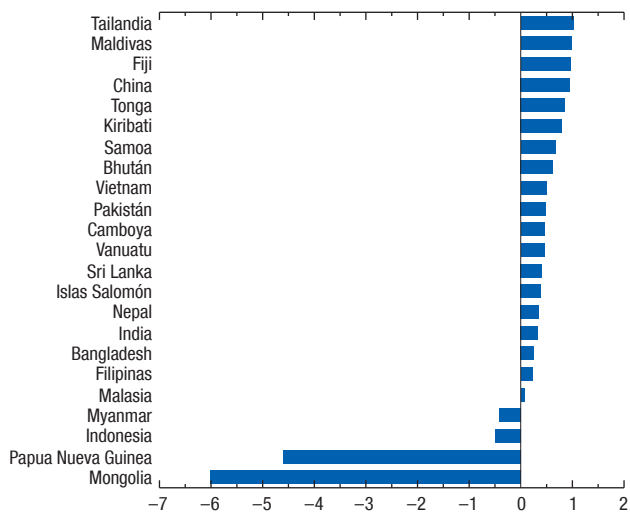
1. Economías emergentes de Europa



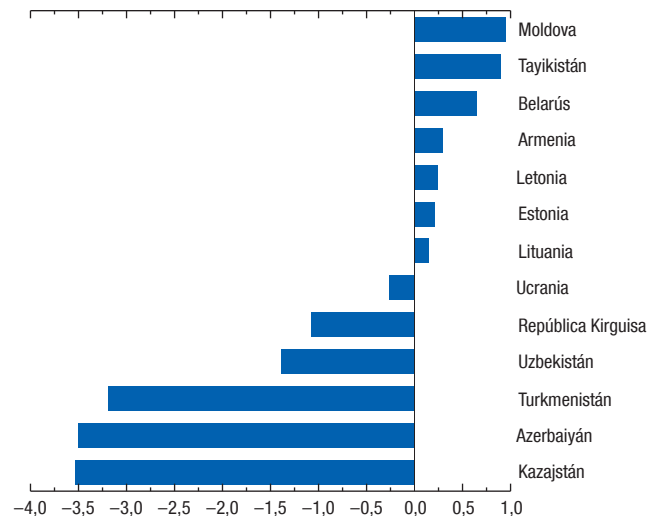
2. Oriente Medio



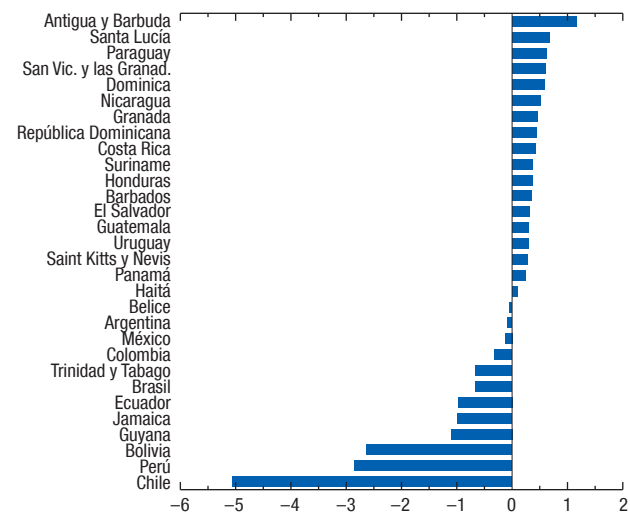
3. Asia



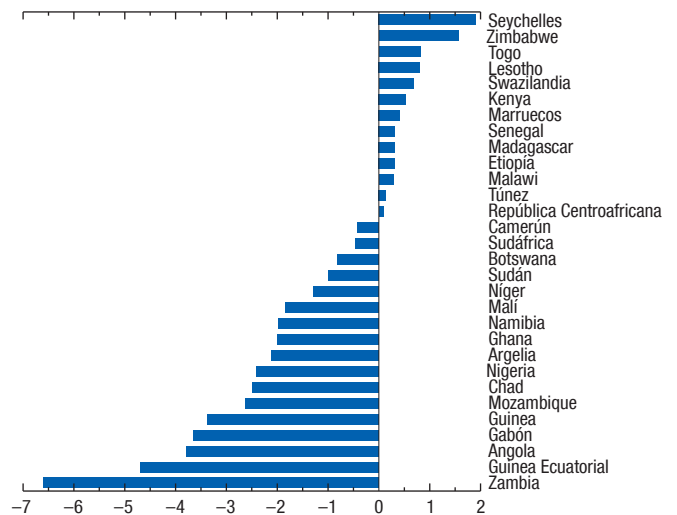
4. Comunidad de Estados Independientes



5. Las Américas



6. África



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Cuadro 1.SE.1. Impacto de primera ronda de las variaciones de precio de las materias primas en la balanza comercial

(Variaciones con respecto a las proyecciones de base de marzo de 2013; porcentaje del PIB de 2009)

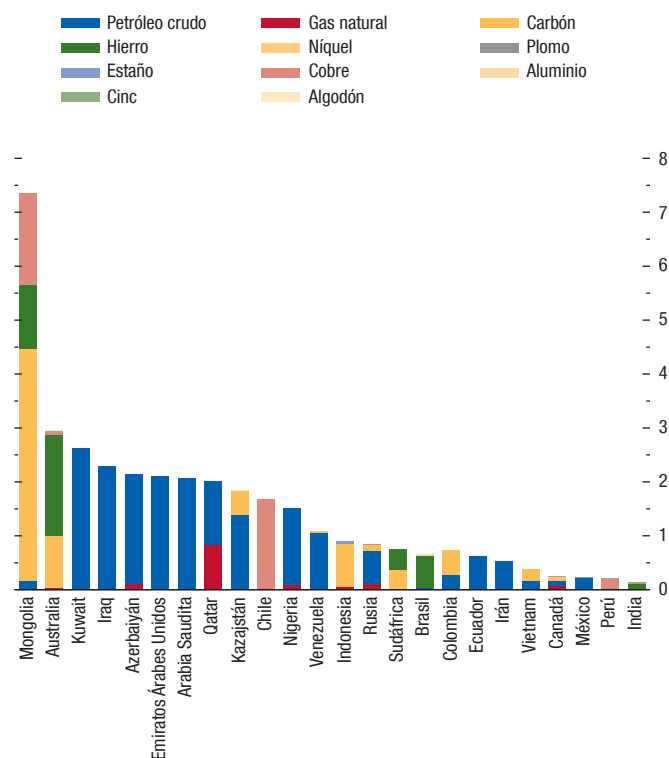
	2013	2014
Economías avanzadas	0,1	0,1
Estados Unidos	0,2	0,1
Japón	0,4	0,2
Zona del euro	0,3	0,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	-0,1	-0,1
África	-1,2	-0,9
Subsahariana	-1,3	-1,0
Subsahariana, excluidos Angola, Camerún, Côte d'Ivoire, Gabón, Nigeria, Sudán	-0,6	-0,6
Economías emergentes de Asia	0,7	0,3
China	1,0	0,4
Asia, excluidos Brunei, Malasia, Vietnam	0,7	0,4
Economías emergentes de Europa	0,4	0,2
Comunidad de Estados Independientes, excluido Rusia	-1,3	-0,8
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	-2,9	-1,9
Las Américas	-0,7	-0,5
MERCOSUR	-0,9	-0,5
Región Andina	-1,2	-1,2
América Central y el Caribe	0,2	0,0
Exportadores de petróleo versus importadores de petróleo		
Economías exportadoras de petróleo	-0,9	-0,7
Economías importadoras de petróleo	0,2	0,1

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las ponderaciones de las exportaciones e importaciones de los países por materia prima se calcularon a partir de datos sobre el comercio internacional durante el período 2005–08. MERCOSUR = Mercado Común del Sur.

Gráfico 1.SE.4. Efecto ilustrativo del impacto de la desaceleración de la demanda china en los países exportadores de materias primas

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

reducción de la demanda de China⁷. Por ejemplo, se estima que el nivel del PIB de Mongolia en 2025 sería aproximadamente un 7% inferior, principalmente a causa de la menor demanda de carbón, mineral de hierro y cobre de China. En la medida en que los precios prospectivos reflejan la desaceleración de China, es posible que parte de la desaceleración ya esté afectando a los países exportadores. No obstante, en el gráfico se presenta una clasificación aproximada e ilustrativa de los países que podrían ser relativamente vulnerables a

⁷El procedimiento utilizado consiste en 1) calcular la proporción del crecimiento de la demanda de diversas materias primas que le correspondió a China en el período 1995–2011; 2) evaluar qué impacto tuvo ese crecimiento de la demanda de China sobre los precios de las materias primas correspondientes, y 3) calcular la pérdida de ingresos neta que sufrieron diversos exportadores de materias primas a partir de los cambios en los volúmenes y en los precios. El procedimiento supone implícitamente que a largo plazo los mercados de materias primas están integrados internacionalmente y son fungibles; es decir, que los impactos sobre los precios de una desaceleración del crecimiento de China afectan a todos los exportadores. La falta de datos no permite incluir países como Myanmar, que, de lo contrario, habrían ocupado un lugar elevado en la clasificación. El cálculo no tiene en cuenta ningún efecto de oferta que sea resultado de la desaceleración de China ni las fuentes de reequilibramiento de ese país y su intensidad de uso de distintas materias primas. Véanse algunas estimaciones sobre el impacto de una desaceleración de la inversión en China en el informe del FMI sobre los efectos de contagio de 2012. Las disminuciones de precios de las materias primas también implican riesgos para el saldo fiscal de los exportadores de materias primas de bajo ingreso.

un reequilibrio de la demanda china en el corto plazo si no adoptaran políticas de respuesta o experimentaran shocks favorables compensatorios. Además de los países exportadores de petróleo, entre los países que al parecer serían vulnerables según ese indicador se incluyen Australia, Brasil, Chile e Indonesia^{8, 9}.

Perspectivas de precios y riesgos

El FMI proyecta un precio promedio de entrega inmediata del petróleo de US\$104,5 el barril en 2013 y de US\$101,4 el barril en 2014. Esos precios reflejan interrupciones de la demanda y oferta de las refinerías con un mercado componente estacional. También se proyecta, en un panorama de oferta favorable, un aumento leve del índice de precios de los alimentos para 2013, aunque luego bajaría aproximadamente un 6% en 2014. Los precios de los metales retrocederían, según las proyecciones, alrededor de 4% y 5% en 2013 y 2014, respectivamente.

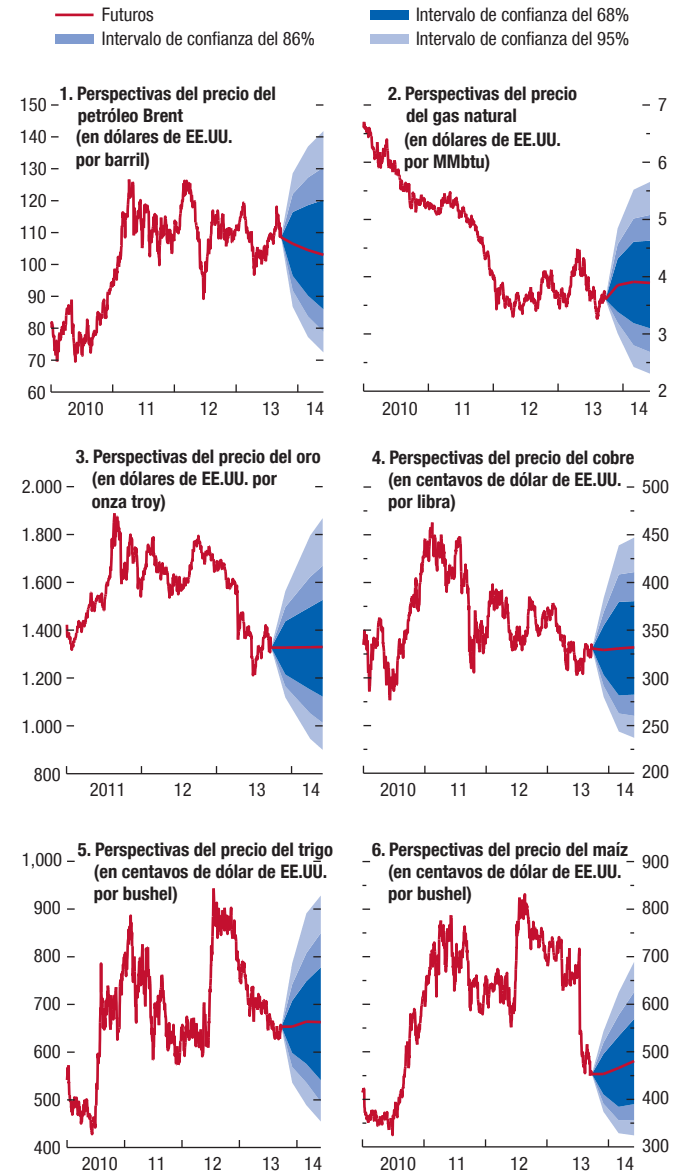
A pesar del aumento de los precios de entrega inmediata del petróleo, en términos generales los mercados de futuros dan señales de disminuciones en el período abarcado por las perspectivas (gráfico 1.SE.5). Los mercados esperan que los precios del gas natural de Estados Unidos aumenten respecto de los bajos niveles recientes y que los precios de la mayoría de los metales se mantengan a un nivel moderado. Los precios de los alimentos también muestran riesgos al alza, principalmente a causa de la incertidumbre respecto de la oferta generada por las condiciones meteorológicas.

Recientemente, se ha incrementado el riesgo de un aumento abrupto del precio del petróleo, a causa de la amenaza de interrupciones como consecuencia del creciente malestar y las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y Norte de África. Dado ese incremento de las tensiones, a fin de ilustrar posibles impactos sobre la

⁸No solo se revirtió la caída de precios del petróleo a fines del verano, sino que, además, esta clasificación es ilustrativa y no es necesariamente un indicador fidedigno de la vulnerabilidad. Por ejemplo, en Chile, la cuenta corriente se ve reducida por utilidades compensatorias acumuladas generadas por la inversión extranjera directa.

⁹En muchos informes recientes del FMI sobre los países se analiza la importancia de las exportaciones de metales y energía para las respectivas economías, y algunos se concentran en el papel de China. Entre los ejemplos se encuentran el análisis del mercado de gas natural de Qatar (FMI, 2013i, pág. 35); el papel sistémico de Arabia Saudita (FMI, 2013j, pág. 4); los efectos de la disminución de precios del cobre sobre el PIB de Chile a corto plazo (FMI 2013b, págs. 16–17); el efecto de un aterrizaje brusco de China sobre las exportaciones de materias primas de Colombia (FMI, 2013c, pág. 32); y la industria de petróleo de Nigeria (FMI, 2013g, pág. 59).

Gráfico 1.SE.5. Balanza de riesgos



Fuentes: Bloomberg, L.P., y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: MMBtu = Millones de unidades térmicas británicas. Las perspectivas de precios se calculan a partir de los precios de las opciones de futuros al 23 de septiembre de 2013.

Cuadro 1.SE.2. Impacto de un shock transitorio del precio del petróleo en el PIB y las cuentas corrientes: Escenarios 1, 2 y 3

	Escenario 1		Escenario 2		Escenario 3	
	Shock pequeño del precio del petróleo		Shock grande del precio del petróleo		Shocks grandes del precio del petróleo y de los mercados de acciones	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Tasa de crecimiento del PIB (diferencia en puntos porcentuales con respecto a la proyección de base)						
Mundo	0,05	0,01	-0,18	-0,13	-0,85	-0,45
Estados Unidos	0,03	0,02	0,09	-0,19	-0,77	-0,55
Unión Europea	0,03	0,04	0,05	-0,26	-0,67	-0,59
Japón	0,03	0,03	0,06	-0,24	-0,77	-0,67
Economías emergentes de Asia	0,05	0,02	-0,13	-0,24	-0,82	-0,56
América Latina	0,04	0,00	-0,11	-0,10	-0,80	-0,39
Resto del mundo	-0,13	0,07	-0,59	0,29	-1,23	0,04
Relación cuenta corriente/PIB (diferencia en puntos porcentuales con respecto a la proyección de base)						
Estados Unidos	0,07	0,02	-0,32	0,12	-0,38	0,03
Unión Europea	-0,14	0,05	-0,66	0,27	-0,77	0,13
Japón	-0,14	0,05	-0,67	0,23	-0,70	0,19
Economías emergentes de Asia	-0,22	0,10	-1,05	0,46	-0,93	0,42
América Latina	0,08	0,02	0,35	0,09	0,41	0,01
Resto del mundo	0,34	-0,13	1,54	-0,58	1,51	-0,64

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI basados en el Modelo Económico Mundial y las simulaciones del Sistema Flexible del Modelo Mundial.

Nota: Las economías emergentes de Asia comprenden China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, la RAE de Hong Kong, Singapur, Tailandia y Taiwan. América Latina comprende Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

economía mundial se contemplan tres escenarios para los precios del petróleo. Los escenarios se simularon utilizando el Modelo Económico Mundial (GEM, por sus siglas en inglés) del FMI, un modelo de equilibrio general de la economía mundial que toma en cuenta seis regiones (cuadro 1.SE.2). El primer escenario corresponde a trastornos breves de la producción de petróleo, por los que los precios aumentan de manera abrupta entre el 10% y el 20% por algunas semanas. Ese escenario representaría un impacto pequeño sobre la economía mundial. Un trastorno más considerable de la producción supone que el conflicto en Siria repercute más allá de las fronteras nacionales; por ejemplo, detiene las exportaciones de petróleo de Iraq. La capacidad ociosa de Arabia Saudita puede compensar, pero con cierto retraso, y posiblemente con problemas de calidad, según el tipo de producción que se pierde. Ese segundo escenario —un trastorno más importante, por el que los precios del petróleo alcanzan US\$150 el barril durante dos trimestres— supone que el mercado de petróleo mundial sigue funcionando eficientemente, gracias a los mayores precios. Sin embargo, significaría una reducción de 0,13 puntos porcentuales en 2014 y un aumento de otros riesgos. En el tercer escenario, dadas las dificultades que enfrenta actualmente la economía mundial, ese aumento abrupto del precio a US\$150 el barril se combinaría con mayores efectos adversos sobre la confianza: los capitales se retirarían

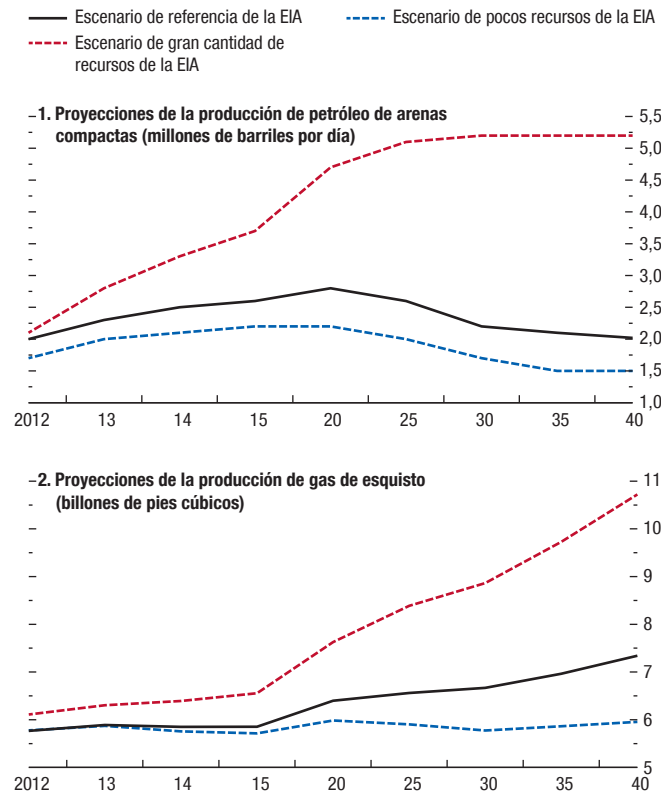
hacia plazas de refugio y los precios de las acciones sufrirían una caída persistente. En ese caso, el efecto sobre el crecimiento mundial sería mucho mayor: aproximadamente, una disminución de 0,5 puntos porcentuales en 2014.

Impacto económico del auge energético de Estados Unidos

Actualmente, en Estados Unidos se está registrando un auge en la producción de energía. La producción de gas natural aumentó el 25%, mientras que la de petróleo crudo y otros líquidos aumentó el 30% en los últimos cinco años; por lo tanto, las importaciones netas de petróleo bajaron casi el 40%. El escenario base de la Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA, por sus siglas en inglés) (2013) indica que la producción nacional de petróleo de arenas compactas aumentaría hasta el año 2020 y luego disminuiría durante las dos décadas siguientes¹⁰. También señala que la producción nacional de gas de esquisto aumentaría de manera sostenida hasta el año 2040 (gráfico 1.SE.6). Se espera que Estados Unidos sea un exportador neto de gas natural en la década de 2020.

¹⁰El petróleo de arenas compactas se encuentra en formaciones poco permeables, en general de esquistos o areniscas compactas.

Gráfico 1.SE.6. Proyecciones de la producción de petróleo y gas en Estados Unidos



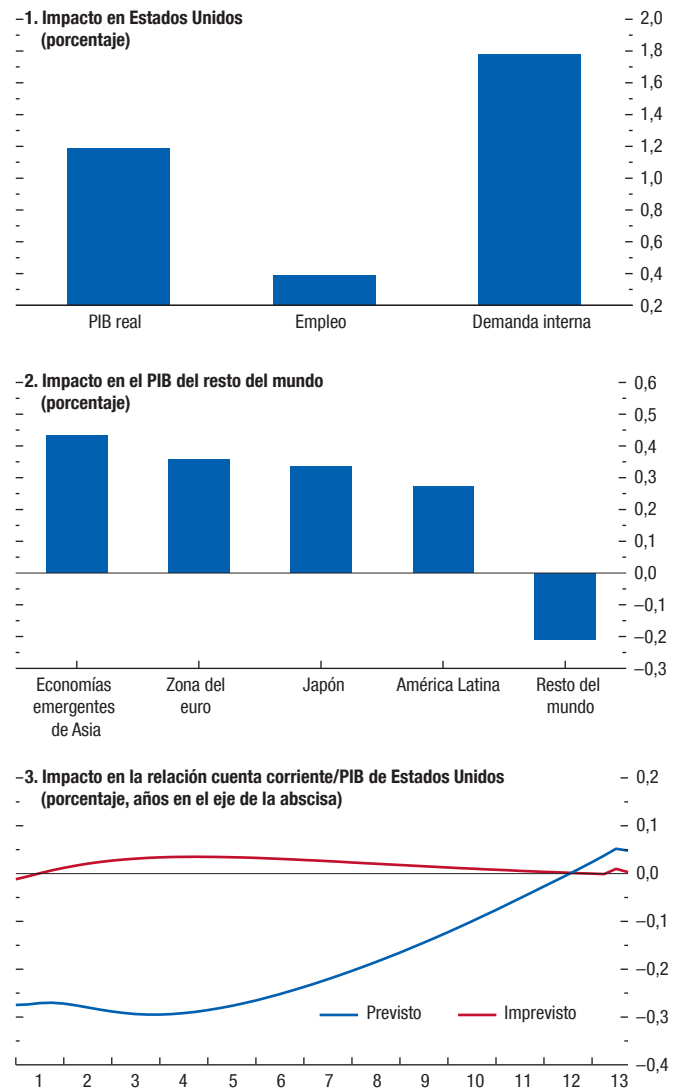
Fuentes: Administración de Información Energética (EIA) de Estados Unidos y cálculos del personal técnico del FMI.

Las simulaciones del GEM sugieren que el auge de la producción de energía tendría impactos moderados sobre el producto de Estados Unidos¹¹. En el modelo, la energía se produce combinando capital y mano de obra con un factor fijo, que puede interpretarse como las reservas conocidas. Tal como se indicó anteriormente, la EIA espera que la producción de petróleo de arenas compactas y gas de esquisto aumente en los próximos años, pero no hay certeza respecto de su duración y alcance. El modelo se simula con el supuesto de que se registra un aumento en la producción de energía en los próximos 12 años equivalente al 1,8% del PIB al final de ese período¹². En el gráfico 1.SE.7 se muestran los resultados de las simulaciones del modelo.

¹¹Este argumento figura en Hunt y Muir (2013).

¹²El escenario se implementa en el GEM aumentando gradualmente el factor fijo en la producción de petróleo a lo largo del período de 12 años a un ritmo suficiente para que, una vez que el capital y la mano de obra hayan respondido de manera endógena, la producción de

Gráfico 1.SE.7. Impacto a mediano plazo¹ del auge energético en Estados Unidos



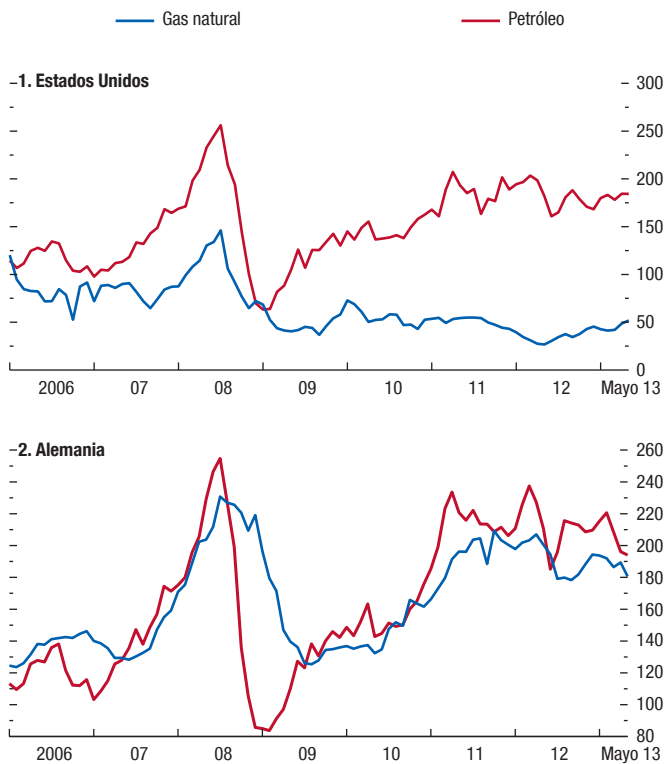
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹El impacto a mediano plazo se refiere al impacto que ocurre después de 13 años.

La principal conclusión es que el PIB real de Estados Unidos aumenta aproximadamente 1,2% luego de 13 años, mientras que el empleo aumenta el 0,5%. Esas conclusiones suponen que el aumento de

energía de Estados Unidos registre un aumento equivalente a 1,8% del PIB. En FMI (2013k) se presentan los resultados de un escenario en el que el aumento de la producción de energía es del 0,45% del PIB; los resultados son similares a los que se presentan en este caso, con la excepción de que la magnitud del efecto sobre el PIB es aproximadamente la cuarta parte de la presentada en este trabajo.

Gráfico 1.SE.8. Precios del gas natural y el petróleo en Estados Unidos y Alemania
(2005 = 100)



Fuentes: Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos, Statistisches Bundesamt, y cálculos del personal técnico del FMI.

la producción de energía es anticipado totalmente por hogares y empresas. El incremento correspondiente en la demanda interna es de aproximadamente el 1,8%. La disminución del costo de la energía lleva a las empresas a emplear más capital y mano de obra. Los costos de ajuste de la inversión alientan a las empresas a comenzar a invertir capital incluso antes de que se materialicen todas las disminuciones de precios de la energía. Además del aumento de las inversiones, también se registra un crecimiento del consumo, debido a que los ingresos reales y la riqueza de los hogares también aumentaron. El impacto sobre los niveles del PIB en otros bloques de países también es positivo, con la excepción de una disminución muy moderada del PIB en otros países exportadores de energía (gráfico 1.SE.7).

La razón principal de ese impacto moderado sobre el PIB de Estados Unidos es que la proporción de

energía en la economía sigue siendo bastante reducida, incluso si se tiene en cuenta la producción adicional¹³. El impacto es mayor cuando la economía muestra capacidad ociosa, dado que en ese caso la política monetaria no necesita contrarrestar el aumento resultante de la demanda agregada.

Los resultados de la simulación también sugieren un impacto pequeño sobre la cuenta corriente de Estados Unidos, cuya dirección depende de si el aumento de los suministros de energía es anticipado o si es sorpresivo. En ambos casos, la mejora en el componente energético de la balanza comercial es compensada por una disminución en la balanza no energética. En el caso en el que el aumento de los suministros de energía es totalmente anticipado, los hogares y las empresas de Estados Unidos aumentan el endeudamiento en el extranjero de manera transitoria para respaldar un mayor consumo (anticipando el aumento de la riqueza proveniente de la mayor producción de energía) y una mayor inversión. La apreciación del dólar de EE.UU. reduce los precios de las importaciones y también contribuye al aumento de la balanza no energética. A nivel general, el resultado es una pequeña disminución del saldo en cuenta corriente.

En el caso en el cual el aumento de la producción de energía resulta sorpresivo cada año, el consumo y la inversión responden de manera más gradual, porque los hogares no anticipan la magnitud del aumento de su riqueza y las empresas no anticipan la disminución en el costo de producción. Dado que la demanda interna responde de manera más gradual, el aumento de las importaciones no energéticas también es más reducido, y se ve compensado por el aumento de la balanza energética. En el recuadro 1.SE.1 se presentan datos empíricos econométricos sobre el efecto de los enormes descubrimientos de petróleo y gas sobre la cuenta corriente.

Aunque es probable que los efectos agregados sobre el producto sean bajos, el auge de la producción de energía trastornó las relaciones históricas entre los pre-

¹³Esto también puede verse en cálculos aproximados del impacto de la mayor producción de energía sobre el ingreso anual en los próximos años. El ingreso anual proveniente del petróleo de arenas compactas será de aproximadamente US\$80.000 millones (o el 1/2% del PIB de Estados Unidos) si los precios futuros concuerdan con las proyecciones de la EIA. Un cálculo similar, incluso si se tiene en cuenta la posibilidad de que los precios del gas natural aumenten respecto de los niveles deprimidos actuales, arroja un efecto de la producción de gas natural sobre los ingresos de aproximadamente un 1/4% del PIB. En resumen, el efecto sobre el ingreso total anual sería de menos del 2% del PIB.

cios de la energía. Las variedades Brent y West Texas Intermediate (WTI), dos de los principales precios de referencia del petróleo crudo, evolucionaron juntas durante tres décadas, pero divergieron en los últimos años (recuadro 1.SE.2). Los precios del petróleo y del gas natural también se movían de manera conjunta entre los distintos países y dentro de cada país, a causa de la sustitución y del arbitraje internacional. No obstante, desde 2009, en Estados Unidos los precios del gas natural nacional están desacoplados de los precios del petróleo nacional, mientras que en el resto del mundo ambos precios siguen moviéndose de manera conjunta, como se observa en el caso de Alemania (gráfico 1.SE.8). El restablecimiento de la ley del precio único podría llevar varios años, en especial

teniendo en cuenta las barreras regulatorias y tecnológicas que enfrentan las exportaciones desde Estados Unidos, y el vínculo con los precios del petróleo en Asia y en Europa¹⁴.

¹⁴Como se analiza en Loungani y Matsumoto (de próxima publicación), en el futuro más consumidores podrán realizar la inversión inicial necesaria para adoptar el gas natural y abandonar el petróleo crudo (o el carbón) como fuente de energía. Las diferencias en el precio del gas natural entre países también se reducirán si otros países comienzan a explotar sus propias reservas de gas de esquisto o si los temores relacionados con el medio ambiente desaceleran la explotación en Estados Unidos. En junio de 2013, la EIA publicó estimaciones que sugieren que los recursos de *petróleo* de esquisto podrían sumar aproximadamente un 10% a las reservas mundiales de petróleo, mientras que las reservas de *gas* de esquisto casi duplicarían el suministro mundial de recursos de gas natural.

Recuadro 1.SE.1. Auges de la energía y la cuenta corriente: Comparación entre países

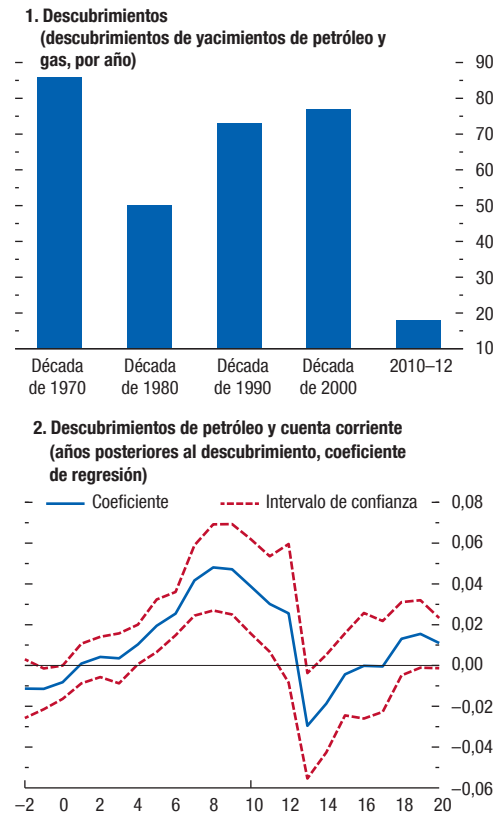
Desde la década de 1970, los descubrimientos de yacimientos gigantes de petróleo y gas —los que contienen reservas recuperables equivalentes a 500 millones de barriles o más— han sido relativamente generalizados en distintos países. Esos descubrimientos constituyen una fuente inigualable de shocks exógenos de ingresos futuros. Utilizando un panel de 178 países a lo largo del período comprendido entre 1970 y 2012, los resultados de la regresión indican que el efecto que han producido esos descubrimientos es, primero, la reducción del saldo en cuenta corriente y, luego, el incremento del mismo antes de estabilizarse (gráfico 1.SE.1.1)¹. Por lo tanto, el patrón del efecto es similar al caso del incremento imprevisto en la producción energética que muestran las simulaciones del Modelo Económico Mundial (GEM, por sus siglas en inglés) del FMI. Las estimaciones de la regresión implican que un descubrimiento de una magnitud igual a las reservas comprobadas de energía no convencional en Estados Unidos daría como resultado en su punto máximo un aumento del saldo en cuenta corriente nacional equivalente a alrededor del 0,1% del PIB.

Por lo tanto, se trata de un efecto reducido, como también lo muestran las simulaciones del modelo. En algunos casos, los descubrimientos de petróleo y gas tuvieron efectos más marcados en la cuenta corriente, pero la magnitud de esos descubrimientos fue mayor que el aumento esperado en el caso de Estados Unidos. Por ejemplo, la proporción de descubrimientos de petróleo en el Mar del Norte dentro del PIB de Gran Bretaña fue de alrededor del 6% o 7% en su punto máximo. Después de moverse en un principio a la par del brusco aumento y caída en los ingresos del petróleo, la cuenta corriente del Reino Unido se disoció de los ingresos petroleros, que permanecen bajos y estables en alrededor del 1½% del PIB desde 1990. El impacto en la cuenta corriente fue más fuerte en Noruega, puesto que el sector de la extracción de gas y petróleo es de magnitud mucho mayor como proporción de la economía —cerca del 25%—, y porque la política fiscal del país dicta mantener los ingresos del petróleo en un fondo especial.

El autor de este recuadro es Rabah Arezki.

¹Para más detalles, véase Arezki y Sheng (de próxima publicación).

Gráfico 1.SE.1.1. Descubrimientos gigantes de petróleo y gas, y cuenta corriente



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Recuadro 1.SE.2. Factores determinantes del precio del petróleo y reducción del diferencial WTI-Brent

En los últimos años, los precios del petróleo West Texas Intermediate (WTI) cayeron de manera significativa por debajo de los del petróleo Brent, debido a que la escalada de la oferta de fuentes de energía no convencional en Estados Unidos y Canadá y las dificultades para transportarla a las centrales de refinería estadounidenses provocaron una acumulación en los inventarios. Sin embargo, este año se redujo el diferencial (gráfico 1.SE.2.1).

A fin de comprender los factores determinantes fundamentales del precio del petróleo, se estima un modelo autorregresivo vectorial estructural con restricciones de signos, utilizando cuatro variables: la producción mundial de petróleo crudo, la producción industrial mundial, el precio real del petróleo crudo Brent y los inventarios de petróleo crudo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (para representar la demanda especulativa) en el período comprendido entre el primer trimestre de 1983 y el tercero de 2013 (Beidas-Strom y Pescatori, 2013). Entre los motivos especulativos, cabe mencionar las decisiones de ajustar los inventarios de petróleo previendo las variaciones y el comportamiento futuro de los precios inducidos por posibles distorsiones en los mercados financieros (de derivados sobre petróleo). En los gráficos 1.SE.2.2 y 1.SE.2.3 se muestra que los precios del petróleo Brent se ven determinados en gran medida por los shocks de la demanda de caudal y la demanda especulativa (barras azul y verde, respectivamente)¹. El Brent compite más

Gráfico 1.SE.2.1. Diferenciales de precio entre las variedades WTI y Brent

(Dólares de EE.UU. por barril)



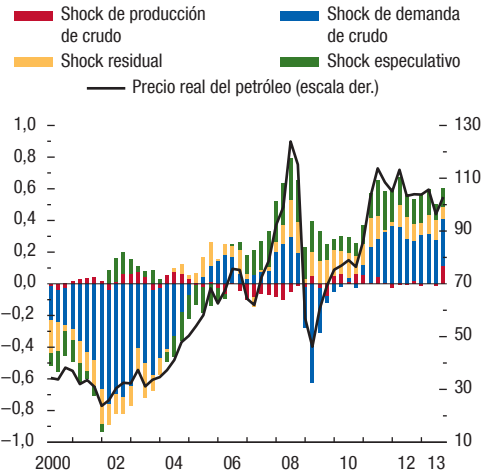
Fuentes: Bloomberg, L.P., y cálculos del personal técnico del FMI.

La autora de este recuadro es Samya Beidas-Strom.

¹Si la suma de las barras se incrementa con el tiempo, los shocks ejercen presión al alza sobre el precio del petróleo, y viceversa.

Gráfico 1.SE.2.2. Descomposición histórica SVAR del petróleo Brent

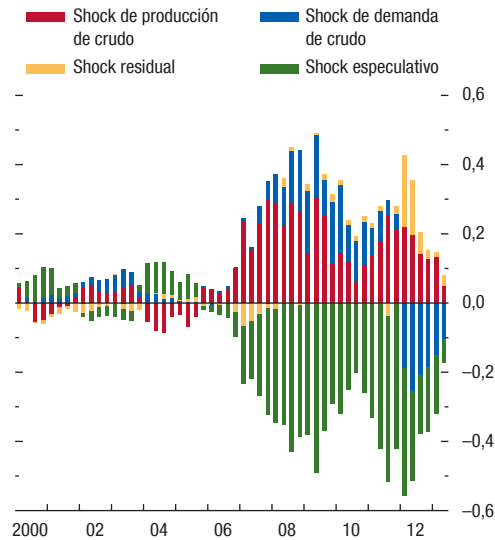
(Ordenada: contribución de los shocks, porcentaje; abscisa: dólares de EE.UU. por barril)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: SVAR: Autorregresión vectorial estructural.

Gráfico 1.SE.2.3. Descomposición histórica del diferencial WTI-Brent

(Contribución de los shocks, porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Recuadro 1.SF.2 (continuación)

de cerca con las variedades de petróleo crudo de África del Norte, África Occidental y Oriente Medio; de ahí que su precio esté más expuesto a la demanda preventiva derivada del riesgo geopolítico. Las primas de riesgo y la estructura vigente de los plazos de los futuros sobre petróleo Brent también atraen a inversionistas financieros.

Al reemplazar los precios del petróleo Brent por los del WTI, el modelo sugiere que, antes de 2007, los factores determinantes de los dos principales precios de referencia eran casi idénticos. A partir de ese año, sin embargo, los precios del petróleo WTI se vieron más afectados por las condiciones mundiales de la oferta (barras rojas), en particular el boom de la oferta norteamericana y las limitaciones del transporte de

petróleo crudo desde 2009, y menos por la demanda especulativa. Más recientemente, se mitigaron los cuellos de botella de la infraestructura (barras amarillas) y se incrementaron la demanda especulativa y la estacional, lo que elevó los precios del petróleo WTI y redujo el diferencial. Pero esa reducción podría no durar mucho. La demanda estacional de Estados Unidos se disipará en el tercer trimestre, y hasta finales del próximo año no se reconfigurará ni completará la infraestructura suficiente para suministrar petróleo crudo desde el centro de Estados Unidos a la costa del Golfo. Por lo tanto, podría continuar la presión a la baja sobre los precios del WTI, alterando la estructura de los plazos de sus futuros y reduciendo el reciente interés de los inversionistas.

Recuadro 1.1. Planes de ajuste: ¿Qué cabe esperar de una contracción de la política monetaria de Estados Unidos?

La comunicación de la Reserva Federal de Estados Unidos de finales de mayo sobre una futura reducción de las compras de activos parece haber sido una señal de alerta para los mercados de que pronto la política monetaria excepcionalmente laxa de Estados Unidos podría dar un giro. Para agosto, los rendimientos de los bonos estadounidenses a 10 años habían aumentado más de 80 puntos básicos, y muchos mercados emergentes experimentaron salidas de capital, aumentos de los rendimientos de los bonos y precios más bajos de las acciones, neutralizados en parte por una cierta depreciación del tipo de cambio (véase el texto principal del capítulo). Los rendimientos de los bonos disminuyeron moderadamente después de que la Reserva Federal comunicara recientemente su decisión de no empezar aún a reducir sus compras de activos, pero todavía se sitúan por encima de los niveles observados antes de las conversaciones sobre la reducción de las compras.

Una interrogante clave es cómo responderán los mercados cuando el estímulo monetario de Estados Unidos llegue a su fin. Para abordar esta cuestión, en este recuadro se analizan los puntos de inflexión de la política monetaria de Estados Unidos desde 1990 y se evalúa si las consecuencias para los mercados emergentes podrían ser diferentes esta vez¹.

El análisis revela que la salud económica y financiera a escala mundial no sufrió un deterioro generalizado al inicio de los episodios pasados de endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos registrados desde 1990. Cada uno de los tres episodios de aumentos sostenidos de las tasas de los fondos federales de Estados Unidos —que comenzaron en febrero de 1994, junio de 1999 y junio de 2004— estuvo motivado por un fuerte crecimiento económico. Las consecuencias a escala internacional fueron limitadas en 1999 y 2004, y el crecimiento mundial siguió siendo vigoroso. Sin embargo, tras el episodio de 1994 sobrevinieron un deterioro de las condiciones financieras en las economías de mercados emergentes —debido a ciertas crisis

que ya estaban en curso y a desequilibrios preexistentes que se agravaron en un contexto de tipos de cambio fijos después de un aumento mundial de las tasas de interés— y algunas crisis y recesiones posteriores.

El análisis asimismo indica que, según parámetros históricos, la reciente contracción de las condiciones en los mercados financieros mundiales no fue excepcional. Incluso en episodios pasados, los rendimientos de los bonos estadounidenses a largo plazo aumentaron antes de que se elevaran las tasas de política monetaria, ante la perspectiva de mejores condiciones económicas y una política monetaria más restrictiva. No obstante, algunas similitudes entre el episodio actual y el de 1994 son motivo de preocupación. En ambos casos hubo afluencia de capitales a las economías de mercados emergentes antes del evento, divergencias cíclicas entre Estados Unidos y las economías de mercados emergentes y descensos pronunciados de los precios de las acciones y aumentos de los rendimientos de los bonos a largo plazo al comienzo del evento. Sin embargo, hoy en día las economías de mercados emergentes gozan de marcos de política más sólidos, con tipos de cambio más flexibles y reservas de divisas más abundantes, lo que significa que deberían estar en mejores condiciones para hacer frente al endurecimiento de las condiciones del financiamiento externo.

Puntos de inflexión históricos de la política monetaria de Estados Unidos

Este recuadro se centra en el período posterior a la década de los noventa, cuando la inflación en Estados Unidos era relativamente baja y estable, e identifica tres etapas claras del endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos (gráfico 1.1.1)²:

- *Febrero de 1994 a julio de 1995*: La tasa de los fondos federales, que se había mantenido constante más de un año, se elevó el 4 de febrero de 1994, debido en parte a un ritmo de crecimiento más vigoroso de lo previsto de la economía

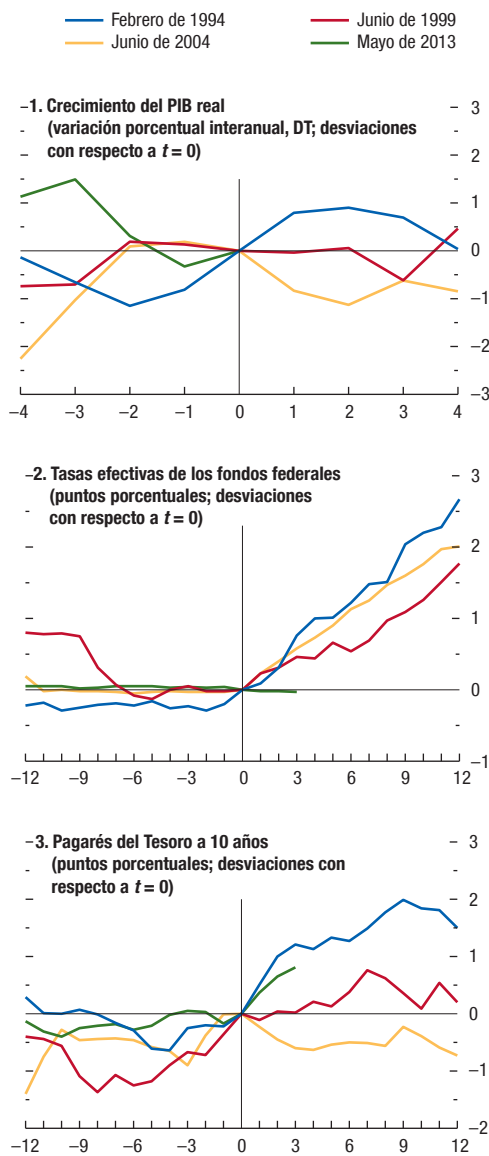
Los autores de este recuadro son Michal Andrle y Rupa Duttagupta, con la colaboración de Shan Chen, Serhat Solmaz y Bennet Voorhees.

¹Los hechos estilizados que se presentan aquí son combinaciones entre varios indicadores y una orientación restrictiva de la política monetaria de Estados Unidos, y no deberían interpretarse como el efecto causal de esa política en los indicadores. Los efectos causales de un aumento de las tasas de interés de Estados Unidos se identifican en el capítulo 3 de la presente edición del informe WEO y en el capítulo 4 del informe WEO de abril de 2011.

²Se estableció que una etapa de endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos ocurre cuando se cumplen los siguientes criterios: la tasa de los fondos federales fijada como meta se eleva después de por lo menos seis meses de tasas estáticas o decrecientes, observándose aumentos en por lo menos los seis meses posteriores. En los gráficos 1.1.1, 1.1.2 y 1.1.3 se hace un seguimiento de indicadores alternativos en los meses (trimestres) anteriores y posteriores al mes (trimestre) en que se registra el punto de inflexión de la política monetaria.

Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.1. Indicadores financieros y de crecimiento de Estados Unidos



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: DT = desestacionalizada. El eje de la abscisa del panel 1 (paneles 2–3) muestra el número de trimestres (meses) con respecto a t = 0; t = 0 es febrero de 1994 (1994:T1), junio de 1999 (1999:T2), junio de 2004 (2004:T2) y mayo de 2013 (2013:T2).

estadounidense³. En total, las tasas se elevaron 300 puntos básicos en un lapso de 12 meses, de 3% a 6%. Los rendimientos a largo plazo (letras del Tesoro a 10 años) aumentaron drásticamente hasta finales de 1994 pero disminuyeron de ahí en adelante, ante las expectativas de una estabilización de la inflación.

- **Junio de 1999 a diciembre de 2000:** Tras recortes continuos de la tasa desde el segundo semestre de 1998, el primer aumento de la siguiente etapa de contracción ocurrió el 30 de junio de 1999. La tasa de política monetaria se elevó 175 puntos básicos en el transcurso de los siguientes 19 meses, de 4,75% a 6,5%. Los rendimientos a largo plazo aumentaron a un ritmo más lento que en 1994 y empezaron a reducirse al cabo de seis meses.
- **Junio de 2004 a agosto de 2007:** La tasa de política monetaria se elevó el 30 de junio de 2004, tras una sucesión de recortes a lo largo de los tres años previos, y aumentó gradualmente durante los tres años siguientes, de 1% a 5,25%. Sin embargo, los rendimientos a largo plazo se redujeron durante buena parte de este período, un fenómeno ampliamente conocido como el “enigma de Greenspan”.

Consecuencias económicas y financieras internacionales

El crecimiento mundial en general fue más dinámico después de cada uno de los tres episodios, aunque en grados que variaron de una región a otra dadas las distintas etapas del ciclo económico (cuadro 1.1.1 y gráfico 1.1.2, paneles 1 y 2):

- En 1994, la economía de Estados Unidos estaba en una fase ascendente del ciclo y la brecha del producto estaba disminuyendo. En cambio, muchas economías avanzadas (Japón y las economías avanzadas de Europa) estaban aún recuperándose a un ritmo moderado de las recesiones de comienzos de los años noventa, tendencia que continuó hasta 1995. El crecimiento en los mercados emergentes fue dinámico en 1993–94, pero con una creciente presión de sobrecalentamiento en América Latina⁴. Asia en general logró un aterrizaje suave en 1995,

³La inflación permaneció por debajo del 3% durante este período, y la decisión de anunciar la tasa objetivo de los fondos federales incrementó la credibilidad y transparencia del marco de política (véase Goodfriend, 2003).

⁴Por ejemplo, muchas economías de América Latina se caracterizaron por tener tipos de cambio sobrevaluados en un contexto de regímenes de tipo de cambio fijo, auges crediticios recientes, crecientes déficits fiscales y en cuenta corriente y un bajo nivel de reservas internacionales (véase Sachs, Tornell y Velasco, 1996).

Recuadro 1.1 (continuación)**Cuadro 1.1.1. Crecimiento del PIB real**
(Porcentaje)

	1993	1994	1995	1996
Mundo	2,2	3,4	3,3	3,8
Economías avanzadas¹	1,3	3,2	2,7	2,8
Zona del euro	-0,8	2,5	2,9	1,5
Estados Unidos	2,7	4,0	2,7	3,8
EMED, incluidas ERI	3,6	3,8	4,3	5,3
Economías emergentes de Asia, incluidas ERI	8,8	9,3	8,7	8,1
América Latina y el Caribe	4,0	4,8	1,4	3,6
	1998	1999	2000	2001
Mundo	2,6	3,6	4,7	2,3
Economías avanzadas¹	2,9	3,4	3,8	1,4
Zona del euro	2,8	2,9	3,8	2,0
Estados Unidos	4,5	4,8	4,1	0,9
EMED, incluidas ERI	2,1	3,9	5,9	3,7
Economías emergentes de Asia, incluidas ERI	2,4	6,8	6,8	5,3
América Latina y el Caribe	2,3	0,1	3,7	0,6
	2003	2004	2005	2006
Mundo	3,8	5,1	4,7	5,2
Economías avanzadas¹	2,1	3,0	2,6	2,8
Zona del euro	0,7	2,2	1,7	3,2
Estados Unidos	2,8	3,8	3,4	2,7
EMED, incluidas ERI	6,1	7,6	7,1	8,1
Economías emergentes de Asia, incluidas ERI	7,6	8,1	8,7	9,6
América Latina y el Caribe	2,1	6,0	4,7	5,6

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo; ERI = economías de reciente industrialización de Asia (Corea, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur). La columna sombreada denota el año de contracción de la política monetaria de Estados Unidos.

¹Excluidas las ERI.

pero en América Latina el crecimiento se redujo drásticamente.

- Para 1999 la brecha del producto de Estados Unidos se había cerrado, pero aún había capacidad económica ociosa en algunas economías avanzadas y en los mercados emergentes que estaban recuperándose de las crisis financieras de 1997–99⁵. Por lo tanto, las políticas internas de otros países siguieron siendo expansivas pese a la retracción en Estados Unidos, y el crecimiento siguió repuntando en 2000.
- En 2004, las economías avanzadas y de mercados emergentes estaban sincronizadas en términos generales con la economía de Estados Unidos. Para los mercados emergentes, la contracción monetaria de Estados Unidos coincidió con una desaceleración gradual de los elevadísimos niveles de crecimiento alcanzados previamente.

Los flujos brutos de capital a los mercados emergentes disminuyeron tras las contracciones monetarias de Estados Unidos en 1994 y 1999. No obstante, cabe destacar la evolución del episodio de 1994 (gráfico 1.1.3). Los flujos se habían acelerado a niveles cuantiosos en el período previo al episodio, en parte debido a una creciente liberalización financiera y de la cuenta

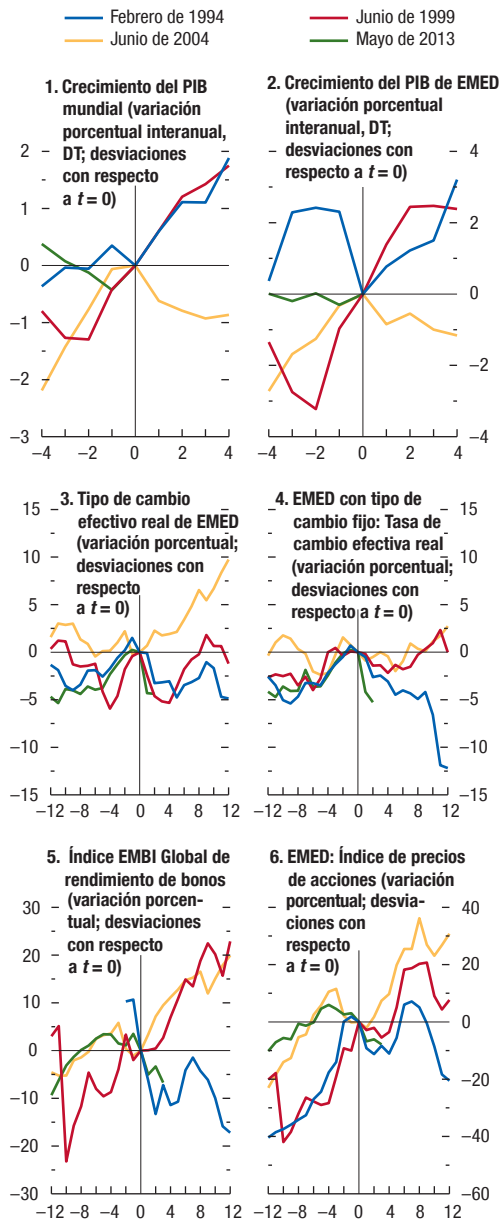
de capital en muchos países, pero también debido a tasas de interés relativamente bajas en Estados Unidos y a la percepción de que los mercados emergentes gozaban de fundamentos económicos sólidos⁶. En este contexto, los cambios de sentido de los flujos de capital en 1994 coincidieron con un aumento de las vulnerabilidades internas (en particular en México) y con crisis que ya estaban en curso (por ejemplo, una crisis cambiaria que había estallado en Turquía a finales de 1993). En general, se registraron más crisis financieras en los mercados emergentes y las economías en desarrollo en el episodio de finales de 1994 que en otros episodios. No obstante, la frecuencia de las crisis financieras de los mercados emergentes fue en general alta a comienzos de los años noventa, incluso antes del aumento de la tasa de política monetaria en Estados Unidos, según la cronología de crisis financieras de Laeven y Valencia (2012). En el episodio de 1999, los flujos de capital fueron reducidos tras las crisis en Asia y otros mercados emergentes en 1997–98. En el episodio de 2004 solo se observó una reducción pasajera de los flujos de capitales a los mercados emergentes.

Pese a la disminución de las entradas de capitales en 1994, los tipos de cambio se depreciaron en forma

⁵Véase el capítulo 3 del informe WEO de octubre de 1999.⁶Véase Calvo, Leiderman y Reinhart (1996).

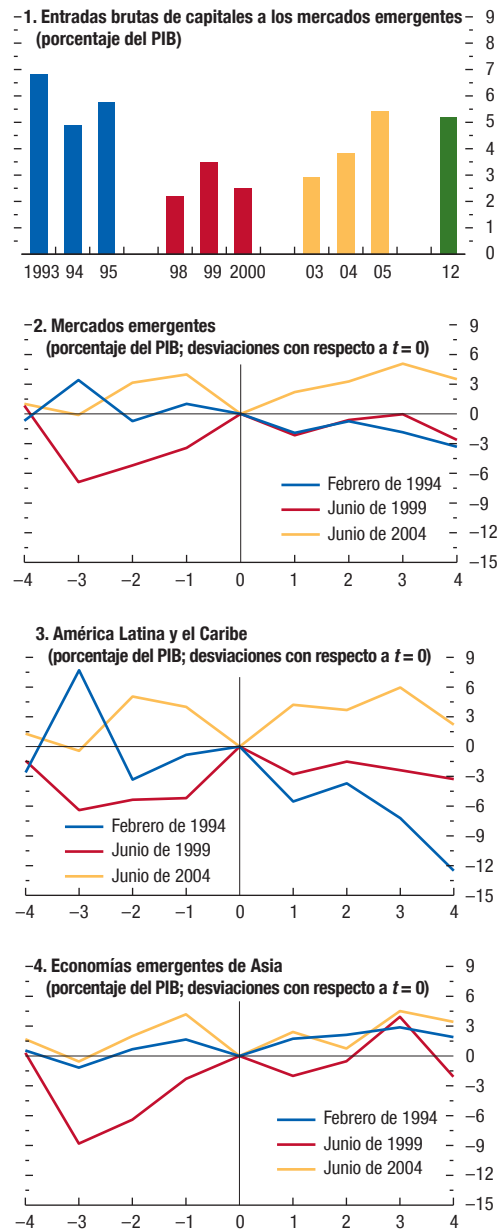
Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.2. Condiciones económicas y financieras mundiales durante contracciones de la política monetaria de Estados Unidos



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo; DT = desestacionalizada. El eje de la abscisa de los paneles 1 y 2 (paneles 3–6) muestra el número de trimestres (meses) con respecto a $t = 0$; $t = 0$ es febrero de 1994 (1994:T1), junio de 1999 (1999:T2), junio de 2004 (2004:T2) y mayo de 2013 (2013:T2).

Gráfico 1.1.3. Entradas brutas de capitales a los mercados emergentes



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: El eje de la abscisa de los paneles 2–4 muestra el número de trimestres con respecto a $t = 0$. La muestra se compone de Argentina, Brasil, Chile, Corea, Filipinas, Indonesia, México, Perú, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Brasil y Rusia se excluyen del episodio de 1994 debido a falta de datos.

Recuadro 1.1 (continuación)

gradual, ante todo porque muchos mercados emergentes mantuvieron regímenes de tipo de cambio fijo (gráfico 1.1.2, paneles 3 y 4). Sin embargo, a algunas economías no les fue posible sostener las paridades fijas una vez que los desequilibrios financieros y externos empezaron a aumentar a raíz de las mayores tasas de interés, y las consecuencias fueron drásticos ajustes de los tipos de cambio. Un ejemplo destacado fue México, que abandonó su régimen de cambio de paridad fija en enero de 1995 durante la crisis del “tequila”. Los tipos de cambio reales permanecieron en general estables en la mayoría de los mercados emergentes en 1999, e incluso se apreciaron en los países con regímenes de flotación en 2004.

Los rendimientos de los bonos soberanos y los precios de las acciones se deterioran significativamente solo en el episodio de 1994 (gráfico 1.1.2, paneles 5 y 6). En 1999, los bonos de los mercados emergentes siguieron ganando terreno, y los precios de las acciones retrocedieron solo temporalmente. En 2004, los precios de los bonos y las acciones se recuperaron durante varios meses a partir de la contracción monetaria de Estados Unidos, a pesar de la desaceleración del crecimiento en los mercados emergentes, probablemente gracias a que sus fundamentos económicos se percibían como sólidos.

El actual episodio de contracción de las condiciones financieras se parece al de 1994 en muchos aspectos. En primer lugar, los principales mercados emergentes acogieron cuantiosas entradas de capitales. En segundo lugar, el rendimiento de los bonos de Estados Unidos a largo plazo ha aumentado casi tan marcadamente como en 1994, aun sin un aumento similar de la tasa de política monetaria⁷. En tercer lugar, las condiciones en los mercados financieros mundiales (precios de acciones, precios de bonos a largo plazo) también se deterioran, lo que hace pensar que también estaba incidiendo un deterioro de los fundamentos económicos internos. Sin embargo, una diferencia clave es que, al contrario de 1994, las fuertes depreciaciones del tipo

⁷No obstante, los factores fundamentales detrás del aumento de los rendimientos de los bonos a 10 años del Tesoro de Estados Unidos pueden haber sido otros. Como la política monetaria no convencional de la Reserva Federal se ha concentrado sobre todo en valores a más largo plazo, la curva de rendimiento se ha hecho más pronunciada solo más allá del plazo de un año, mientras que la contracción de 1994 se transmitió a lo largo de toda la curva.

de cambio real —cerca del 5% en promedio desde mayo de 2013 frente a prácticamente ningún cambio durante un período similar en el episodio de 1994— pueden ayudar a mitigar los efectos en el crecimiento.

Enseñanzas de la historia

- La historia demuestra que la economía mundial no se desplomó en episodios pasados de contracción monetaria de Estados Unidos. Aparte de lo sucedido en unas pocas economías, las consecuencias transfronterizas fueron en general benignas, y el crecimiento mundial siguió siendo sólido.
- Cuando surgieron dificultades, como durante el episodio de 1994, estas típicamente obedecieron a factores de vulnerabilidad reinantes que resultaron ser insostenibles en un contexto mundial cambiante.
- Las consecuencias potenciales de la futura contracción de la política monetaria en Estados Unidos dependerán de la magnitud y el ritmo de la contracción y de cuán generalizada sea su incidencia en las condiciones financieras. Por ejemplo, las tendencias históricas hacen pensar que a mediano plazo la tasa soberana de Estados Unidos a 10 años aumentará más de 200 puntos básicos hasta aproximarse a 5%, pero el aumento podría ser más pequeño si el crecimiento y la inflación a mediano plazo en Estados Unidos no se revierten a los promedios históricos.

Al sufrir desaceleraciones después de los máximos cíclicos alcanzados en 2010–11, muchas economías de mercados emergentes necesitarán realizar aterrizajes suaves a medida que las condiciones de financiamiento externo se tornen más restrictivas. Muchas de esas economías han adoptado políticas más sólidas en la última década, y cuentan con reservas más cuantiosas y regímenes cambiarios flexibles, aunque en algunos países los desequilibrios fiscales se han agravado en años recientes (véase el informe *Monitor Fiscal* de octubre de 2013) y la proporción de deuda emitida localmente en poder de no residentes ha aumentado (véase el informe GFSR de octubre de 2013). Si durante las etapas de prosperidad recomponen sus márgenes para la aplicación de políticas y utilizan sus tipos de cambio como amortiguadores mientras contienen la inflación y los riesgos para la estabilidad financiera, estas economías deberían estar mejor preparadas que en 1994 para soportar un endurecimiento de las condiciones financieras.

Recuadro 1.2. ¿Qué factores explican las desaceleraciones en el grupo BRICS?

Por algún tiempo, el crecimiento mundial ha estado impulsado por los países del grupo BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica). Pero en el último par de años el crecimiento de estas economías ha empezado a trastabillar, dando lugar a interrogantes fundamentales. ¿Por qué los BRICS se han desacelerado en forma simultánea? ¿Son desaceleraciones meramente cíclicas o estructurales, con implicaciones más profundas para la economía mundial?

En este recuadro se recurre a un nuevo enfoque basado en modelos para esclarecer estas preguntas. En términos generales, se observa que los factores cíclicos han desempeñado un importante papel que quizás haya sido subestimado. Al mismo tiempo, el crecimiento potencial ha disminuido, pero el personal técnico del FMI prevé que la correspondiente caída de las tasas de crecimiento resultará ser duradera solo en dos economías: China y Rusia.

No cabe duda de que los BRICS han sufrido una desaceleración muy considerable. Según las proyecciones del informe WEO, el crecimiento en Sudáfrica, China, Rusia e India será entre 1½ y 4¼ puntos porcentuales más bajo en 2013 que en 2011¹. La economía de Brasil se ha desacelerado apenas marginalmente en este período, pero solo porque el crecimiento cayó casi 5 puntos porcentuales en 2011.

No obstante, las desaceleraciones distan de ser inusitadas, como lo demuestra el gráfico 1.2.1. Para algunos de los países del grupo, las desaceleraciones ni siquiera son inusuales. La más reciente desaceleración del crecimiento en Brasil es en realidad moderada en comparación con anteriores desaceleraciones de dos años (desde 1980, períodos sombreados). En el caso de Sudáfrica, la desaceleración es menor que dos tercios de las desaceleraciones anteriores. De forma similar, en China la actual desaceleración es (hasta ahora) más pequeña que las desaceleraciones registradas a finales de los años ochenta y en los años noventa.

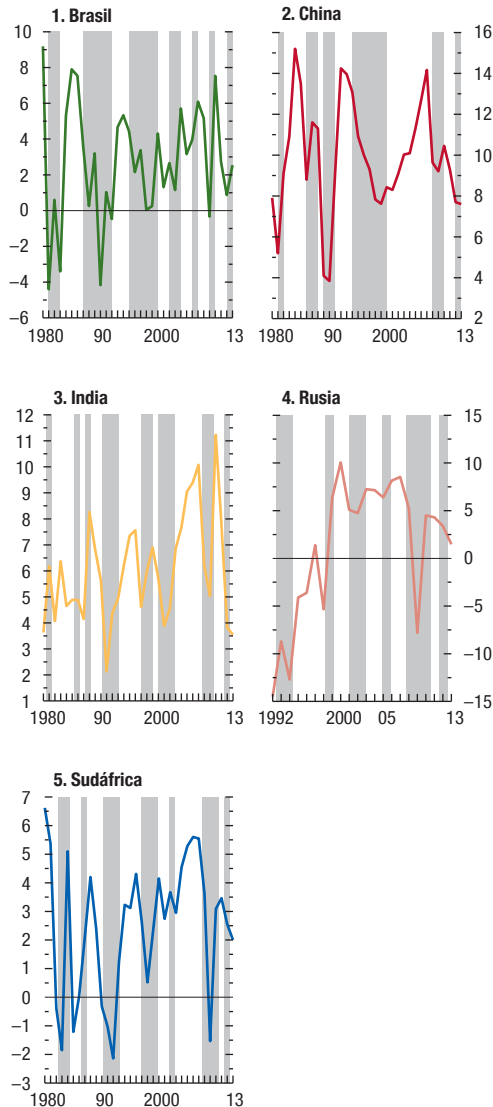
Tal vez la razón principal por la que las actuales desaceleraciones llamaron tanto la atención es que su intensidad fue imprevista. Siempre se esperó que las economías BRICS se desacelerarían conforme entraran en una fase de tasas de crecimiento más moderadas con respecto a los niveles correspondientes a la recupe-

Los autores de este recuadro son Patrick Blagrove, John Bluedorn, Joshua Felman, Roberto García-Saltos, Douglas Laxton y Junior Maib, con la colaboración de Daniel Rivera-Greenwood y Fan Zhang.

¹En todo el recuadro, el crecimiento se calcula y se muestra en función de año calendario. En el resto del informe WEO, las cifras de crecimiento de India se expresan en función del ejercicio fiscal.

Gráfico 1.2.1. Crecimiento del PIB real

(Porcentaje; las zonas sombreadas denotan años de desaceleración del crecimiento)¹



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Un año de desaceleración del crecimiento ocurre cuando la diferencia entre las tasas de crecimiento del año *t* y el año *t*-2 es negativa. El crecimiento se muestra en función del año calendario.

ración que se alcanzaron después de la crisis financiera mundial, pero las tasas de crecimiento han caído mucho más de lo previsto. Si se compara el informe WEO de septiembre de 2011 con el de octubre de 2013, el crecimiento proyectado para 2013 fue revi-

Recuadro 1.2 (continuación)

sado a la baja entre 1½ y 2½ puntos porcentuales para Brasil, China, Rusia y Sudáfrica, y aproximadamente 4½ puntos porcentuales en el caso de India. ¿Significa esto que el crecimiento potencial se ha reducido?

Antes de intentar contestar a esta pregunta hay que aclarar el concepto de crecimiento potencial. Según Okun (1962), el producto potencial es el nivel del producto real congruente con una inflación estable; la tasa de crecimiento del producto potencial es, por tanto, el crecimiento potencial. Existen otros conceptos de producto potencial, como por ejemplo el componente tendencial del producto, que suele identificarse mediante métodos puramente estadísticos como el conocido filtro Hodrick-Prescott; y el máximo nivel posible del producto, que se calcula usando una función de producción agregada del lado de la oferta. El concepto de producto potencial que se seleccione, y su correspondiente método de estimación, dependerán de la aplicación particular y de los datos disponibles².

A diferencia de un concepto puramente estadístico sobre el producto potencial, la definición de Okun tiene contenido económico, porque relaciona la brecha del producto (la diferencia entre el producto potencial y el producto efectivo) con el comportamiento de la inflación. Si en una economía hay capacidad ociosa (brecha del producto negativa), la inflación tenderá a caer, mientras que si la economía tiene poca capacidad ociosa (brecha del producto positiva), la inflación tenderá a aumentar. Esta relación similar a la curva de Phillips es un componente clave del método basado en modelos empleado aquí para estimar el producto potencial³. Dicho de manera sencilla, una desaceleración del crecimiento pero no de la inflación es una indicación de que se ha reducido el crecimiento potencial.

²El concepto de producto potencial y el método que se utilizan aquí no tienen que coincidir necesariamente con los de otras investigaciones. Por ejemplo, los economistas del FMI a cargo de países estiman el producto potencial utilizando una combinación de su criterio y métodos empíricos adaptados a un fin específico, como la evaluación de un conjunto de desequilibrios más amplio que el que se infiere de una inflación variable. Por ejemplo, véanse estimaciones del producto potencial basadas en un método de función de producción en el recuadro 8 de FMI (2012c).

³La curva de Phillips, denominada así a raíz de la investigación pionera de Phillips (1958), tradicionalmente relaciona la tasa de inflación con la desviación de la tasa de desempleo con respecto a su tasa natural (la brecha de desempleo). Al hacer la sustitución utilizando la ley de Okun (1962), que relaciona la brecha de desempleo con la brecha del producto, recuperamos la relación que utilizamos en nuestro método basado en modelos.

La relación inflación-brecha del producto combinada con las descripciones sobre cómo pueden evolucionar a lo largo del tiempo el producto potencial y la brecha del producto crea un modelo macroeconómico simple para cada economía. Utilizando la estructura del modelo se construye un filtro multivariante que se basa en la información del producto observado, la inflación y las expectativas de inflación y crecimiento (de *Consensus Forecasts*) para inferir el crecimiento potencial, tanto históricamente como en tiempo real⁴. El componente cíclico del crecimiento real no es más que la diferencia entre el crecimiento real y el crecimiento potencial estimado. Dada su limitada necesidad de datos, el filtro puede estimarse para una amplia gama de economías.

El cuadro 1.2.1 presenta las estimaciones del filtro multivariante, y el gráfico 1.2.2 las ilustra visualmente. Cabe señalar que las proyecciones de crecimiento para 2013 difieren de las del informe WEO, ya que se basan en el Modelo de Proyección Mundial del FMI. También hay que señalar que los datos de India corresponden al año calendario, mientras que en el resto del informe WEO se expresan en función del ejercicio fiscal. Al contrario de lo que se suele pensar, el enfriamiento de los factores cíclicos es un aspecto importante de la historia, y explica la mayor parte de las desaceleraciones en Rusia y Sudáfrica, y aproximadamente la mitad de las de India y China.

El efecto del repliegue de los factores cíclicos también puede observarse en las brechas estimadas del producto. Si bien el crecimiento en los BRICS ya se había moderado en 2011 con respecto a los niveles vinculados a la recuperación de 2010, se seguía estimando que el producto se situaría casi un 1% por encima del potencial en Brasil, China e India. Solo en los casos de Rusia y Sudáfrica se estimó que el producto sería inferior al potencial, como lo había sido desde el inicio de la recesión mundial en 2009. En 2013, en cambio, se piensa que la brecha del producto será negativa en todos los BRICS. Las brechas más grandes son las de Brasil e India (entre 1% y 2% del potencial), y las más pequeñas las de China, Rusia y Sudáfrica (alrededor de ½% del potencial).

⁴Las expectativas de inflación y crecimiento de *Consensus Forecasts* ayudan a anclar el modelo, reduciendo así su sensibilidad a revisiones y extensiones de los datos (el conocido problema de extremos que afecta a los filtros de dos lados). Véase un análisis detallado sobre la estructura del filtro multivariante y su estimación en Benes *et al.* (2010).

Recuadro 1.2 (continuación)

Cuadro 1.2.1. Desaceleración del crecimiento real y potencial en el grupo BRICS

Economía	Año	Crecimiento real	Crecimiento potencial	Crecimiento cíclico	Brecha del producto
Brasil	2011	2,7	3,2	-0,5	0,8
	2013 (proyección) ¹	2,7	2,8	-0,1	-1,1
	Variación	0,0	-0,4	0,4	-1,8
China	2011	9,3	8,9	0,4	0,9
	2013 (proyección) ¹	7,7	8,0	-0,3	-0,6
	Variación	-1,6	-0,9	-0,7	-1,4
India	2011	7,4	7,3	0,2	0,6
	2013 (proyección) ¹	4,3	5,7	-1,4	-1,9
	Variación	-3,1	-1,6	-1,6	-2,7
Rusia	2011	4,3	2,5	1,7	-0,8
	2013 (proyección) ¹	1,2	2,0	-0,8	-0,7
	Variación	-3,1	-0,5	-2,6	0,1
Sudáfrica	2011	3,5	2,6	0,9	-0,3
	2013 (proyección) ¹	2,1	2,4	-0,3	-0,5
	Variación	-1,4	-0,2	-1,2	-0,2

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹El crecimiento real en 2013 es el pronóstico del Modelo de Proyección Mundial (GPM, por sus siglas en inglés) del FMI al 13 de septiembre de 2013, que puede ser diferente del pronóstico oficial del informe WEO. Véanse detalles del GPM en Carabenciov *et al.* (2013).

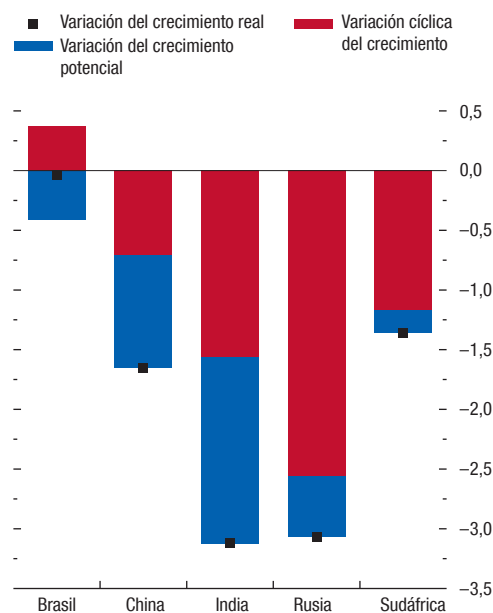
Nota: Las tasas de crecimiento se muestran en función del año calendario. Las estimaciones del crecimiento potencial y cíclico y la brecha del producto provienen del filtro multivariante que se describe en el texto. El crecimiento y real y potencial se definen como la variación interanual de las series subyacentes de nivel logarítmico (multiplicadas por 100). El crecimiento cíclico se define como la diferencia entre el crecimiento real y el potencial. Es posible que el total no coincida con la suma de los componentes debido al redondeo de las cifras. La brecha del producto está dada por la diferencia entre el producto potencial logarítmico y el producto real logarítmico (multiplicada por 100); un número negativo denota presión deflacionaria. La variación denota la diferencia entre las estimaciones de 2013 y 2011.

¿A qué se debe la fuerte y simultánea desaceleración cíclica en estas economías? Lo más probable es que hayan incidido factores comunes (gráfico 1.2.3). Tras la crisis financiera mundial, las autoridades proporcionaron un enorme estímulo fiscal monetario y fiscal, sobre todo en China, pero también en las otras economías. Al mismo tiempo —en parte como resultado del estímulo de los BRICS— la economía mundial empezó a recuperarse, lo cual generó un impulso adicional gracias al fuerte repunte de las exportaciones, el descenso de las tasas de interés mundiales y aumentos de precios de las materias primas que beneficiaron a Rusia (energía) y a Brasil y Sudáfrica (materias primas no combustibles). Pero a partir de 2011 estos factores empezaron a disiparse: los efectos del estímulo disminuyeron, la demanda mundial de exportaciones menguó y los precios de las materias primas empezaron a debilitarse.

Al mismo tiempo que cedían los factores cíclicos, el crecimiento potencial empezó a caer. La reducción es de entre ¼ y ½ punto porcentual para Sudáfrica, Rusia y Brasil, y de entre 1 y 1½ puntos porcentuales para China e India. Estas dos últimas reducciones son sustanciales. En el período limitado con respecto al cual existen estimaciones del crecimiento potencial obtenidas a partir del filtro multivariante (básicamente, después de 2000), las reducciones en China e India son de las mayores que han experimentado estos países.

Gráfico 1.2.2. Composición de las variaciones del crecimiento en 2011–13¹

(Puntos porcentuales)



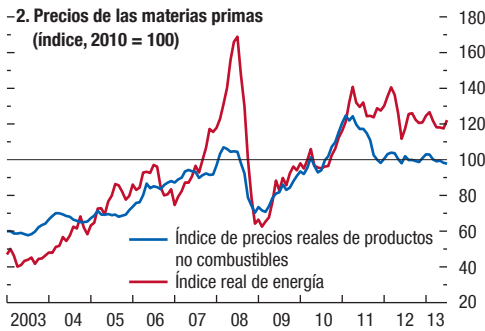
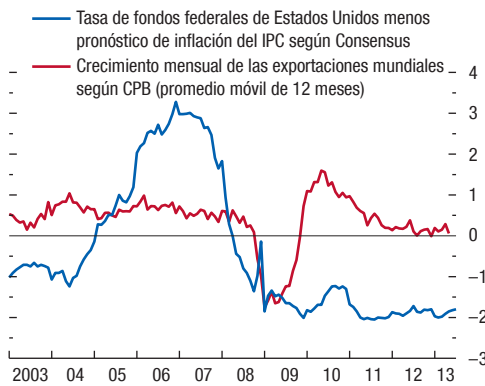
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Estimaciones del filtro multivariante sobre la composición. Véase el cuadro 1.2.1.

Recuadro 1.2 (continuación)

Gráfico 1.2.3. Crecimiento de las exportaciones mundiales, tasa de interés real de Estados Unidos y precios de las materias primas

1. Crecimiento de las exportaciones mundiales y tasa de interés real ex ante de Estados Unidos (porcentaje)



Fuentes: Consensus Economics; CPB Netherlands; Haver Analytics; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: IPC = índice de precios al consumidor.

Estas reducciones del crecimiento potencial apuntan a la presencia de ciertos obstáculos estructurales graves. Por ejemplo, el potencial de India se ha visto socavado por cuellos de botella de la oferta debidos a problemas en el marco normativo de minería, energía, telecomunicaciones y otros sectores; la consiguiente desaceleración en la aprobación de permisos y proyectos, y tensión excesiva en los balances de las empresas.

No obstante, hay que contextualizar las reducciones del crecimiento potencial. Dichas reducciones no implican necesariamente que la tasa de crecimiento a largo plazo de estado estable haya sufrido una reducción permanente. La razón es que el crecimiento

Cuadro 1.2.2. Pronóstico de crecimiento a cinco años y crecimiento medio en 1998–2013 en el grupo BRICS

(puntos porcentuales)

Economía	Crecimiento medio (1998–2013)	Pronóstico de crecimiento a cinco años
Brasil	2,9	3,5
China	9,6	7,0
India	6,9	6,7
Rusia	4,4	3,5
Sudáfrica	3,2	3,5

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El pronóstico de crecimiento a cinco años proviene del informe WEO de octubre de 2013 (estimación del crecimiento en 2018; en el caso de India, las cifras corresponden al ejercicio fiscal).

potencial puede variar de un año a otro, y de hecho lo hace, de acuerdo con la evolución de la oferta agregada a corto plazo. Por lo tanto, para determinar si serán duraderas las recientes reducciones del crecimiento es necesario incorporar en el análisis información de fuentes ajenas al modelo, y que puede extraerse de los pronósticos a cinco años del informe WEO. Para Brasil, India y Sudáfrica, las proyecciones indican que el crecimiento permanecerá en general alineado con el promedio de los últimos 15 años (o lo superará) (cuadro 1.2.2). Sin embargo, hay dos excepciones: China y Rusia, cuyos pronósticos de crecimiento son significativamente menores.

¿Por qué se prevé que caerán las tasas de crecimiento a largo plazo de China y Rusia? En ambos casos la razón es, básicamente, que su actual modelo de crecimiento está llegando al fin de su vida útil. Hasta ahora, China ha dependido de un crecimiento amplio, con políticas orientadas a expandir la economía a partir de la acumulación de capital y la migración de la mano de obra del campo a las fábricas en las ciudades⁵. Pero las tasas de inversión excepcionalmente altas (casi la mitad del PIB) han dado lugar a un exceso de capacidad y rendimientos decrecientes. Al mismo tiempo, las tendencias demográficas implican que la mano de obra empezará a contraerse después de 2014, y que el excedente de mano de obra se agotará alrededor de 2020. Además, el crecimiento de la productividad total de los factores probablemente se reducirá a medida que China avance hacia el grupo de países de alto ingreso. Es decir que, sin una reforma fundamental para reequilibrar la economía hacia el consumo y estimu-

⁵Véase un análisis de los desafíos a largo plazo a los que se enfrenta China en el recuadro 5 de FMI (2013h).

Recuadro 1.2 (continuación)

lar el crecimiento de la productividad a través de la desregulación, el crecimiento tenderá a desacelerarse considerablemente.

El caso de Rusia es similar⁶. Por algún tiempo, el país ha estado frenado por una infraestructura física inadecuada, por ejemplo, en cuanto a las redes de transporte y electricidad; una dependencia excesiva de las materias primas, y un entorno empresarial deficiente. Pero aun así la economía ha logrado crecer, gracias a los crecientes precios del petróleo y al apro-

⁶Véase un análisis más a fondo de las cuestiones estructurales a las que se enfrenta Rusia en FMI (2012d).

vechamiento de la capacidad excedentaria. Pero este modelo ahora parece estar agotado, y el crecimiento se verá más restringido por los factores demográficos negativos.

Ahora podemos responder a la pregunta planteada al comienzo: ¿es la desaceleración estructural o cíclica? Parece ser que gran parte de la reducción del crecimiento es atribuible a un repliegue de factores cíclicos previos. El crecimiento potencial también se ha deteriorado. Pero se prevé que solo China y Rusia tendrán tasas de crecimiento económico persistentemente más bajas.

Recuadro 1.3. Reequilibrio externo en la zona del euro

A lo largo de la crisis financiera, los fuertes desequilibrios externos dentro de la zona del euro han sido motivo de preocupación pese a haber disminuido sustancialmente. Concretamente, los avances han sido asimétricos y no han traído consigo un retorno del equilibrio interno. La asimetría está relacionada con el hecho de que los saldos en cuenta corriente en los países miembros con déficits externos han mejorado significativamente en medio de la presión del mercado, en tanto que los superávits en cuenta corriente en otros miembros no han disminuido debido a la débil demanda interna (gráfico 1.3.1, paneles 1 y 2). Por lo tanto, la posición de cuenta corriente de toda la zona del euro ha dado un giro hacia el superávit. En cuanto al equilibrio interno, el producto sigue estando por debajo del potencial, y las tasas de desempleo se aproximan a máximos sin precedentes en los países deficitarios, lo que significa que se necesita un importante ajuste adicional para que el equilibrio externo se mantenga una vez que la crisis haya concluido (gráfico 1.3.1, panel 3).

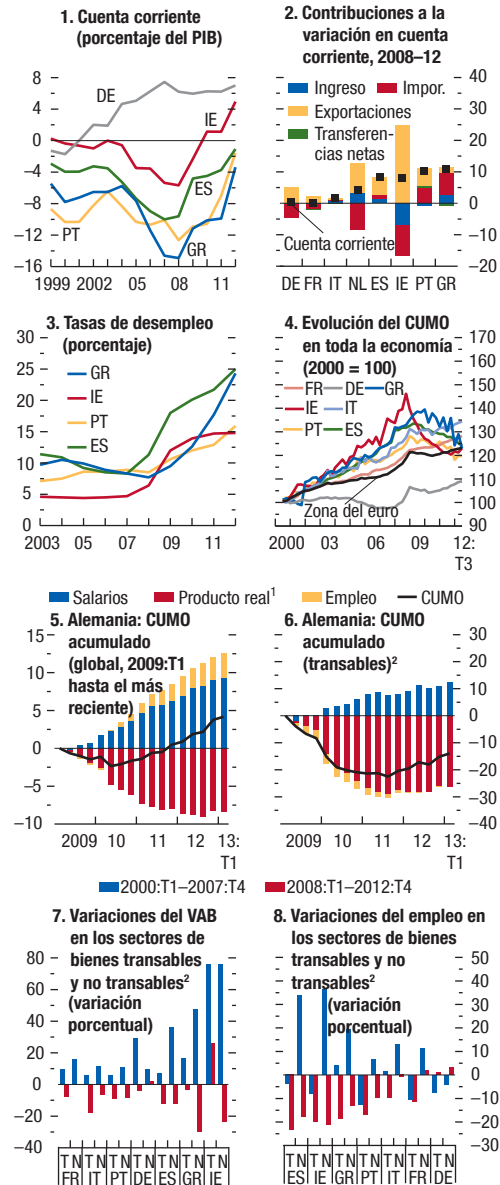
En este recuadro se examina el avance del reequilibrio externo en la zona del euro y se evalúa cuánto más ajuste es necesario, sobre todo en los países deficitarios, para que se restablezca el equilibrio interno y externo¹. La conclusión principal es que los países deficitarios necesitan llevar a cabo un ajuste continuo (“devaluación interna”) para afianzar su competitividad externa y evitar el resurgimiento de fuertes déficits en cuenta corriente a medida que se recuperan sus economías. Mientras tanto, el crecimiento en las economías superavitarias debería estar más impulsado por fuerzas internas. En las economías con superávits es esencial una demanda interna más fuerte para apoyar una demanda más fuerte en toda la zona del euro y ayudar a sustentar un repunte de las exportaciones de las economías deficitarias.

En el contexto de la zona del euro, las variaciones relativas en la competitividad de los países deficitarios han ocurrido a través de variaciones de los precios relativos, sin que sea posible ajustar el tipo de cambio nominal a nivel de país. Estos cambios abarcan dos dimensiones: 1) una baja de los precios de los bienes no transables en relación con los transables para ayudar

Los autores de este recuadro son Joong Shik Kang, Jay Shambaugh, Thierry Tresselt y Shengzu Wang, con la colaboración de Tingyun Chen.

¹Véanse análisis más detallados en FMI (2013e) y Kang *et al.* (de próxima publicación).

Gráfico 1.3.1. Evolución del saldo externo



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

Nota: DE= Alemania; ES = España; FR = Francia; GR = Grecia; IE= Irlanda; IT = Italia; NL = Países Bajos; PT = Portugal; VAB = valor agregado bruto; T = transables; N = no transables; CUMO = costo unitario de la mano de obra.

¹Un signo negativo denota aumento del producto real.

²En el caso de Alemania (panel 6), datos de 2009: T1 hasta el período más reciente. Los sectores de bienes transables comprenden la manufactura (industria, excluida la construcción en el caso de Grecia). Los sectores de bienes no transables comprenden construcción; comercio, viajes, alojamiento y alimentación; seguros financieros, y bienes raíces.

Recuadro 1.3 (continuación)

a reorientar la producción interna hacia los bienes transables; y 2) una reducción de los precios de los bienes transables internos en relación con los bienes transables extranjeros para ayudar a estimular la competitividad externa y las exportaciones. Expresado de otro modo, un ajuste del precio relativo con respecto a los socios comerciales apuntalaría la competitividad y la salud del sector externo (equilibrio externo), mientras que la reasignación de recursos del sector de los bienes no transables al sector más sólido de los bienes transables estimularía a la economía en general para que pueda alcanzar el pleno empleo (equilibrio interno). En las uniones monetarias que también están organizadas como uniones bancarias y fiscales (a diferencia de la zona del euro en la actualidad), la distribución más amplia del riesgo también mitiga el impacto de los desequilibrios en cuenta corriente entre los países miembros en la estabilidad macroeconómica y financiera.

Avances en la reducción de los precios relativos de los bienes no transables y transables²

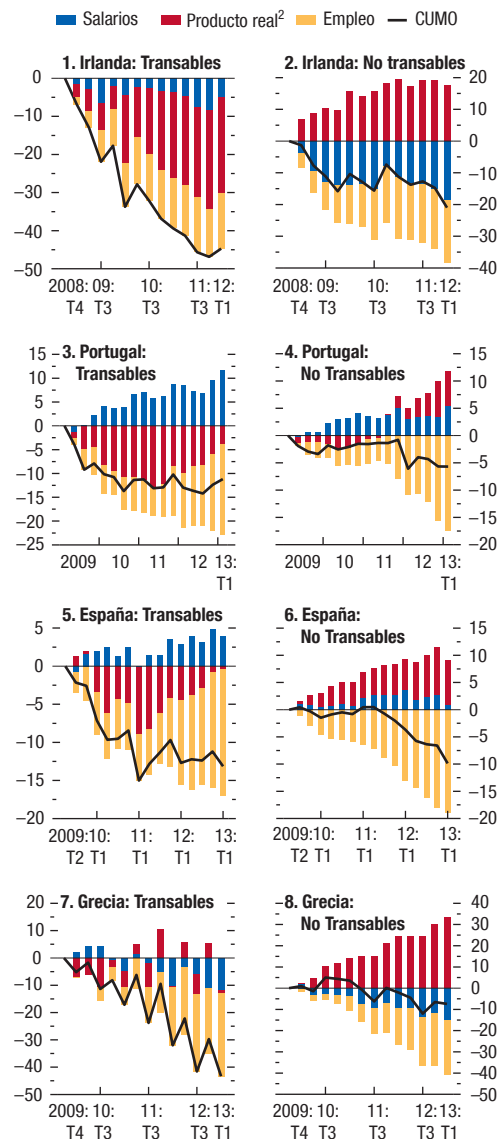
Se ha producido cierto ajuste a través de una reducción de los costos (gráfico 1.3.1, panel 4). Los costos unitarios de la mano de obra han descendido considerablemente en los países deficitarios desde que iniciaron el ajuste, con ajustes más sustanciales en países como Grecia e Irlanda, gracias a aumentos de la productividad (ya que la reducción del empleo en general excedió la contracción del producto) y a reducciones de los salarios (gráfico 1.3.2). Durante este período, los costos unitarios de la mano de obra globales en Alemania aumentaron moderadamente, lo cual ayuda al reequilibrio (gráfico 1.3.1, paneles 5 y 6).

En lo que se refiere a la reasignación de recursos entre sectores, la dinámica del ajuste muestra una variación significativa entre los países deficitarios (gráfico 1.3.1, paneles 7 y 8). En Irlanda, donde los costos unitarios de la mano de obra empezaron a bajar en los sectores de bienes transables y no transables antes que en los otros miembros de la zona del euro, el producto ha empezado a recuperarse en el sector de los transables, pero esa recuperación aún no se ha traducido en mejoras salariales y del empleo (gráfico 1.3.2, paneles 1 y 2). En España y Portugal, el producto cayó en el

²Los cuatro países deficitarios (España, Grecia, Irlanda, Portugal) con los mayores déficits externos previos a la crisis al final de 2007 son el objeto de este análisis detallado de ajuste de los precios relativos.

Gráfico 1.3.2. Ajuste acumulativo del costo unitario de la mano de obra

(Porcentaje, punto máximo al más reciente)¹



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

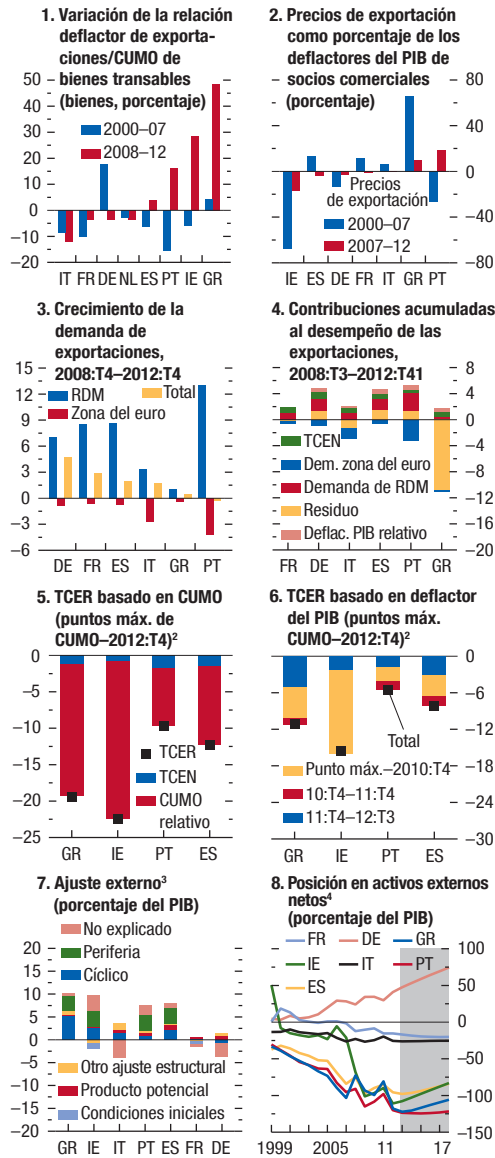
Nota: Los sectores de bienes transables comprenden la manufactura (industria, excluida la construcción en el caso de Grecia). Los sectores de bienes no transables comprenden construcción; comercio, viajes, alojamiento y alimentación; seguros financieros, y bienes raíces.

¹Los puntos máximos son 2009:T4 para Grecia, 2008:T4 para Irlanda, 2009:T1 para Portugal y 2009:T2 para España (basados en costos unitarios de la mano de obra). El más reciente es 2013:T1.

²Un signo negativo denota aumento del producto real.

Recuadro 1.3 (continuación)

Gráfico 1.3.3. Desempeño de las exportaciones y ajuste externo



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

Nota: DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GR = Grecia; IE = Irlanda; IT = Italia; NL = Países Bajos; PT = Portugal; CUMO = costo unitario de la mano de obra; RDM = resto del mundo; TCEN = tipo de cambio efectivo nominal; TCER = tipo de cambio efectivo real.

¹Las estimaciones del personal técnico del FMI se basan en un análisis de regresión de las exportaciones.

²Los puntos máximos son 2009:T4 para Grecia, 2008:T4 para Irlanda, 2009:T1 para Portugal y 2009:T2 para España (basados en costos unitarios de la mano de obra). El más reciente es 2013:T1.

³Contribuciones a la variación en la cuenta corriente, 2007-12. Las estimaciones del personal técnico del FMI se basan en un análisis de regresión de la cuenta corriente.

⁴La posición en activos externos netos se expresa en porcentaje del PIB implícito de las proyecciones del informe WEO, con el supuesto de que no se experimentan efectos de valoración al futuro.

período reciente, y el empleo ha seguido reduciéndose, con escasos recortes salariales hasta recientemente (gráfico 1.3.2, paneles 3-6). En Grecia, los ajustes se están llevando a cabo mediante recortes salariales y reducción del empleo, ya que el producto no se ha recuperado (gráfico 1.3.2, paneles 7 y 8). En general, no se han registrado aumentos del producto salvo en Irlanda, lo que refleja en parte el colapso general de la demanda interna en la zona del euro, y el empleo permanece en niveles inferiores a los observados antes de la crisis tanto en el sector de bienes transables como en el de no transables.

Avances en la mejora de los precios de los bienes transables en relación con los socios comerciales

Tras estos ajustes de los costos, la competitividad de los precios de las exportaciones ha empezado a mejorar, si bien moderadamente. La razón es que en Grecia, Irlanda, Portugal y en cierta medida España, los márgenes de los exportadores (precios de exportación en relación con los costos unitarios de la mano de obra) han aumentado desde la crisis. Esto hace pensar que las empresas del sector de bienes transables han empezado a recuperar su rentabilidad, lo cual debería hacer más atractivo ese sector y canalizar la producción hacia los sectores orientados a la exportación (gráfico 1.3.3, paneles 1 y 2).

La recuperación de las exportaciones tras la crisis se ha beneficiado de estos ajustes de los precios relativos así como de una fuerte demanda de exportaciones desde fuera de la zona del euro. Un análisis econométrico de las exportaciones trimestrales entre el tercer trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2012 muestra que la demanda externa del resto del mundo hasta ahora ha sido el principal factor que impulsa el desempeño de las exportaciones, y es responsable de aproximadamente el 40% al 50% de la recuperación de las exportaciones en Alemania y España y hasta el 140% en Portugal (gráfico 1.3.3, paneles 3 y 4). Sin embargo, la demanda externa dentro de la zona del euro ha sido tan débil que incidió negativamente en la evolución de las exportaciones. Este efecto negativo fue particularmente importante en Italia y Portugal.

A la recuperación de las exportaciones también contribuyó el ajuste de los precios internos en relación con los socios comerciales. Los tipos de cambio efectivos reales (basados en los costos unitarios de la mano de obra y en deflatores del PIB) se han depreciado considerablemente (gráfico 1.3.3, paneles 5 y 6). La conclusión es que los esfuerzos relacionados con los

Recuadro 1.3 (continuación)

ajustes están empezando a rendir fruto. Por su parte, las exportaciones de Alemania también se beneficiaron de una reducción de su deflactor del PIB en relación con sus socios comerciales.

Sin embargo, persiste una pregunta: ¿en qué medida los ajustes de la cuenta corriente en la zona del euro serán duraderos? En otras palabras, ¿se debe el ajuste principalmente a mejoras estructurales o solo a factores cíclicos provocados por el fuerte aumento de las brechas del producto? Un método basado en la Evaluación del Saldo Externo de 2013 realizada por el FMI apunta a que los factores cíclicos son responsables de una proporción importante de los vuelcos que han dado las cuentas corrientes de estas economías (en especial en Grecia e Irlanda), mientras que el impacto de los factores estructurales medidos (producto potencial, factores demográficos y afines) en general ha sido moderado, excepto en unos pocos países, incluido Alemania (gráfico 1.3.3, panel 7). En el ajuste en la periferia de la zona del euro también han incidido varios mecanismos comunes —entre ellos un fuerte vuelco en el sentido de los flujos de capital después de la crisis— que posiblemente son el reflejo

de fuerzas cíclicas y estructurales. La implicación es que los déficits en cuenta corriente podrían volver a aumentar significativamente cuando las condiciones cíclicas, entre ellas el desempleo, mejoren, salvo que la competitividad aumente aún más.

En el futuro será complicado reducir los factores de vulnerabilidad externa en virtud de una convergencia de los activos externos netos hacia niveles más estables. Reducir los pasivos externos netos a niveles considerados saludables en otros lugares probablemente exigirá ajustes de los precios relativos mucho más considerables que los que supone la necesidad de revertir la previa apreciación del costo unitario de la mano de obra o de lograr superávits en cuenta corriente. Según las proyecciones de base del informe WEO, sin efectos de valoración, se prevé que las posiciones en activos externos netos de España, Grecia, Irlanda y Portugal permanecerán por debajo de menos 80% en 2018, lo que significa que tomará un largo tiempo revertir el deterioro de la posición en activos externos netos que ocurrió en 2000–12. Se prevé que Alemania seguirá acumulando superávits externos (gráfico 1.3.3, panel 8).

Recuadro 1.4. La Abeconomía: ¿Riesgos después del éxito inicial?

La “Abeconomía” es un nuevo marco de política económica de gran alcance que se anunció para Japón en diciembre de 2012 y que comprende tres elementos principales o “flechas”: aplicación de una política monetaria más expansiva, política fiscal flexible y reformas estructurales. Los objetivos de la Abeconomía son poner fin a la deflación, elevar el crecimiento de manera duradera y revertir el aumento de la deuda. La iniciativa ya ha dinamizado las perspectivas de Japón en el corto plazo, pero las expectativas de inflación a mediano plazo se ubican todavía bastante por debajo de la meta de 2%, poniendo de relieve el riesgo de que esa meta de inflación no se alcance de aquí a 2015, como se prevé actualmente, sin nuevas políticas de estímulo. Pero un aumento de los estímulos podría comprometer el logro de los otros elementos principales del programa y también podría retrasar la muy necesaria reducción de la vulnerabilidad fiscal. En este recuadro se analizan esos riesgos para la Abeconomía y se repasan los logros alcanzados hasta ahora. Pueden extraerse dos conclusiones fundamentales. Primero, la implementación total y oportuna de las tres flechas del programa de la Abeconomía es esencial para alcanzar sus objetivos generales. Segundo, las reformas estructurales serán cruciales para ganar el margen adicional de política macroeconómica que quizá se necesite para llevar la inflación a la meta de 2%.

La primera flecha es el *nuevo* marco de expansión monetaria cuantitativa y cualitativa (QQME, por sus siglas en inglés), mediante el cual el Banco de Japón procura poner fin a la deflación y alcanzar su meta de inflación de 2% para 2015. La segunda flecha del nuevo marco económico es una política fiscal flexible: 1) un estímulo igual al 1,4% del PIB, consistente en nuevo gasto financiado con deuda, en 2013–14, y 2) consolidación fiscal a partir de 2014, con la meta de reducir a la mitad el déficit primario para el ejercicio 2015, respecto de su nivel de 6,6% del PIB registrado en el ejercicio 2010, y de lograr un superávit primario para el ejercicio 2020. La tercera flecha es una combinación de reformas estructurales como parte de una estrategia de crecimiento amplia e integral dirigida a promover la inversión, el empleo y la productividad.

El nuevo marco de políticas tuvo un impacto inmediato en el mercado financiero. Desde diciembre de 2012 hasta junio de 2013, el índice bursátil Nikkei se elevó alrededor de 30% y el tipo de cambio se

depreció fuertemente —17%— en términos efectivos reales. Los rendimientos de los bonos descendieron brevemente, ubicándose en sus mínimos históricos, para luego experimentar un leve repunte.

El programa ya ha elevado el crecimiento y mejorado las perspectivas a corto plazo. De las estimaciones del personal técnico del FMI se desprende que las nuevas medidas de política económica explican entre un tercio y la mitad del crecimiento de 3,9% del PIB (tasa anual desestacionalizada) en el primer semestre de 2013, después de dos trimestres de crecimiento negativo o bajo. Se prevé que el efecto total del programa en el crecimiento del PIB real para 2013 en su conjunto será de alrededor de 1,3 puntos porcentuales. Parte de este aumento se debe a los efectos de riqueza propios del alza de los precios de las acciones, que se estima incrementarán el consumo y el producto alrededor de 0,3% y 0,2%, respectivamente. Otro 0,4 punto porcentual del efecto en el producto se debe a la depreciación del tipo de cambio, mientras que el resto representa los efectos generados a través de otros canales. Ante esta evolución, las actuales proyecciones de base del informe WEO incorporan los efectos de una fuerte expansión monetaria así como los ajustes previstos de la política fiscal hasta 2015, inclusive.

A pesar de estos logros, el éxito de la Abeconomía a más largo plazo no está garantizado, en particular respecto del incremento de la inflación. Si bien aumentaron, las expectativas de inflación a mediano plazo aún están por debajo de la meta de 2% (gráfico 1.4.1)¹. En un contexto desinflacionario, las expectativas de inflación a mediano plazo suelen demorar en ajustarse, particularmente cuando están acompañadas de un crecimiento bajo y alto desempleo. Análogamente, los salarios nominales aún no han comenzado a subir, lo que no es inesperado, dados los rezagos resultantes de los contratos laborales vigentes y otros factores.

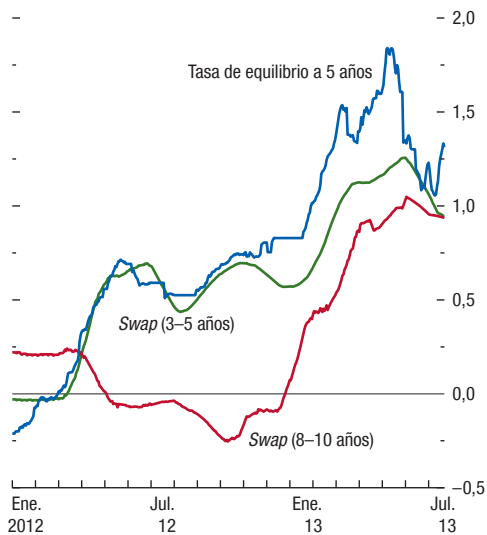
El interrogante crucial es por lo tanto si Japón logrará y sostendrá el alto crecimiento que probablemente será necesario para superar la deflación. Si no lo logra, y si las expectativas de inflación no aumentan más, serán necesarias más políticas de estímulo. Si el margen para aplicar mayores estímulos monetarios es limitado, habrá que recurrir a medidas fiscales adicionales. Pero tales

¹Los indicadores basados en encuestas muestran un cierto aumento moderado de las expectativas de inflación. El indicador a un año aumentó alrededor de 1%, pero esto podría también deberse al incremento previsto del impuesto al valor agregado. Las expectativas a mediano plazo no han variado significativamente.

Los autores de este recuadro son Dennis Botman, Benjamin Hunt, Zoltan Jakab y René Lalonde.

Recuadro 1.4 (continuación)

Gráfico 1.4.1. Expectativas de inflación¹
(Variación porcentual interanual)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI basados en datos de Bloomberg, LP.

¹Estimadas como promedio móvil de un mes del índice de precios al consumidor implícito basado en los precios cotizados por el comprador y el vendedor de los swaps de inflación.

medidas exigen contar con espacio fiscal, y hay un margen escaso para la implementación de la Abeconomía. Aumentar la tasa del impuesto al consumo en dos etapas (en 2014 y 2015), como se preveía antes del anuncio del programa, es esencial para contener la vulnerabilidad fiscal. Pero la aplicación de impuestos al consumo más elevados podría perjudicar el crecimiento y las expectativas de inflación, aun cuando se espera que la actividad seguirá siendo robusta —dado el repunte previsto de la inversión privada y en vista del multiplicador relativamente bajo del impuesto al valor agregado—, lo que daría lugar a demoras en el logro de la meta de inflación. Un ritmo de crecimiento sustancialmente más lento podría hacer necesaria la adopción de medidas fiscales temporales a favor del crecimiento (por ejemplo, transferencias temporales focalizadas), siempre que estén acompañadas de un plan creíble a mediano plazo que garantice la sostenibilidad fiscal.

Para analizar los riesgos a los que está expuesta la Abeconomía, el personal técnico del FMI usó el nuevo Modelo G20 (G20MOD) para comparar las posibles consecuencias de un escenario en el que las tres flechas se

implementan plenamente con las de otro escenario en el que no lo están². Ambos escenarios incluyen la adopción de un plan de consolidación fiscal a mediano plazo con un ajuste de 1% del PIB cada año después de 2015, y la comparación es con respecto a las proyecciones de base anteriores al programa de Abeconomía³.

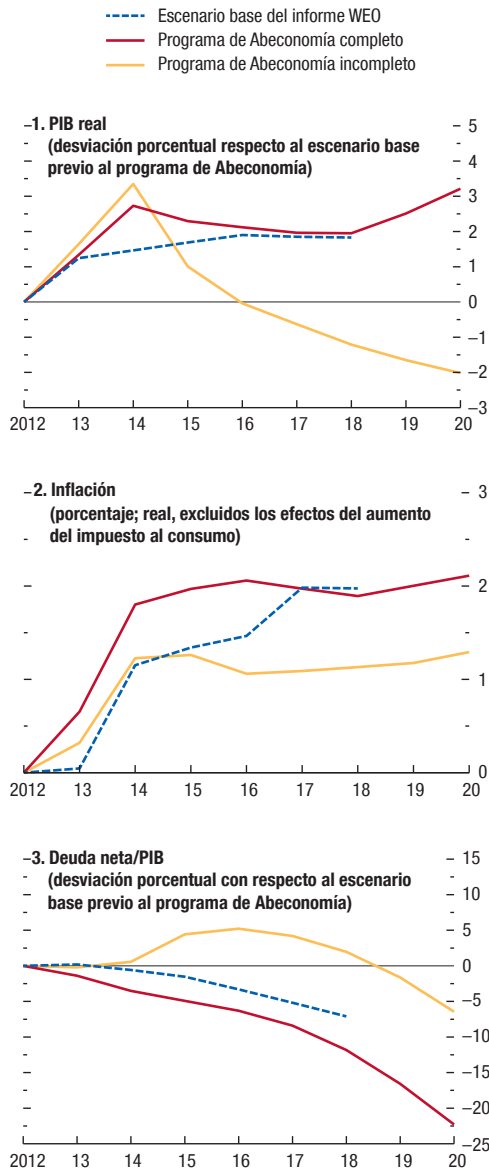
- En un *escenario de Abeconomía completo*, las reformas estructurales relativas al crecimiento impulsan la inversión y el crecimiento. El crecimiento tendencial aumenta de 1% a 2%. Con perspectivas de mayor crecimiento, las expectativas de inflación se alinean rápidamente con la nueva meta, y la inflación aumenta a 2% para 2015. Las reformas relativas al crecimiento y la consolidación fiscal se refuerzan mutuamente. El producto es considerablemente mayor que el proyectado según la trayectoria a mediano plazo previa al programa de Abeconomía, mientras que el coeficiente de deuda pública comienza a disminuir en lugar de seguir aumentando.
- En un *escenario de Abeconomía incompleto* sin reformas estructurales vinculadas al crecimiento, la inversión y el crecimiento son más bajos. Además, las expectativas de inflación responden más lentamente a las condiciones económicas. En este contexto, las autoridades deben adoptar más medidas de estímulo fiscal para cerrar la brecha del producto y elevar la inflación en el corto plazo. Pero esto exige incrementar el ajuste fiscal más adelante, en parte porque es mayor el aumento de las tasas de interés a largo plazo, debido a los mayores requisitos de financiamiento público y a las primas de riesgo más altas. El resultado es, a la larga, una disminución del coeficiente de deuda pública a los niveles de base previos al programa de Abeconomía. Pero el producto se mantendría por debajo del nivel de base anterior a la adopción del programa, y en el mediano plazo no se alcanzaría la meta de inflación de 2%. De no haber más ajuste fiscal, la deuda crecería más, aumentando

²Los escenarios aquí analizados amplían los presentados por el FMI en su informe sobre efectos de contagio publicado en 2013 (FMI, 2013a), y ahora incluyen expectativas de inflación rígidas.

³Otro escenario, que puede parecer improbable a la luz de la historia reciente de inflación baja o negativa que ha registrado Japón, es analizado en mayor detalle en la edición de octubre de 2013 del informe GFSR. En este escenario, las expectativas de inflación aumentan por encima de la meta y pasan a estar menos ancladas si la consolidación fiscal no es contundente y la prima de riesgo de la deuda soberana se eleva fuertemente. En ese caso, el banco central podría encontrarse frente a una forma de dominancia fiscal, que le impediría ajustar la política en la medida en que hubiera preferido.

Recuadro 1.4 (continuación)

Gráfico 1.4.2. Efecto del programa de Abeconomía en diversos escenarios



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

el riesgo de un alza importante del rendimiento de los bonos y amenazando la estabilidad financiera. Las simulaciones también indican que probablemente los efectos de contagio negativos del programa

de Abeconomía serán leves. La depreciación del tipo de cambio atribuible a las medidas de QQME tiene un muy pequeño efecto negativo en el crecimiento a corto plazo en el resto del mundo. Dicho esto, los impactos negativos se limitan a unos pocos países (por ejemplo, Alemania, China, Corea) y oscilan entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales del PIB en el corto plazo. Además, si el programa más amplio de Abeconomía resulta exitoso, tendría claros efectos de contagio positivos en el crecimiento neto a más largo plazo si fuera implementado en su totalidad. Sin embargo, en un escenario incompleto esos efectos positivos a largo plazo no se cristalizan⁴.

En resumen, el análisis destaca la necesidad de que las autoridades estén preparadas para implementar políticas de estímulo adicionales para elevar la inflación hasta la meta de 2%. También muestra que esto podría aumentar los riesgos para el programa y que la implementación plena y puntual de las tres flechas será esencial para mitigar dichos riesgos⁵. El análisis también destaca el hecho de que las tres flechas están estrechamente conectadas. Se necesitan reformas estructurales (por ejemplo, el aumento de la edad de jubilación y la participación de las mujeres en la fuerza laboral y medidas para potenciar el crecimiento de la productividad) para fortalecer el crecimiento a largo plazo y la sostenibilidad fiscal⁶. La sostenibilidad fiscal es necesaria para obtener espacio fiscal que permita ayudar a la política monetaria, limitada por el piso que representa la tasa de interés cero, y para evitar un fuerte aumento de las tasas de interés a largo plazo. La flexibilización de la política monetaria es necesaria para bajar las tasas reales de interés con el objeto de estimular el crecimiento y contribuir al logro de la nueva meta de inflación, lo cual reforzará la sostenibilidad fiscal. El hecho de que quizá se retrase la consolidación fiscal debido a la necesidad de mantener un alto crecimiento por algún tiempo pone de relieve las ventajas de asegurar las ganancias fiscales a más largo plazo mediante una reforma de las prestaciones sociales en el corto plazo. La elevación de la edad de jubilación y las reformas para contener el gasto de atención de la salud son medidas obvias en tal sentido. Por último, el análisis indica que en el corto plazo sería útil contar con planes de contingencia para proporcionar más estímulos monetarios no convencionales, en vista de las vulnerabilidades fiscales.

⁴Véanse más detalles en el informe del FMI sobre efectos de contagio de 2013 (FMI, 2013a).

⁵También se requieren importantes reformas estructurales para compensar las presiones deflacionarias subyacentes generadas por el envejecimiento de la población.

⁶Véanse más detalles en FMI (2013e).

Referencias

- Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA), 2013, *Technically Recoverable Shale Oil and Shale Gas Resources: An Assessment of 137 Shale Formations in 41 Countries Outside the United States* (Washington).
- Ahn, Daniel P., 2012, *Economic Consequences of Energy 2020*, Citi Energy 2020 Global Perspectives and Solutions Report.
- Ahuja, Ashvin, y Malhar Nabar, 2012, “Investment-Led Growth in China: Global Spillovers”, IMF Working Paper No. 12/67 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ahuja, Ashvin, y Alla Myrvoda, 2012, “The Spillover Effects of a Downturn in China’s Real Estate Investment”, IMF Working Paper No. 12/266 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Arezki, Rabah, y Liugang Sheng, de próxima publicación, “How Do Giant Oil Discoveries Affect the Current Account?”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Baffes, John, y Allen Dennis, 2013, “Long Term Drivers of Food Prices”, World Bank Policy Research Working Paper No. 6455 (Washington: Banco Mundial).
- Beidas-Strom, Samya, y Andrea Pescatori, 2013, “Oil Price Volatility and the Role of Speculation” (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Benes, Jaromir, Kevin Clinton, Roberto García-Saltos, Marianne Johnson, Douglas Laxton, Peter Manchev y Troy Matheson, 2010, “Estimating Potential Output with a Multivariate Filter”, IMF Working Paper No. 10/285 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman y Carmen M. Reinhart, 1996, “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s”, *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, No. 2, págs. 123–39.
- Carabenciov, Ioan, Charles Freedman, Roberto García-Saltos, Douglas Laxton, Ondra Kamenik y Petar Manchev, 2013, “GPM: The Global Projection Model with 6 Regions”, IMF Working Paper No. 13/87 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Decressin, Jörg, y Douglas Laxton, 2009, “Gauging Risks for Deflation”, IMF Staff Position Note No. 90/01 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2011, 2011 *Spillover Report* (Washington).
- , 2012a, *2012 Spillover Report* (Washington).
- , 2012b, “Investment-Led Growth in China: Global Spillovers”, 2012 Spillover Report Background Papers.
- , 2012c, *People’s Republic of China: 2012 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 12/195 (Washington).
- , 2012d, *Russian Federation: 2012 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 12/217 (Washington).
- , 2013a, *2013 Spillover Report* (Washington).
- , 2013b, *Chile: Article IV Consultation Selected Issues*, IMF Country Report No. 13/198 (Washington).
- , 2013c, *Colombia: Article IV Consultation Selected Issues*, IMF Country Report No. 13/35 (Washington).
- , 2013d, *Commodity Market Monthly*, www.imf.org/commodities.
- , 2013e, *Euro Area Policies: Selected Issues*, IMF Country Report No. 13/232 (Washington).
- , 2013f, *Japan: Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 13/253 (Washington).
- , 2013g, *Nigeria: Article IV Consultation Selected Issues*, IMF Country Report No. 13/116 (Washington).
- , 2013h, *People’s Republic of China: Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 13/211 (Washington).
- , 2013i, *Qatar: Article IV Consultation Selected Issues*, IMF Country Report No. 13/14 (Washington).
- , 2013j, *Saudi Arabia: Selected Issues*, IMF Country Report No. 13/230 (Washington).
- , 2013k, *United States: Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 13/237 (Washington).
- Goodfriend, Marvin, 2003, “The Phases of U.S. Monetary Policy: 1987–2001”, capítulo 6 de *Central Banking, Monetary Theory and Practice: Essays in Honor of Charles Goodhart*, vol. 1, compilado por Paul Mizen (Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar).
- Hunt, Ben, y Dirk Muir, 2013, “Potential Implications of the United States Becoming Energy Self Sufficient” (inédito).
- Kang, Joong Shik, Jay Shambaugh, Thierry Tresselt y Shengzu Wang, de próxima publicación, “Rebalancing and Growth in the Euro Area”, IMF Staff Discussion Note (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kumar, Manmohan S., 2003, *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*, IMF Occasional Paper No. 221 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Laeven, Luc, y Fabian Valencia, 2012, “Systemic Banking Crises Database: An Update”, IMF Working Paper 12/63 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Loungani, Prakash, y Akito Matsumoto, de próxima publicación, “Decoupling of Oil and Natural Gas Prices: Trial Separation or Permanent Split?”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Matheson, Troy D., 2011, “New Indicators for Tracing Growth in Real Time”, IMF Working Paper No. 11/43 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Okun, Arthur, 1962, “Potential GNP: Its Measurement and Significance”, Cowles Foundation Paper No. 190 (New Haven, Connecticut).
- Phillips, A. W., 1958, “The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861–1957”, *Economica*, vol. 25, No. 100, págs. 283–99.
- Roache, Shaun K., 2012, “China’s Impact on World Commodity Markets”, IMF Working Paper No. 12/115 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Sachs, Jeffrey D., Aaron Tornell y Andrés Velasco, 1996, “Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol.1, págs. 147–215 (Washington: Brookings Institution).

La constelación del crecimiento mundial está cambiando. La actividad en las grandes economías avanzadas ha comenzado a acelerarse, a partir de niveles atenuados. Por el contrario, el crecimiento en China y en muchas otras economías de mercados emergentes de Asia y América Latina, y en menor medida en la Comunidad de Estados Independientes (CEI), se ha enfriado, tras una escalada del producto que superó el potencial después de la recuperación de la Gran Recesión. También han influido en la desaceleración, aunque en diferente medida, factores estructurales como los estrangulamientos en la infraestructura, un clima de inversión poco favorable y otras limitaciones del lado de la oferta. La actividad en la región de Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán (OMNAP) se ha visto frenada por las difíciles transiciones políticas que están viviendo muchos países y, últimamente, por la caída de la producción petrolera de los países exportadores de petróleo. En África subsahariana, el crecimiento aún es fuerte, gracias a la demanda interna, pero prosigue con más lentitud de lo previsto.

La cambiante dinámica de crecimiento ha puesto en primer plano nuevos riesgos. La creciente convicción de los mercados de que se está llegando a un punto de inflexión en la política monetaria estadounidense ha llevado a un endurecimiento de las condiciones financieras mundiales desde fines de mayo de este año. Muchos mercados emergentes han experimentado salidas de capitales y depreciaciones de la moneda, aumentos de los diferenciales de bonos y caídas de los precios de las acciones. Aunque la Reserva Federal decidió hace poco no comenzar aún a replegar el estímulo, existe un claro riesgo de que las condiciones financieras podrían dejar de ser tan propicias como hasta el momento (véase el capítulo 1), y esto crearía efectos de contagio al resto del mundo. Al mismo tiempo, los riesgos identificados en ediciones recientes de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) conservan la relevancia: la zona del euro podría estancarse; la recuperación en Japón podría trastabillar a falta de reformas estructurales ambiciosas y planes de consolidación fiscal a mediano plazo con medidas concretas; el continuo

debilitamiento de la inversión y el crecimiento del producto potencial podría mermar el repunte del crecimiento en los mercados emergentes. Algunas economías podrían enfrentar incluso abruptos ajustes de la balanza de pagos si las vulnerabilidades internas se traducen en salidas de capitales más sustanciales. Por último, también están reapareciendo riesgos geopolíticos. Aun si estos riesgos se concretan solo en parte, nadie quedaría incólume; entre otras cosas, debido a los efectos de contagio. En el capítulo 1 se describe un escenario a la baja verosímil en el cual se hacen realidad versiones suaves de varios de estos riesgos, y las implicaciones regionales se esbozan en este capítulo (gráfico 2.1).

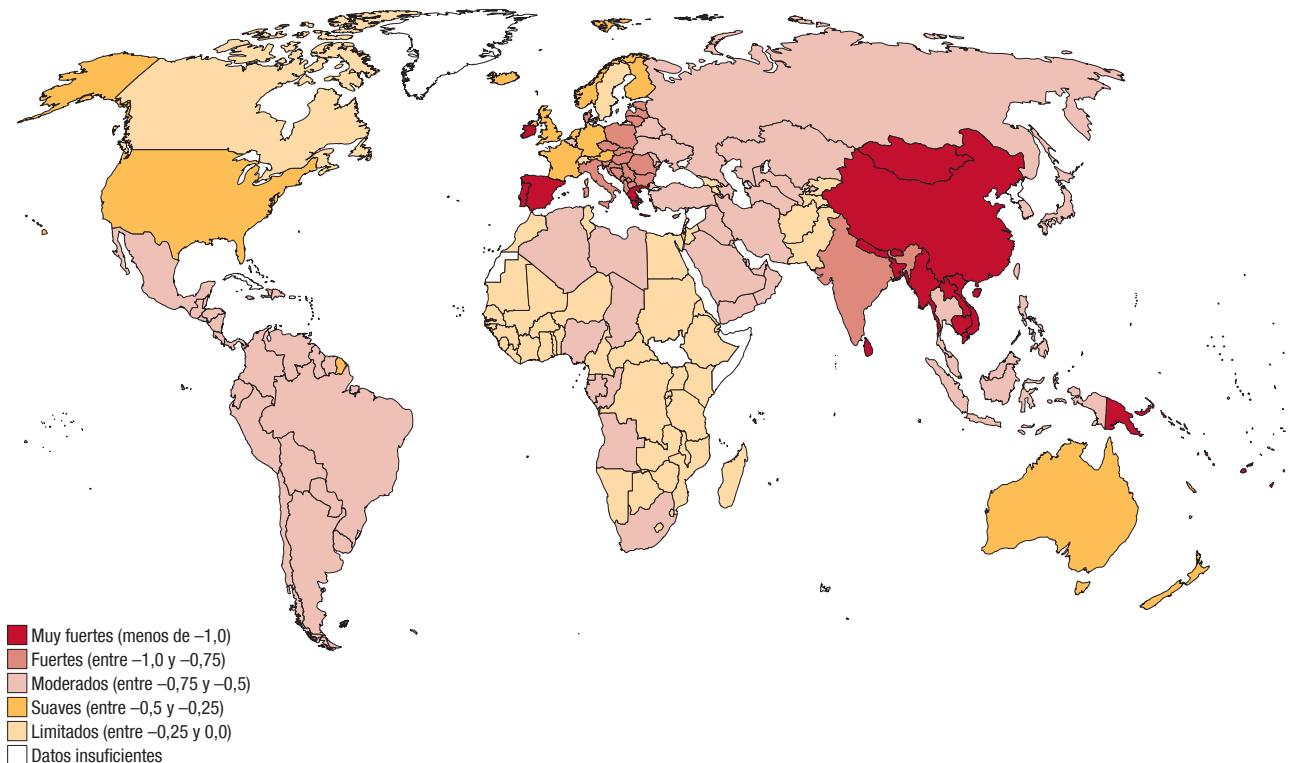
Estados Unidos y Canadá: Una pequeña recuperación

Aunque el crecimiento en Estados Unidos sigue siendo tímido en medio de una firme consolidación fiscal, la mejora de las condiciones es prometedora para la aceleración paulatina del crecimiento (gráfico 2.2). En Canadá, el crecimiento repuntará a medida que la recuperación de la exportación y el fortalecimiento de la inversión empresarial contrarresten el enfriamiento del mercado de la vivienda y la desaceleración del crecimiento del consumo privado.

El crecimiento continuó a un ritmo moderado en Estados Unidos en el primer semestre de 2013. El PIB creció a un ritmo anual de alrededor de 1¼%, frenado por una consolidación fiscal sustancial (gráfico 2.3). Ante la abundante capacidad ociosa que aún existe en la economía, la inflación subyacente promedió apenas 1,8% en agosto. Los indicadores recientes sugieren que la recuperación de base se está afianzando, respaldada por un repunte del mercado de la vivienda y un aumento del patrimonio neto de los hogares, si bien el endurecimiento de las condiciones financieras registrado desde mayo ha enlentecido en cierta medida el repunte de la actividad. La tasa de desempleo siguió cayendo, de un máximo de 10% en 2009 a 7,3% en agosto de 2013, pero gran parte de la mejora se debió a una disminución de la participación en la fuerza

Gráfico 2.1. Los efectos de un escenario a la baja verosímil

(Desviación del crecimiento respecto de las proyecciones de referencia de 2014; puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

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

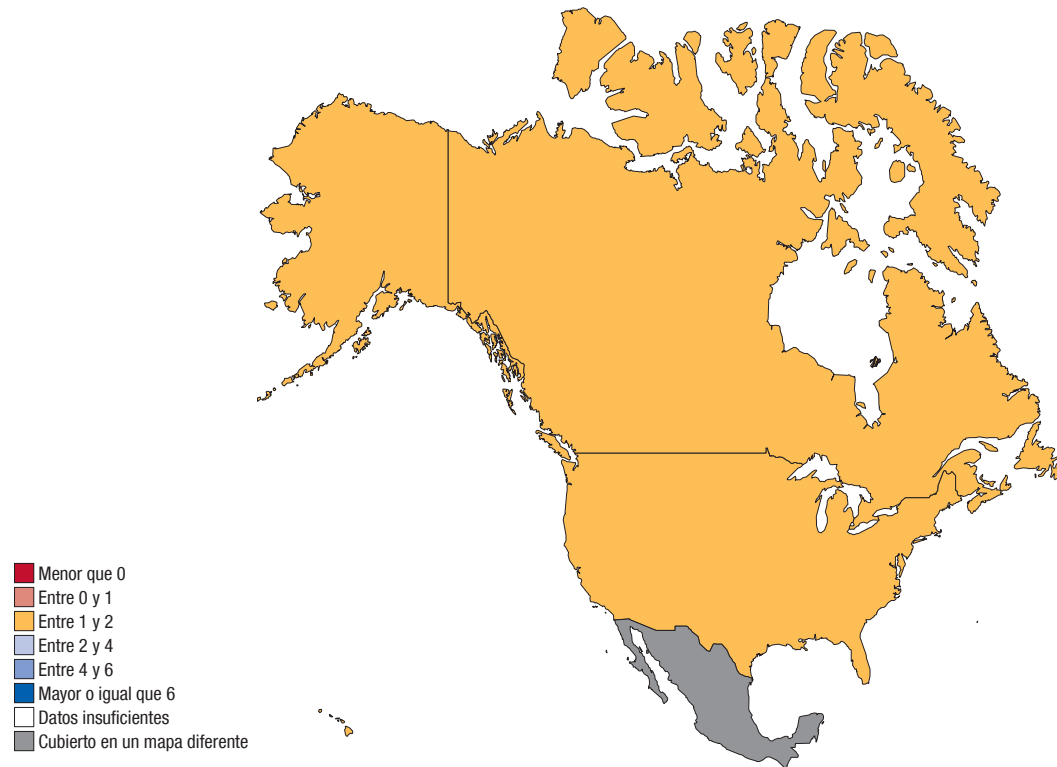
laboral. A pesar de un ambiente externo poco favorable, el déficit en cuenta corriente continuó contrayéndose durante el segundo trimestre de 2013, en parte gracias al aumento de la producción energética interna.

En el momento de redactarse este informe, un enfrentamiento político ha llevado al cierre del gobierno federal estadounidense. Las proyecciones suponen que el cierre será breve, que el gasto público discrecional recibirá aprobación y ejecución tal como se supone en los pronósticos, y que el tope de la deuda, al que se podría llegar a mediados de octubre, se incrementará sin demora. A partir de estos supuestos, se proyecta que la recuperación se acelerará a fines de 2013 y en 2014, a medida que disminuya el ritmo de consolidación fiscal, el crecimiento se siga viendo favorecido por la orientación monetaria acomodaticia, los balances de los hogares se afiancen en mayor medida y la recuperación del mercado de la vivienda continúe a pesar del alza de las tasas de interés. El crecimiento promediará

1½% en 2013 y se acelerará a 2½% en 2014 (cuadro 2.1). Estas proyecciones, más débiles que las de abril de 2013, reflejan en gran medida el prolongado secuestro del gasto presupuestario, hasta finales de septiembre de 2014. El pronóstico también supone que la orientación de la política monetaria continuará siendo sumamente acomodaticia, en el sentido de que la Reserva Federal comenzará a recortar paulatinamente las compras de activos más adelante este año y que las tasas de política monetaria se mantendrán próximas a cero hasta comienzos de 2016. La tasa de desempleo disminuirá poco a poco, según las previsiones, y la inflación recobrará cierto ímpetu, aunque seguirá siendo moderada, teniendo en cuenta que la brecha del producto aún es amplia.

A pesar de cierto potencial al alza, los riesgos para las perspectivas continúan inclinándose a la baja. En el ámbito interno, la demanda interna privada podría debilitarse si el efecto del secuestro del gasto, los

Gráfico 2.2. Estados Unidos y Canadá: Pronósticos de crecimiento del PIB en 2013
(Porcentaje)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Los datos sobre Estados Unidos están sujetos a cambio hasta que la Oficina de Análisis Económico concluya la revisión exhaustiva de las cuentas nacionales de ingreso y producto.

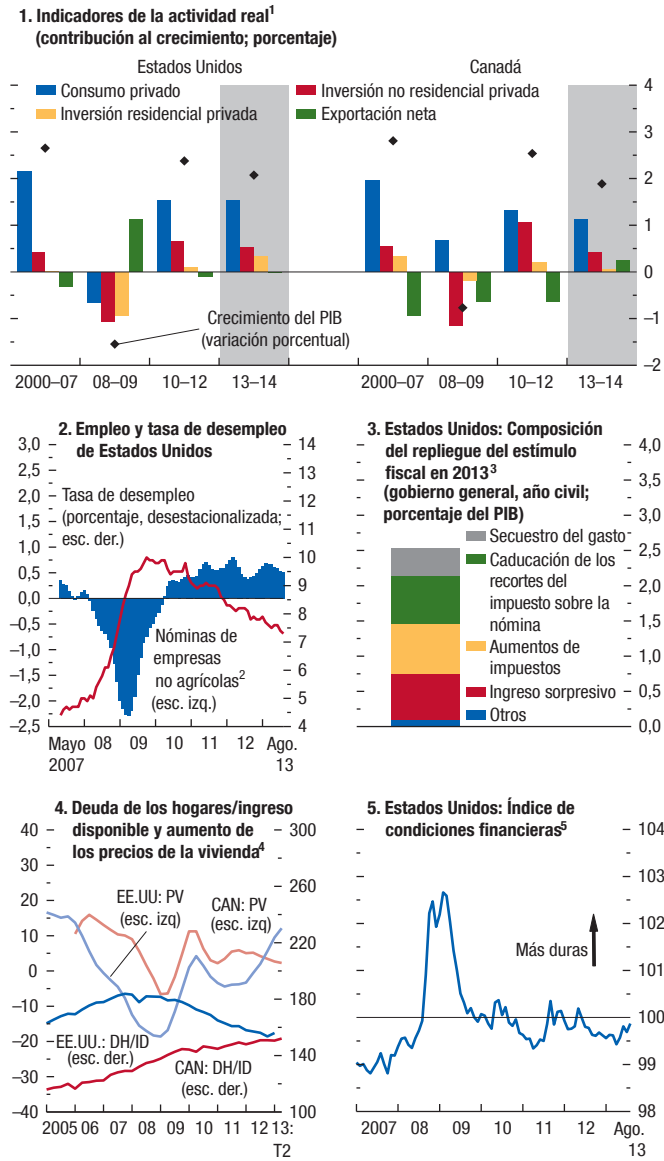
aumentos de impuestos y el reciente endurecimiento de las condiciones de financiamiento en la demanda interna y la vivienda resulta más fuerte de lo previsto. Además, si bien la Reserva Federal anunció hace poco que no tiene previsto comenzar aún a reducir las compras de activos, los rendimientos se han reducido apenas marginalmente (véase el capítulo 1), y no se puede descartar el riesgo de un mayor endurecimiento de las condiciones financieras provocado por los mercados, aun sin una recuperación más vigorosa. Otros escenarios de aumentos inesperadamente fuertes de las tasas de interés implican un repunte imprevisto de las expectativas inflacionarias o, a mediano plazo, un aumento de las primas por riesgo soberano causado por la falta de mayor avance en la consolidación fiscal. De prolongarse, el cierre del gobierno federal podría tener consecuencias desfavorables sustanciales para el crecimiento. El fracaso en incrementar sin demora el tope de la deuda también podría afectar negativamente a la actividad económica y a los mercados financieros,

con efectos de contagio en el resto del mundo. En términos globales, un endurecimiento inoportuno de las condiciones monetarias estadounidenses, combinado con shocks de origen externo, como una nueva desaceleración del crecimiento en otras economías principales, del tipo ilustrado en el escenario a la baja verosímil (gráfico 2.1), podría recortar el crecimiento en Estados Unidos cerca de $\frac{1}{2}$ punto porcentual en el próximo año y 1% a mediano plazo.

Del lado positivo, si el mercado de la vivienda se recupera con más capacidad de resistencia de lo esperado, podría contribuir a un ciclo virtuoso de mayor facilidad de financiamiento, precios inmobiliarios en alza, aumento del patrimonio neto de los hogares y consumo e inversión más fuertes, con efectos beneficiosos para el crecimiento en Estados Unidos y el resto del mundo. La disminución de la incertidumbre y las perspectivas de recuperación más rápida de la demanda de los consumidores podrían llevar a las empresas a dejar de acaparar capital para volcarse a la inversión real.

Gráfico 2.3. Estados Unidos y Canadá: Una pequeña recuperación

A pesar de una fuerte contracción fiscal, se prevé que el crecimiento en Estados Unidos mejore gradualmente dados el vigor del crecimiento del consumo privado y las condiciones de financiamiento aún propicias. Sin embargo, la capacidad económica ociosa es considerable, y la recuperación del empleo seguirá siendo lenta. En Canadá, la elevada deuda de los hogares empañará el aumento del consumo, pero el crecimiento del PIB estará respaldado principalmente por una contribución positiva de la exportación neta.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Asociación Canadiense de Bienes Raíces (CREA); Oficina de Presupuesto del Congreso; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Los datos de Estados Unidos están sujetos a cambio hasta que la Oficina de Análisis Económico concluya la revisión exhaustiva de las cuentas nacionales de ingreso y producto.
²Variación absoluta trimestral móvil; millones.
³Los aumentos de impuestos se refieren a la caducación de los recortes de impuestos concedidos en 2001, 2003 y 2009 a contribuyentes de alto ingreso (incluida la iteración con el impuesto mínimo alternativo). "Otros" incluye el retiro de fuerzas bélicas y la eliminación de fondos de emergencia para el alivio de catástrofes.
⁴DH/ID = Deuda de los hogares/ingreso disponible (porcentaje); PV = precios de la vivienda (interanual; porcentaje); índice S&P/Case-Shiller de precios de la vivienda para Estados Unidos (EE.UU.); CREA para Canadá (CAN). Los datos sobre DH/ID de Estados Unidos son hasta 2013:T1 inclusive.
⁵Índice de condiciones financieras de Goldman Sachs.

La principal prioridad para la política económica consiste en adoptar un plan de consolidación fiscal exhaustivo para encauzar la deuda pública por una trayectoria sostenible a mediano plazo, respaldando al mismo tiempo el crecimiento a corto plazo. La reducción del déficit fiscal dentro del marco del secuestro del gasto es excesivamente rápida y está mal diseñada, y según las previsiones restará entre 1½ y 1¾ puntos porcentuales al crecimiento de 2013¹. Un proceso de consolidación fiscal más equilibrado y gradual, que reemplace los recortes automáticos del gasto con un ahorro del gasto en prestaciones sociales y un aumento de la recaudación en las etapas posteriores, afianzaría la recuperación.

En vista de la sustancial capacidad ociosa en la economía, la lenta recuperación del empleo y las expectativas de inflación estables, la orientación acomodaticia de la política monetaria sigue siendo adecuada. Todo endurecimiento de la política monetaria debe estar guiado por la solidez de la recuperación, pero sin perder de vista los desafíos que pudieran surgir relacionados con la inflación y la estabilidad financiera. Una calibración cuidadosa para decidir cuándo replugar esta política acomodaticia, y una comunicación eficaz sobre la estrategia para hacerlo, serán críticos a la hora de lograr un proceso de normalización sin tropiezos y minimizar los riesgos de efectos de contagio negativos de alcance mundial. Si las condiciones financieras se endurecen más y amenazan con descarrilar la incipiente recuperación, la Reserva Federal quizá deba distender las condiciones de la política monetaria recurriendo a la orientación avanzada o cambiando los plazos y el alcance del repliegue del estímulo.

La economía canadiense creció a una tasa anual de 1¾% en el primer semestre de 2013, impulsada por la reanimación de los sectores de la exportación y la energía, así como del consumo privado. Se expandirá, según las proyecciones, ligeramente más de 1½% en 2013 y 2¼% en 2014, ya que la exportación neta y la inversión empresarial se beneficiarán de la recuperación en Estados Unidos y compensarán holgadamente la desaceleración del crecimiento del consumo. Los riesgos para las perspectivas canadienses aún se inclinan a la baja, debido al posible debilitamiento de la demanda externa. Además, la deuda de los hogares se mantiene a niveles históricamente elevados, lo cual podría amplificar el impacto negativo que

¹Los multiplicadores fiscales implícitos están basados en el apéndice I del informe *Monitor Fiscal* de abril de 2012.

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

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

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

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Los datos sobre Estados Unidos están sujetos a cambio hasta que la Oficina de Análisis Económico concluya la revisión exhaustiva de las cuentas nacionales de ingreso y producto.

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

⁶Saldo en cuenta corriente con corrección de discrepancias en las declaraciones sobre transacciones dentro de la zona.

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

sufriría el crecimiento ocasionado por shocks adversos en la economía.

Las políticas que se adopten deben continuar respaldando el crecimiento a corto plazo y reducir al mismo tiempo las vulnerabilidades internas. La consolidación fiscal —sobre todo a nivel provincial— debe seguir la trayectoria prevista a fin de reconstituir el espacio fiscal para hacer frente a shocks futuros. La actual orientación acomodaticia de la política monetaria sigue siendo adecuada, previéndose un endurecimiento gradual a partir del segundo semestre de 2014.

Europa: Respaldo la incipiente recuperación

Economías avanzadas de Europa

Las medidas de política adoptadas han reducido algunos de los riesgos extremos importantes en la zona del euro y han estabilizado los mercados financieros. El crecimiento está comenzando a reanudarse, pero aún es muy débil (gráfico 2.4). El desempleo es muy alto, y las tensiones sociales y políticas están debilitando el ímpetu de la reforma en la zona del euro. Las medidas tendientes a restablecer la salud del sector financiero y reforzar su infraestructura son esenciales para asegurar la estabilidad financiera y respaldar la recuperación. Además, el respaldo continuo de la demanda a corto plazo y la profundización de las reformas estructurales para incrementar la competitividad y el producto potencial son fundamentales para el crecimiento y la creación de empleos.

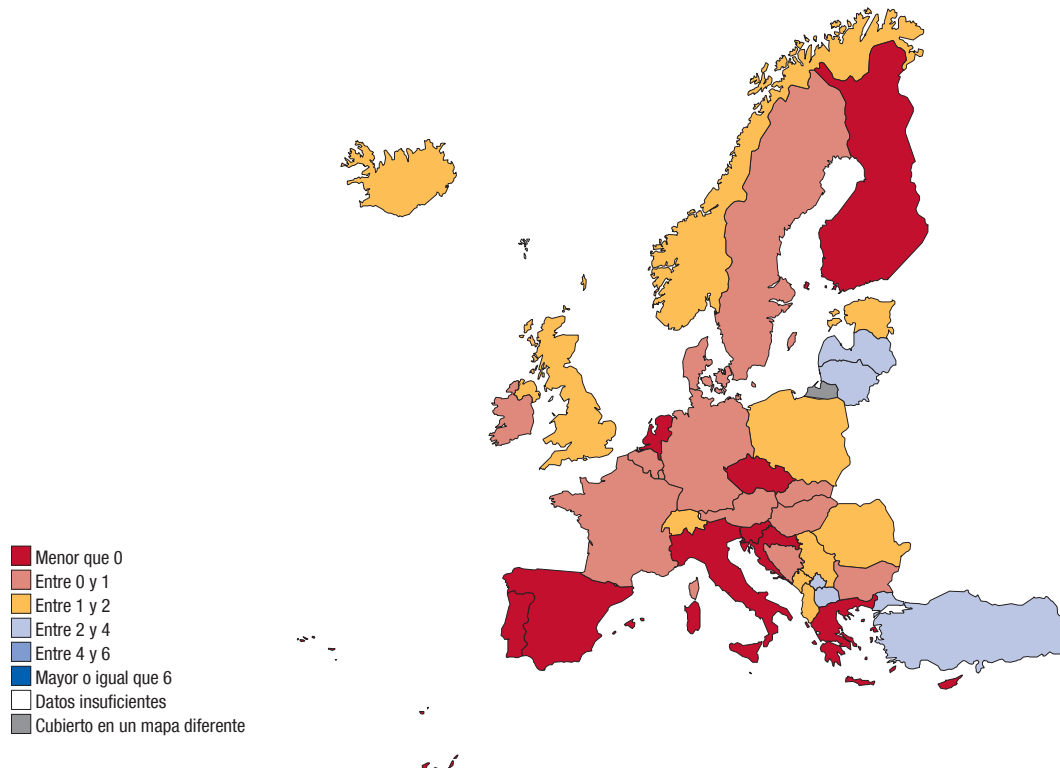
La zona del euro volvió a crecer en el segundo trimestre de 2013 después de seis trimestres de recesión. Los

recientes indicadores de gran frecuencia sugieren que la actividad está comenzando a estabilizarse en la periferia y a recuperarse en el núcleo de la zona. Sin embargo, el desempleo continúa siendo elevado y los mercados de trabajo continúan deprimidos. Además, la inflación se mantiene por debajo del objetivo a mediano plazo del Banco Central Europeo (BCE), lo cual despierta inquietudes en torno a tendencias desinflacionarias o deflacionarias de base.

Un gran número de factores —legado todos de la crisis financiera internacional— continuarán interactuando para contener el crecimiento y la inflación en la zona del euro, además del debilitamiento de las exportaciones provocado por la desaceleración de muchas economías de mercados emergentes (gráfico 2.5):

- La demanda es persistentemente débil, dado que los sectores público y privado continúan desapalancándose, sobre todo en algunas economías de la periferia. En las economías del núcleo de la zona, a pesar de la reciente mejora de la confianza, la demanda privada también se ve afectada por inquietudes en torno al crecimiento mundial y una persistente incertidumbre en torno a las perspectivas y políticas de la zona del euro. Además, a pesar de cierta distensión de las metas de ajuste y una disminución del ritmo de ajuste, la consolidación fiscal continúa actuando como un lastre para la actividad a corto plazo.
- La fragmentación de los mercados financieros y la debilidad de los balances bancarios continúan dificultando la transmisión de la orientación monetaria acomodaticia adoptada por el BCE a las economías de la periferia; en consecuencia, las tasas que paga el sector

Gráfico 2.4. Europa: Pronósticos de crecimiento del PIB en 2013
(Porcentaje)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

privado son elevadas y la capacidad de préstamo de los bancos se ve limitada.

- A pesar de reformas significativas, las debilidades de larga data de los mercados de trabajo y de productos continúan dificultando el ajuste de los precios relativos y perjudicando la competitividad, especialmente en las economías de la periferia. En consecuencia, la reducción de los desequilibrios externos dentro de la zona del euro ha sido lenta.

Dentro del marco de las políticas actuales, se prevé que la actividad en la zona del euro bajará alrededor de $\frac{1}{2}\%$ en 2013, tras una contracción de magnitud parecida en 2012 (cuadro 2.2). Se prevé que el crecimiento repuntará, de una tasa anual de $\frac{3}{4}$ punto porcentual en el segundo semestre de 2013 a 1% en 2014, gracias a la reducción del freno fiscal, el aumento de la demanda externa y una mejora gradual de las condiciones de crédito en el sector privado. Se prevé que la inflación se mantendrá en torno a $1\frac{1}{2}\%$ en los próximos dos años como consecuencia de las persistentes brechas del producto. A mediano plazo, el crecimiento se mantendría atenuado y la inflación

estaría sustancialmente por debajo de la meta a mediano plazo del BCE.

El crecimiento probablemente también sea tenue en otras economías avanzadas de Europa. En el Reino Unido, los datos recientes han mostrado indicios alentadores de una mejora de la economía, lo cual concuerda con el fortalecimiento de la confianza de los consumidores y las empresas, pero el producto se mantiene muy por debajo del máximo alcanzado antes de la crisis. Se prevé que el crecimiento rondará $1\frac{1}{2}\%$ en 2013 y 2% en 2014, y que retomará lentamente la tendencia a mediano plazo, pero los niveles del producto seguirán por debajo del potencial durante muchos años. La economía de Suecia viene creciendo con lentitud, junto con sus principales socios comerciales nórdicos y europeos, y las perspectivas apuntan a un lento regreso a un crecimiento más alto, pero aun así moderado.

Los riesgos están más equilibrados que hace seis meses, pero aún se inclinan a la baja. En un contexto de frágil recuperación, limitado margen de maniobra para la política y capacidad ociosa sustancial en la economía, la región podría sufrir nuevos shocks internos o exter-

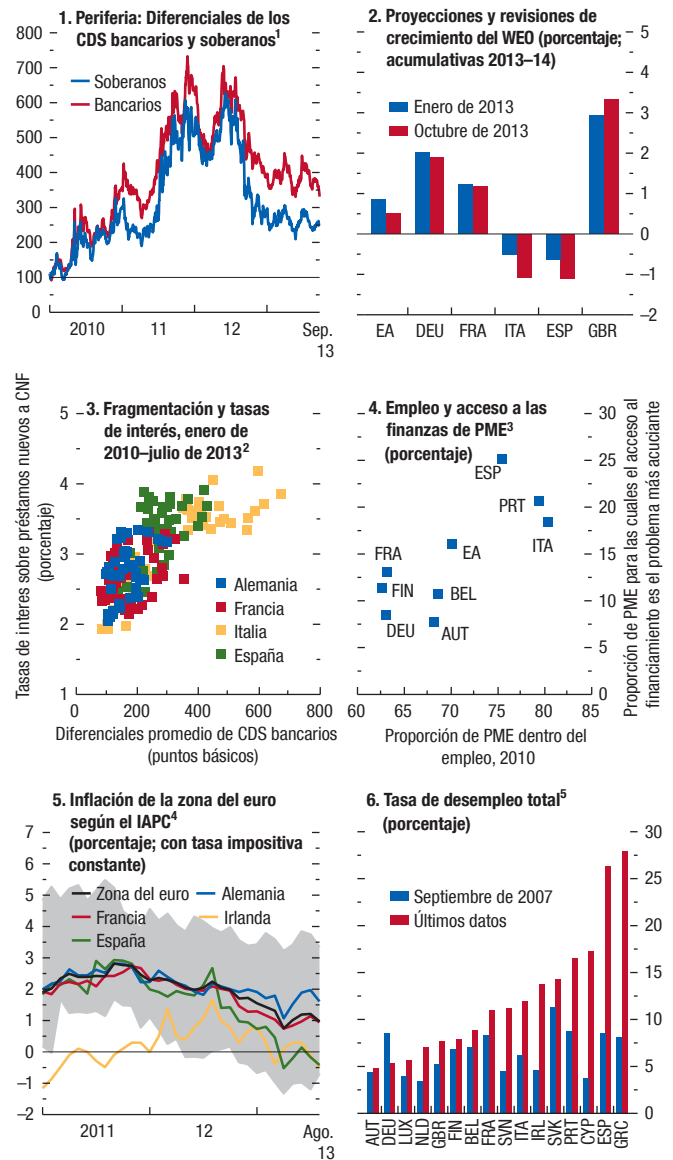
nos. Cualquier turbulencia en los mercados financieros internacionales —por ejemplo, como resultado de un mayor endurecimiento de las condiciones monetarias estadounidenses— podría agravar la fragmentación y complicar las políticas, si bien los diferenciales soberanos de la periferia de la zona del euro se han ubicado por debajo de los niveles registrados a fines de 2012. Un nivel decepcionante de crecimiento en las economías de mercados emergentes también perjudicaría la demanda externa. Del lado positivo, si tras años de insuficiente inversión, las economías del núcleo de la zona experimentarían un repunte más fuerte de la misma, podrían producirse efectos de contagio positivos en toda la región. Sin embargo, para ello sería necesario cumplir con los compromisos ya asumidos, incluso a nivel de la zona del euro. Por lo tanto, el principal riesgo es que los compromisos asumidos en cuanto a las políticas no se concreten. A falta de reformas fundamentales, existe un elevado riesgo de estancamiento, resurgimiento de la tensión a corto plazo y pérdida de producto potencial debido a los efectos de histéresis a mediano plazo.

Las principales prioridades para todas las economías avanzadas de la región consisten en afianzar el crecimiento y asegurar al mismo tiempo la estabilidad financiera. Para lograr este objetivo es necesario actuar en cuatro ámbitos relacionados entre sí:

- Los balances bancarios deberían sanearse sin demora para mejorar la confianza y reavivar el crédito y la demanda en la zona del euro y el Reino Unido. Se necesita un análisis creíble, exhaustivo, prospectivo e independiente de las deficiencias de capital en la zona del euro en el contexto de la próxima evaluación de los balances bancarios. Ese análisis debe apoyarse en un plan claro para cumplir con los requisitos de capitalización bancaria y un respaldo creíble a nivel de toda la zona para evitar un desapalancamiento desordenado a corto plazo y ayudar a las economías, sobre todo las que enfrentan dificultades fiscales, a abordar las deficiencias de capital sin poner en peligro la sostenibilidad de la deuda. En el Reino Unido, la salud de los dos bancos intervenidos por el gobierno es crucial para la expansión del crédito, y se necesita una estrategia clara para el Royal Bank of Scotland, con miras a devolver ambos a manos privadas. Suecia debería continuar afianzando la estabilidad financiera a través de mejoras del financiamiento, la liquidez y la capitalización bancaria; la adopción de medidas para contener la acumulación de deuda de los hogares, y mejoras a la amortización de hipotecas.

Gráfico 2.5. Economías avanzadas de Europa: Moderación de los riesgos extremos, pero prolongado estancamiento

Las tensiones financieras se han moderado gracias a las políticas adoptadas, pero el crecimiento sigue siendo débil, y ha habido efectos de contagio de la periferia al núcleo de la región. La fragmentación financiera y la contracción del acceso al crédito en las economías de la periferia continúan. La inflación se mantiene moderada. El desempleo continúa siendo elevado y va en aumento.



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

Nota: AUT = Austria; BEL = Bélgica; CYP = Chipre; DEU = Alemania; EA = zona del euro; ESP = España; FIN = Finlandia; FRA = Francia; GBR = Reino Unido; GRC = Grecia; IRL = Irlanda; ITA = Italia; LUX = Luxemburgo; NLD = Países Bajos; PRT = Portugal; SVK = República Eslovaca; SVN = Eslovenia. Periferia: España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal.

¹Los diferenciales de los swaps de incumplimiento crediticio (CDS) a cinco años están expresados en puntos básicos y ponderados según la deuda bruta del gobierno general. Se incluyen todos los países de la periferia, excepto Grecia.

²CNF = corporación no financiera.

³PME = pequeña y mediana empresa.

⁴Irlanda: El total del índice armonizado de precios al consumidor (IAPC) de Eurostat excluye energía, alimentos, alcohol y tabaco. La banda se refiere a la diferencia entre el máximo y el mínimo de la zona del euro, excluido Irlanda.

⁵Los últimos datos se refieren a julio de 2013, excepto Grecia (junio de 2013) y Reino Unido (mayo de 2013).

- Se necesitan también reformas para reforzar la arquitectura del sector financiero. Es necesaria una unión bancaria más completa a fin de revertir la fragmentación y debilitar los vínculos entre las entidades soberanas y los bancos de la zona del euro. Debe haber un compromiso político para aprovechar el avance realizado hacia la puesta en marcha del nuevo mecanismo único de supervisión y ultimar los sistemas de recuperación y resolución de bancos y de garantía de depósitos. Un mecanismo de resolución sólido, basado en una autoridad centralizada que goce de un respaldo fiscal común y esté facultada para poner en marcha un procedimiento de resolución y tomar decisiones sobre la distribución de la carga, es crítico para asegurar una resolución oportuna y lo menos costosa posible. El Reino Unido necesita mayor coordinación entre órganos regulatorios, esfuerzos continuos para que los nuevos supervisores dispongan de los recursos adecuados y sean operacionalmente independientes y que el Comité de Política Financiera tenga herramientas macroprudenciales sólidas. Las reformas bancarias estructurales deben estar coordinadas a nivel internacional a fin de evitar el arbitraje regulatorio.
- Se necesitará respaldo adicional a corto plazo para revertir la debilidad del crecimiento. En la zona del euro, se necesita una mayor expansión monetaria — mediante, entre otras cosas, nuevos recortes de la tasa de política monetaria—, un uso más frecuente de la orientación avanzada para anclar las expectativas en torno a las tasas de interés y un mayor respaldo monetario no convencional para reducir la fragmentación y ampliar el acceso al crédito, especialmente de la pequeña y mediana empresa (gráfico 2.5, paneles 3 y 4). A pesar de la reciente prórroga de los plazos del procedimiento de déficit excesivo de algunas economías, cumplir con las metas fiscales aún podría resultar difícil en algunos casos, y quizá se necesite más flexibilidad si el crecimiento defrauda. Sin embargo, en vista de los elevados niveles de deuda, el ajuste fiscal debería estar anclado por un marco a mediano plazo creíble. La política monetaria también debería conservar la orientación acomodaticia en el Reino Unido, y el marco de orientación avanzada que acaba de adoptar el Banco de Inglaterra constituye un paso importante hacia una mayor transparencia en cuanto a los factores que guiarán las tasas de política monetaria. En vista de que las tasas de interés aún están bajas y los recursos están subutilizados, se podría adelantar la inversión pública

para contrarrestar el lastre que representa el endurecimiento planificado de la política fiscal a corto plazo, manteniéndose dentro del marco fiscal a mediano plazo. En Suecia, la política fiscal y —suponiendo que el crecimiento del crédito a los hogares siga estando contenido— la política monetaria deberían continuar respaldando la recuperación a corto plazo, con margen para nuevas distensiones si los riesgos a la baja se hacen realidad.

- Se necesitan también reformas para estimular el crecimiento potencial y la competitividad. En la zona del euro, esto implicará implementar la Directiva de Servicios para facilitar la eliminación de las barreras específicas de cada país a las profesiones protegidas y al ingreso y la salida de empresas, y hacer frente a los intereses creados en los mercados de productos. La mejora de la portabilidad de las pensiones y las prestaciones por desempleo agilizarían la movilidad de la mano de obra. Las reformas de los mercados de trabajo nacionales podrían incrementar la participación, nivelar el campo de juego entre los trabajadores protegidos y desprotegidos y, cuando sea necesario, promover negociaciones salariales más flexibles que estimulen la creación de empleos.

Economías emergentes de Europa

En las economías emergentes de Europa la recuperación es moderada en 2013 y 2014, pero los riesgos a la baja y los retos internos para la política económica siguen siendo significativos.

Las economías emergentes de Europa sufrieron una desaceleración drástica en 2012, como consecuencia de la debilidad de las exportaciones causada por la recesión de la zona del euro, la disminución del financiamiento de las subsidiarias de los bancos de Europa occidental y el impacto del clima meteorológico desfavorable en algunas economías. La actividad repuntó en el primer semestre de 2013 gracias a la distensión de las condiciones financieras, resultado de la expansión monetaria, el aumento del financiamiento externo y la recuperación tras las condiciones meteorológicas desfavorables (gráfico 2.6).

La reciente volatilidad de los mercados financieros internacionales ha conducido a cierto endurecimiento de las condiciones financieras locales, incluso en Turquía. Las economías con entradas de inversión de cartera relativamente más grandes se vieron más afectadas que otras, al igual que los países con desequilibrios externos más pronunciados. Aun así, los datos sugieren que el impacto adverso del endurecimiento de las condiciones

financieras en la actividad es pequeño en la mayoría de las economías, probablemente gracias a los efectos compensatorios de la depreciación de la moneda.

Las proyecciones apuntan a que el crecimiento repunte de 1½% en 2012 a 2¼% en 2013 y a 2¾% en 2014, igual que en los pronósticos del informe WEO de abril de 2013. Sin embargo, se observan grandes diferencias entre los países, con un crecimiento vigoroso en Turquía y las economías del Báltico, una recuperación incipiente en Europa sudoriental y Hungría, y un mayor debilitamiento en Polonia.

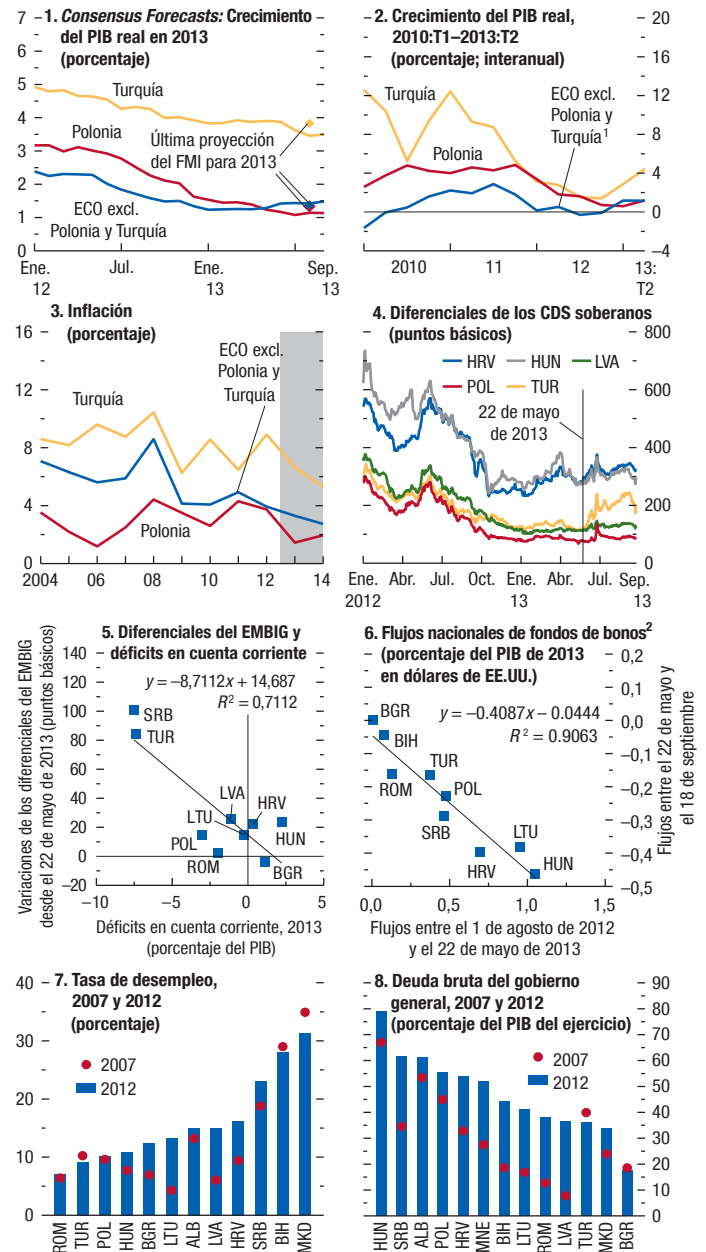
- El crecimiento en Turquía, que se desaceleró drásticamente el año pasado, repuntará, según las proyecciones, a 3¾% este año, y luego disminuirá a 3½% en 2014. El reciente endurecimiento de las condiciones financieras se traduciría en cierta desaceleración de la actividad en el segundo semestre de 2013. En términos del crecimiento anual de 2013–14, sin embargo, el impacto de esta desaceleración se verá compensado holgadamente por un crecimiento muy superior a lo previsto en el primer semestre de 2013, gracias al estímulo transmitido a la demanda interna por la distensión monetaria y el fuerte aumento de la inversión pública.
- El crecimiento en Polonia se desacelerará, según los pronósticos, de 2% en 2012 a 1¼% este año, y luego repuntará gradualmente a 2¼% en 2014. No solo se ha visto la economía golpeada por la debilidad en la zona del euro, sino que también el largo período de fuertes avances de la demanda interna parece haber llegado a su fin.
- Europa sudoriental, que se vio afectada tanto por un invierno muy crudo como por una grave sequía en el tercer trimestre de 2012, se está recuperando este año; solo Croacia seguirá experimentando una recesión suave. La mejora de las condiciones meteorológicas ayudará también a Hungría, aunque la actividad se mantendrá al mismo nivel, en términos amplios, este año, recuperándose 1¼% en 2014.
- El crecimiento en las economías del Báltico disminuirá, según los pronósticos, pero seguirá siendo vigoroso.

Con contadas excepciones, el crecimiento económico moderado mantendrá contenida la presión inflacionaria. Sin embargo, la inflación promedio anual seguirá siendo elevada en 2013 en Turquía (6½%) y Serbia (8½%), por efecto de la inercia de la inflación y el impacto de la depreciación de las monedas.

Los riesgos para las perspectivas se inclinan a la baja. Una recesión más dilatada en la zona del euro constituirá un riesgo clave, especialmente para los países con fuertes vínculos intraeuropeos (sobre todo, Croacia, Hungría,

Gráfico 2.6. Economías emergentes de Europa: El crecimiento continúa pese a la agudización de la volatilidad financiera

El crecimiento repuntará este año, según las proyecciones, tras tocar fondo en 2012. Sin embargo, la región se encuentra expuesta a los riesgos a la baja que podría provocar una desaceleración de Europa y a un posible aumento de la volatilidad de los mercados financieros. Las políticas deberían concentrarse en reconstituir los saldos fiscales para mantener la confianza del mercado e implementar reformas estructurales para incrementar el potencial de crecimiento y reducir un desempleo aún elevado.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Consensus Forecasts; EPFR Global/Haver Analytics; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: ALB = Albania; BGR = Bulgaria; BIH = Bosnia y Herzegovina; ECO = Europa central y oriental; HRV = Croacia; HUN = Hungría; LTU = Lituania; LVA = Letonia; MKD = ex República Yugoslava de Macedonia; MNE = Montenegro; POL = Polonia; ROM = Rumania; SRB = Serbia; TUR = Turquía. CDS = swap de incumplimiento crediticio (tasas de bonos a cinco años); EMBIG = índice EMBI Global de JPMorgan.

¹Los datos de 2013:T2 excluyen Albania.

²Los flujos registrados por EPFR son una variable representativa limitada de los flujos globales de la balanza de pagos, aunque estudios recientes han encontrado una gran semejanza entre los patrones de los flujos de EPFR y los flujos brutos de cartera de la balanza de pagos (véase Fratzscher, 2012).

Cuadro 2.2. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Europa

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Europa	-0,1	0,3	1,4	3,0	2,0	1,9	1,3	1,6	1,7	...	...	...
Economías avanzadas	-0,4	0,0	1,2	2,4	1,6	1,6	1,9	2,3	2,4	10,3	11,0	10,9
Zona del euro ^{4,5}	-0,6	-0,4	1,0	2,5	1,5	1,5	1,3	1,8	1,9	11,4	12,3	12,2
Alemania	0,9	0,5	1,4	2,1	1,6	1,8	7,0	6,0	5,7	5,5	5,6	5,5
Francia	0,0	0,2	1,0	2,2	1,0	1,5	-2,2	-1,6	-1,6	10,3	11,0	11,1
Italia	-2,4	-1,8	0,7	3,3	1,6	1,3	-0,7	0,0	0,2	10,7	12,5	12,4
España	-1,6	-1,3	0,2	2,4	1,8	1,5	-1,1	1,4	2,6	25,0	26,9	26,7
Países Bajos	-1,2	-1,3	0,3	2,8	2,9	1,3	10,1	10,9	11,0	5,3	7,1	7,4
Bélgica	-0,3	0,1	1,0	2,6	1,4	1,2	-1,6	-0,7	-0,3	7,6	8,7	8,6
Austria	0,9	0,4	1,6	2,6	2,2	1,8	1,8	2,8	2,4	4,3	4,8	4,8
Grecia	-6,4	-4,2	0,6	1,5	-0,8	-0,4	-3,4	-1,0	-0,5	24,2	27,0	26,0
Portugal	-3,2	-1,8	0,8	2,8	0,7	1,0	-1,5	0,9	0,9	15,7	17,4	17,7
Finlandia	-0,8	-0,6	1,1	3,2	2,4	2,4	-1,8	-1,6	-1,8	7,8	8,0	7,9
Irlanda	0,2	0,6	1,8	1,9	1,0	1,2	4,4	2,3	3,0	14,7	13,7	13,3
República Eslovaca	2,0	0,8	2,3	3,7	1,7	2,0	2,3	3,5	4,2	14,0	14,4	14,4
Eslovenia	-2,5	-2,6	-1,4	2,6	2,3	1,8	3,3	5,4	7,0	8,9	10,3	10,9
Luxemburgo	0,3	0,5	1,3	2,9	1,8	1,9	5,7	6,0	6,6	6,1	6,6	7,0
Estonia	3,9	1,5	2,5	4,2	3,5	2,8	-1,8	-0,7	-0,2	10,2	8,3	7,0
Chipre	-2,4	-8,7	-3,9	3,1	1,0	1,2	-6,5	-2,0	-0,6	11,9	17,0	19,5
Malta	1,0	1,1	1,8	3,2	2,0	2,0	1,1	1,1	0,8	6,3	6,4	6,3
Reino Unido ⁵	0,2	1,4	1,9	2,8	2,7	2,3	-3,8	-2,8	-2,3	8,0	7,7	7,5
Suecia	1,0	0,9	2,3	0,9	0,2	1,6	6,0	5,7	5,5	8,0	8,0	7,7
Suiza	1,0	1,7	1,8	-0,7	-0,2	0,2	11,2	10,5	10,1	2,9	3,2	3,2
República Checa	-1,2	-0,4	1,5	3,3	1,8	1,8	-2,4	-1,8	-1,5	7,0	7,4	7,5
Noruega	3,0	1,6	2,3	0,7	1,8	1,8	14,2	11,8	11,3	3,2	3,3	3,3
Dinamarca	-0,4	0,1	1,2	2,4	0,8	1,9	5,6	4,7	4,8	7,5	7,1	7,1
Islandia	1,6	1,9	2,1	5,2	3,7	3,1	-4,9	-1,2	-1,9	5,8	5,1	4,6
San Marino	-4,0	-3,5	0,0	2,8	1,6	0,9	...	...	...	6,6	6,1	5,5
Economías emergentes⁶	1,4	2,3	2,7	5,8	4,1	3,5	-4,3	-4,4	-4,5	...	...	...
Turquía	2,2	3,8	3,5	8,9	6,6	5,3	-6,1	-7,4	-7,2	9,2	9,4	9,5
Polonia	1,9	1,3	2,4	3,7	1,4	1,9	-3,5	-3,0	-3,2	10,1	10,9	11,0
Rumania	0,7	2,0	2,2	3,3	4,5	2,8	-3,9	-2,0	-2,5	7,0	7,1	7,1
Hungría	-1,7	0,2	1,3	5,7	2,3	3,0	1,7	2,2	2,0	10,9	11,3	11,1
Bulgaria	0,8	0,5	1,6	2,4	1,4	1,5	-1,3	1,2	0,3	12,4	12,4	11,4
Serbia	-1,7	2,0	2,0	7,3	8,5	5,0	-10,5	-7,5	-6,5	23,1	25,0	24,9
Croacia	-2,0	-0,6	1,5	3,4	3,0	2,5	0,1	0,4	-0,7	16,2	16,6	16,1
Lituania	3,6	3,4	3,4	3,2	1,3	2,1	-0,5	-0,3	-1,2	13,2	11,8	11,0
Letonia	5,6	4,0	4,2	2,3	0,7	2,1	-1,7	-1,1	-1,3	15,0	11,9	10,7

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

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

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

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

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

Polonia). Otra preocupación grave es un nuevo empeoramiento de las condiciones de financiamiento externo, sobre todo para los países con desequilibrios fiscales o externos relativamente grandes —o ambos—, como Turquía y Serbia. La volatilidad prolongada de los mercados financieros también podría restringir el financiamiento de las subsidiarias regionales de bancos occidentales.

Las políticas deberían procurar nutrir la recuperación y reducir la vulnerabilidad generada por los niveles aún elevados de déficit fiscal y en cuenta corriente de algunos países. La reciente turbulencia de los mercados financieros exige una política de respuesta diferenciada.

En los países con deudas o déficits grandes, los riesgos de refinanciamiento han aumentado en los últimos meses, y habrá que actuar para reducir esas vulnerabilidades. Por el contrario, en los países donde el déficit y la deuda públicos se encuentran a niveles más moderados, permitir que los estabilizadores automáticos funcionen a pleno ayudaría a amortiguar el impacto a corto plazo en la actividad. En los países con perspectivas inflacionarias favorables, quizás haya margen para distender más la política monetaria.

Las políticas también deben centrarse en incrementar el crecimiento potencial, que se habría reducido

drásticamente desde la crisis financiera internacional. En muchos países donde una gran proporción del elevado desempleo parece ser estructural (por ejemplo, Bulgaria, Croacia, Polonia), será necesario un ambicioso programa de reformas para destrabar los canales de crecimiento. El programa variará según el país, pero este deberá resolver la baja participación en la fuerza laboral, estimular la competitividad externa y llevar a término los planes de transición.

Asia: Una trayectoria de crecimiento más baja

El crecimiento ha sido decepcionante en toda la región, en gran medida debido al enfriamiento de la demanda, aunque los factores vinculados a la oferta también han influido en algunas economías. La afluencia de capitales ha disminuido, los activos internos se han revalorado y los tipos de cambio se han depreciado, especialmente en los países cuyos fundamentos económicos parecían ser más débiles. Con todo, las condiciones financieras en general siguen siendo propicias desde una perspectiva histórica, y la demanda externa se afianzará poco a poco, de acuerdo con las proyecciones. Las perspectivas apuntan a un crecimiento vigoroso ininterrumpido, pero los riesgos se inclinan a la baja. Las políticas deben encontrar un término medio entre respaldar el crecimiento y proteger de la inflación y los riesgos para la estabilidad financiera. En los casos en que las limitaciones del lado de la oferta son insalvables, es crucial continuar con las reformas estructurales, que también contribuirán a reducir las vulnerabilidades.

Durante el primer semestre de 2013, el crecimiento en Asia se moderó en términos generales y fue más débil de lo previsto en el informe WEO de abril de 2013. Esto se debió a una desaceleración más rápida del ritmo de crecimiento en China, que afectó a la actividad industrial en gran parte de las economías emergentes de Asia —entre otras cosas mediante los eslabones de la cadena de suministro—, en tanto que India se vio enfrentada a persistentes limitaciones del lado de la oferta. Por el contrario, Japón fue el principal punto de luz, gracias al ímpetu de las nuevas políticas, que han hecho subir los precios de los activos y el consumo privado (véase el recuadro 1.4 del capítulo 1).

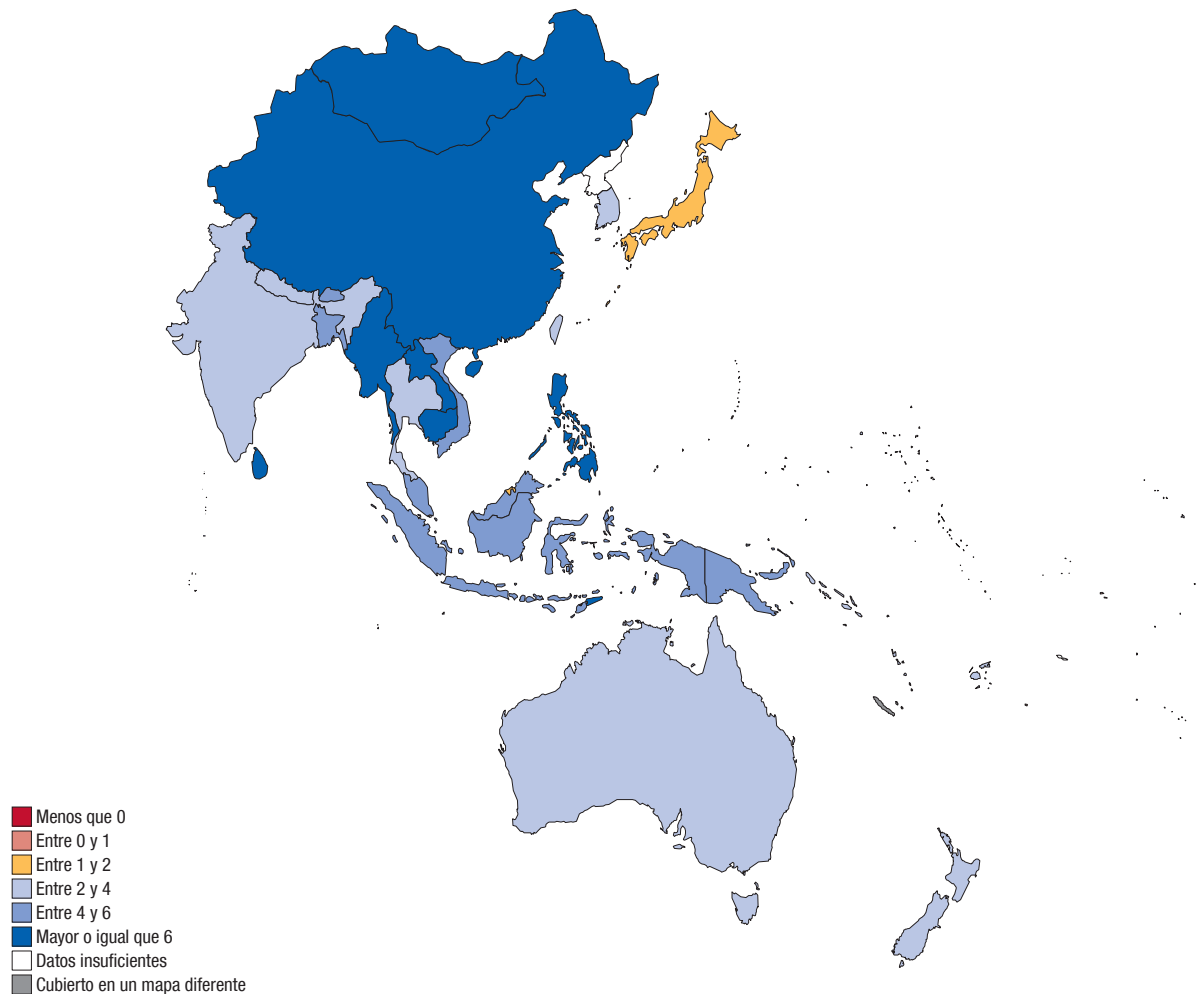
El reconocimiento de que se acerca un punto de inflexión en la política monetaria estadounidense, sumado al menor ímpetu de crecimiento en muchas economías asiáticas, se tradujo en una agudización de la volatilidad financiera en la región en los últimos meses, acompañada de salidas de capitales en la mayoría de los

países. Sin embargo, por el momento el endurecimiento de las condiciones financieras ha afectado a algunas economías (sobre todo, India e Indonesia).

Se prevé que el crecimiento en la región conservará el vigor en el segundo semestre de 2013 y 2014, a tono con la recuperación mundial moderada prevista —y las condiciones financieras y monetarias aún propicias en muchas economías— y con depreciaciones del tipo de cambio que amortiguaron el impacto de recientes correcciones de los precios de los activos (gráficos 2.7 y 2.8). Globalmente, se proyecta que el crecimiento promediará alrededor de 5¼% en 2013–14; es decir, aproximadamente ½% y ¾% menos que en 2013 y 2014, respectivamente, en comparación con el informe WEO de abril de 2013 (cuadro 2.3). A la luz del repunte moderado del crecimiento y las perspectivas estables de los precios mundiales de las materias primas, se prevé que la inflación se mantendrá en términos generales dentro de las bandas fijadas como meta por los bancos centrales.

- El crecimiento en Japón se ubicará, de acuerdo con las proyecciones, en 2% en 2013, impulsado por el estímulo fiscal y la distensión monetaria, que respaldarán la inversión y el consumo privado. Gracias a la depreciación del yen y al repunte de la demanda externa, las exportaciones también se afianzarán. Se prevé que el crecimiento se desacelerará a 1¼% en 2014, con el repliegue de las medidas de estímulo fiscal y el aumento del impuesto sobre el consumo. Sin embargo, si se concreta efectivamente un “programa de estímulo” adicional, el crecimiento de 2014 superaría las proyecciones actuales. La inflación aumentará provisionalmente hacia un nivel de 3% en 2014, por efecto del aumento del impuesto sobre el consumo, aunque la inflación subyacente estaría más cerca de 1¼%.
- En China, se proyecta que el crecimiento se desacelerará a 7½% este año, acorde con la meta de las autoridades, y a 7¼% el año próximo. Las autoridades se han abstenido de estimular más el crecimiento, lo cual concuerda con los objetivos de salvaguardar la estabilidad financiera y encauzar la economía por una senda de crecimiento más equilibrada y sostenible.
- Gracias al estímulo fiscal y monetario reciente, la economía coreana está por experimentar una pequeña recuperación. Se proyecta que el crecimiento aumentará a 2¾% en 2013, tras tocar fondo en 2% en 2012, y subirá a 3¾% en 2014.
- En India, el crecimiento durante el ejercicio 2013 rondaría 3¾%, y la vigorosa producción agrícola se vería compensada por la deslucida actividad de la

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



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

manufactura y los servicios, en tanto que el endurecimiento de la política monetaria afectaría negativamente a la demanda interna. Se proyecta que en el ejercicio 2014 el crecimiento se acelerará un poco, a 5%, gracias a la desaparición de algunos estrangulamientos en la oferta y al fortalecimiento de la exportación². Se prevé que la inflación seguirá siendo alta —casi 11% este año y 9% en 2014— debido a las presiones internas constantes generadas por los precios de los alimentos.

²Obsérvese que, de acuerdo con las normas internacionales, el crecimiento en India se presenta en el cuadro 2.3 en términos del PIB a precios de mercado. En términos de PIB al costo de los factores, el crecimiento está estimado en 5% en el ejercicio 2012 y proyectado en 4¼% en 2013 y alrededor de 5% en 2014.

- En las economías de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental, la sólida demanda interna debería respaldar el crecimiento, particularmente en Malasia y Filipinas. En Tailandia, posteriormente a la desaceleración del primer trimestre de 2013, el crecimiento debería retomar su nivel potencial durante el segundo semestre del año, impulsado por la demanda privada y un gasto público más alto. Sin embargo, el crecimiento en Indonesia disminuirá por efecto de la anémica inversión y el debilitamiento de la demanda de materias primas en otras economías de mercados emergentes, así como el endurecimiento de las condiciones de financiamiento.
- En vista del enfriamiento de la demanda externa registrado hasta hace poco, el crecimiento en otras

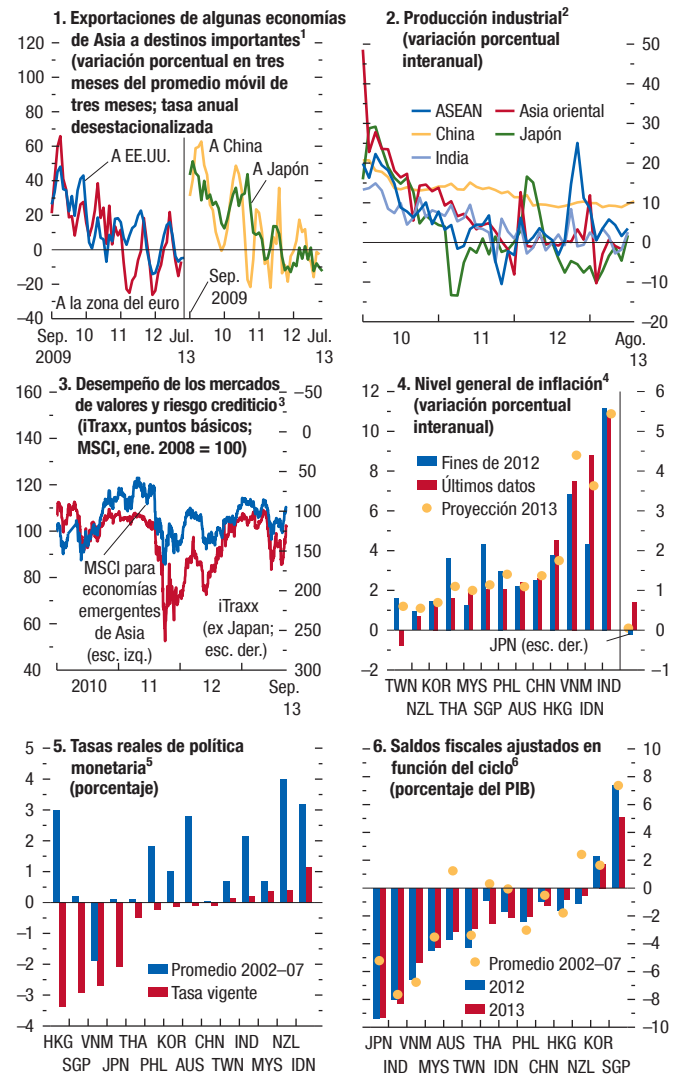
economías en desarrollo de Asia retrocederá, según las proyecciones, de 6¼% en 2012 a un nivel aún vigoroso de 6% este año, para repuntar nuevamente el próximo año.

Los riesgos para el crecimiento en la región se inclinan a la baja. Un importante riesgo a la baja es una desaceleración mundial sincronizada, que asestaría un duro golpe a las economías de la región que dependen de las exportaciones. Otro riesgo es que se intensifiquen las salidas de capitales, debido a un mayor endurecimiento de las condiciones monetarias estadounidenses o al deterioro de los fundamentos económicos internos. Esto podría hacer bajar más los precios internos de los activos, endurecer las condiciones financieras globales y, en última instancia, atemperar el crecimiento, especialmente en las economías con fundamentos económicos más débiles y menos margen de maniobra para la política económica. Aunque en algunos países la reducción de las afluencias podría aliviar las inquietudes en torno a la posibilidad de booms de crédito, en otros se han agudizado los riesgos de aterrizajes más duros o inestabilidad financiera. Ahora bien, muchos países operan con regímenes cambiarios flexibles que ayudarían a mitigar estos efectos, especialmente si no hay presión inflacionaria y si los elevados niveles de reserva dan margen para suavizar la volatilidad excesiva. Una persistente desaceleración de la inversión debido a debilidades estructurales es otro motivo de inquietud. Dada la estrecha integración regional, Asia se vería afectada por una desaceleración inesperada en cualquiera de sus economías más grandes, especialmente China. En Japón, a falta de reformas fiscales y estructurales creíbles, el nuevo marco macroeconómico quizá no logre incrementar el crecimiento y las expectativas inflacionarias, con efectos adversos en el resto de Asia también. De hecho, en el escenario a la baja verosímil, el crecimiento en la región disminuiría sustancialmente. El crecimiento en Japón durante el primer año sería ¾ punto porcentual más bajo, en tanto que el del resto de la región disminuiría 1 punto porcentual.

Las autoridades deben encontrar un equilibrio entre respaldar la demanda y conjurar los riesgos para la estabilidad financiera. En muchos casos, dado el trasfondo de mayores riesgos a la baja para el crecimiento y perspectivas inflacionarias generalmente favorables, la orientación acomodaticia es apropiada, en términos amplios. Sin embargo, las circunstancias de cada país varían en función de los diferentes riesgos que giran en torno a la estabilidad financiera y la inflación; por ejemplo, el Banco de Indonesia recientemente tuvo adoptar una política más restrictiva en medio de presiones a la baja sobre

Gráfico 2.8. Asia: Una trayectoria de crecimiento más baja

La actividad económica decepcionó durante el primer semestre de 2013. El crecimiento repuntará con lentitud a partir del segundo semestre a medida que la demanda externa e interna se recuperen a un ritmo moderado.



Fuentes: CEIC; Consensus Forecasts; Haver Analytics; Markit/Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: AUS = Australia; CHN = China; HKG = RAE de Hong Kong; IDN = Indonesia; IND = India; JPN = Japón; KOR = Corea; MYS = Malasia; NZL = Nueva Zelandia; PHL = Filipinas; SGP = Singapur; THA = Tailandia; TWN = provincia china de Taiwan; VNM = Vietnam. Asia oriental incluye CHN, HKG, KOR y TWN. CDS = swap de incumplimiento crediticio.

¹Incluye Asia oriental, JPN, MYS, THA, PHL, SGP y VNM. Se excluye Indonesia debido a un rezago de los datos. Los datos son hasta junio de 2013 inclusive (a China; a la zona del euro).

²ASEAN = Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (IDN, MYS, PHL, SGP, THA). Asia oriental excluye HKG y CHN en este panel. Los datos son hasta julio de 2013 inclusive en el caso de ASEAN, IND, JPN; y junio de 2013 en el de Asia oriental.

³El índice Markit iTraxx Asia ex Japan Investment Grade abarca 40 índices de CDS de grado de inversión e igual ponderación conformados por acciones asiáticas que generalmente se negocian con vencimientos a cinco años, y se determina una nueva serie sobre la base de la liquidez cada seis meses. El índice MSCI EM Asia capta una representación de capitalización grande y mediana en ocho economías de mercados emergentes: CHN, IDN, IND, KOR, MYS, PHL, THA, TWN. Con 541 integrantes, el índice abarca aproximadamente 85% de la capitalización de mercado con libre flotación en cada país.

⁴Los datos de India se basan en el índice de precios al consumidor para los trabajadores industriales. Los últimos datos se refieren a agosto de 2013, excepto en el caso de India y Japón (julio de 2013); Australia y Nueva Zelandia (junio de 2013).

⁵Datos actualizados al 23 de septiembre de 2013. Las tasas reales de política monetaria se ajustan en función de las expectativas inflacionarias a un año. En el caso de India, este dato se basa en el ejercicio.

⁶Saldo estructural del gobierno general de la RAE de Hong Kong y Nueva Zelandia.

Cuadro 2.3. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Asia
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

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

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

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

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

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

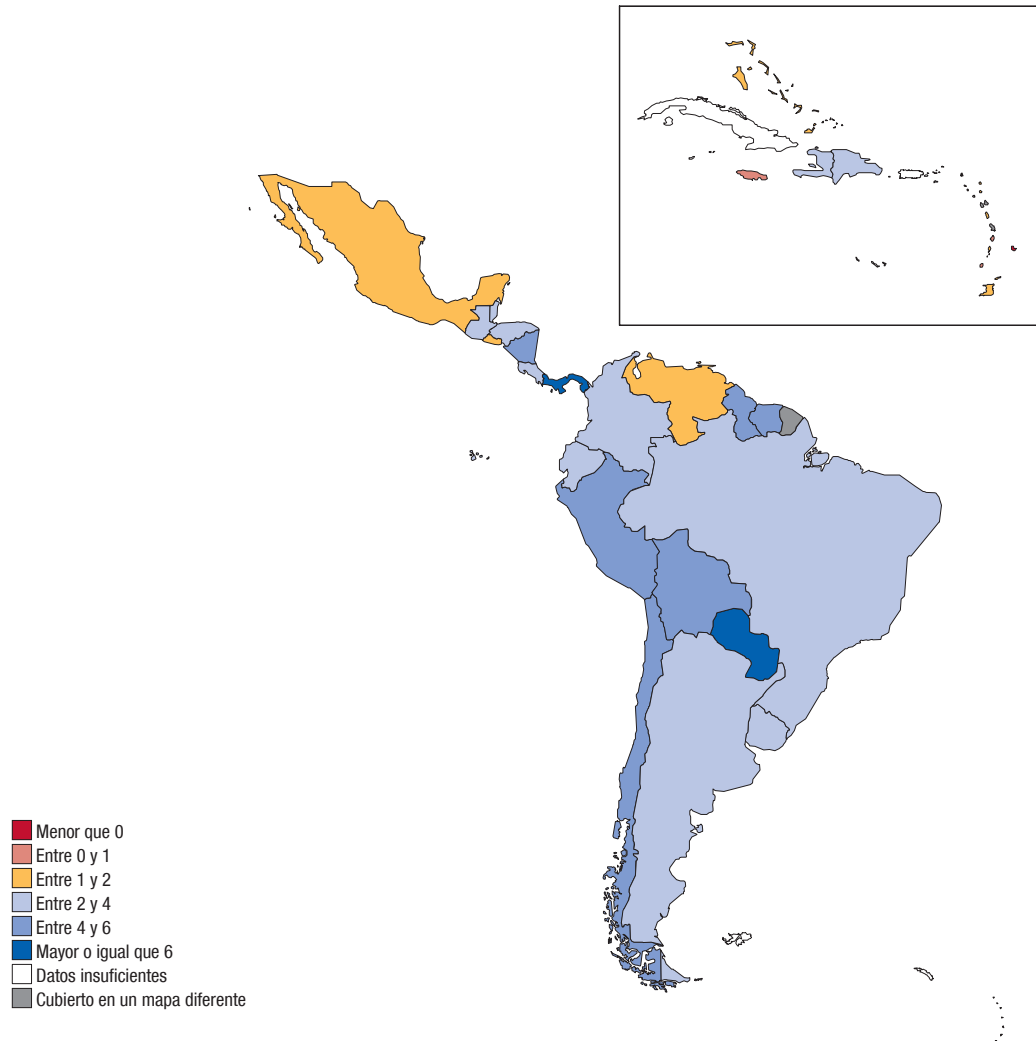
la moneda y expectativas de inflación más elevadas. En Japón, los esfuerzos deberían centrarse en cumplir con la meta de inflación a corto plazo fijada por las autoridades. Esto requiere aplicar a pleno la orientación acomodaticia de la política monetaria y respaldarla con otras medidas muy necesarias (tales como reformas estructurales) que mejoren las perspectivas de crecimiento a mediano plazo.

En vista del recrudescimiento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, las herramientas micro y macroprudenciales continuarán contribuyendo al logro de la estabilidad financiera. Las medidas que refuerzan la capacidad de resistencia de los sistemas financieros también ayudarán a las economías a superar las consecuencias de una posible interrupción repentina de las entradas de capitales. En algunas economías, como China, se necesitan más reformas financieras para salvaguardar la estabilidad financiera, mejorar la distribución del crédito y encauzar la economía hacia una senda de crecimiento más sostenible.

De ser necesarias, las metas fiscales deberían definirse en términos ajustados en función del ciclo, permitiendo que funcionen los estabilizadores automáticos. En muchas economías, deberían reconstituirse los factores

amortiguadores para abrir espacio a una infraestructura promotora del crecimiento, el gasto social y una futura política anticíclica. En China, fortalecer la gestión, la transparencia y el marco global de gobernabilidad de las finanzas de los gobiernos locales ayudaría también a contener los riesgos generados por el creciente endeudamiento de los gobiernos locales. En Japón, la decisión anunciada hace poco de implementar la primera etapa del aumento del impuesto sobre el consumo a 8% en abril de 2014 es un paso alentador. El estímulo adicional planificado para 2014, que tiene por objetivo mitigar el impacto de esa medida en el crecimiento, realza la necesidad de elaborar un plan a mediano plazo concreto y creíble con la mayor rapidez posible a fin de encauzar la deuda pública por una trayectoria sostenible. La implementación exitosa de la Abeconomía tendría beneficios claros en términos del crecimiento, no solo para Japón sino también para otras economías del resto de Asia (véase también el recuadro 1.4 del capítulo 1). Por último, en algunos países, la reciente presión de los mercados realza más el valor del afianzamiento de las finanzas públicas y la implementación de reformas estructurales (por ejemplo, India).

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



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

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

Si se hacen realidad los riesgos a la baja para el crecimiento, la flexibilidad del tipo de cambio y la distensión monetaria deberían ser en términos generales las primeras líneas de defensa de las economías en las cuales la inflación es baja y las expectativas están firmemente ancladas. Sin embargo, en algunas economías (como India e Indonesia) quizá se necesite una política más restrictiva ante la ininterrumpida presión inflacionaria, ampliada aún más por la depreciación de la moneda. En el ámbito fiscal, se debería permitir el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, pero teniendo en cuenta lo elevado de los déficits la consolidación fiscal

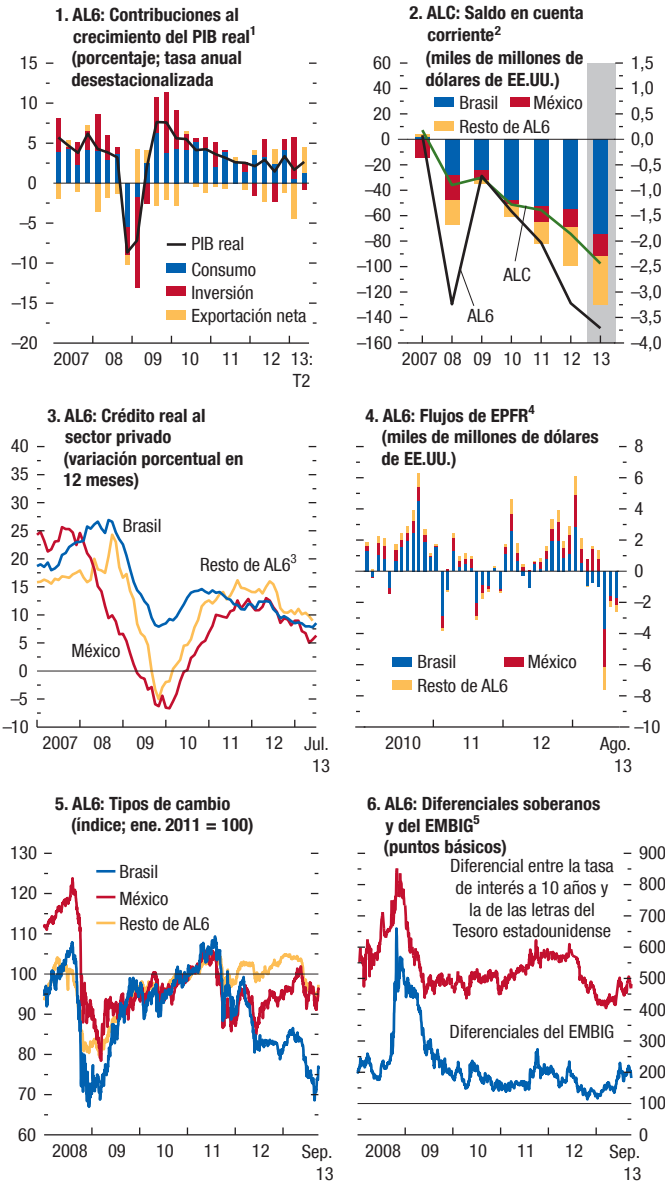
es una prioridad en una serie de economías como India, Japón y Vietnam. Otras deberían plantearse la posibilidad de un estímulo solo si existe la amenaza de una desaceleración grave.

América Latina y el Caribe: Crecimiento moderado

Las condiciones externas menos propicias y las limitaciones de la oferta interna han atenuado la actividad en América Latina y el Caribe. Se proyecta que el crecimiento del producto se moderará a 2¾% en 2013 (gráfico 2.9).

Gráfico 2.10. América Latina: El crecimiento es atenuado

El crecimiento se ha desacelerado con el debilitamiento de la demanda externa e interna. A pesar del aumento de la volatilidad financiera y la disminución de precios de las materias primas, las condiciones externas siguen siendo propicias en términos amplios. Las políticas deberían apuntar a mejorar la calidad y la sostenibilidad del crecimiento y a reducir la volatilidad financiera interna.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; EPFR Global/Haver Analytics; Haver Analytics; autoridades nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: ALC = América Latina y el Caribe. AL6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay. El resto de AL6 se refiere al total de Chile, Colombia, Perú y Uruguay (salvo indicación en contrario).
¹Promedios ponderados según el PIB ajustado en función de la paridad del poder adquisitivo de AL6.
²AL6: Promedio simple; porcentaje del PIB, escala derecha. ALC: Porcentaje del PIB, escala derecha.
³Promedio simple en el caso de Chile, Colombia, Perú y Uruguay. Los datos son hasta junio de 2013 inclusive.
⁴Los flujos registrados por EPFR son una variable representativa limitada de los flujos globales de la balanza de pagos, aunque estudios recientes han encontrado una gran semejanza entre los patrones de los flujos de EPFR y los flujos brutos de cartera de la balanza de pagos (véase Fratzscher, 2012).
⁵Los rendimientos de los bonos soberanos son el promedio de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, según la disponibilidad. EMBIG = Índice EMBI Global de JPMorgan.

A medida que mejore la demanda externa, se prevé que el crecimiento se recuperará paulatinamente en 2014, pero la balanza de riesgos sigue inclinándose a la baja. Una forma de ayudar a contrarrestar en parte los efectos del endurecimiento de las condiciones financieras es permitiendo que los tipos de cambio se ajusten en función de las variaciones de los fundamentos económicos. La consolidación fiscal debería proseguir en forma paulatina en los países con espacio fiscal limitado y en los que aún se encuentran sujetos a estrictas limitaciones de la capacidad. Ante el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento y la agudización de la volatilidad de flujos de capitales, salvaguardar la estabilidad financiera es una prioridad clave para la política económica. El crecimiento en las economías caribeñas que dependen del turismo sigue siendo bajo, y entre los retos para la política económica corresponde abordar el elevado nivel de la deuda, la debilidad de la competitividad y la fragilidad de los sistemas financieros.

El crecimiento en la mayor parte de la región de América Latina y el Caribe (ALC) en el primer semestre del año fue más débil de lo previsto en el informe WEO de abril de 2013. La actividad se vio frenada por estrangulamientos en la infraestructura, el retroceso de los precios de las materias primas y, en algunos casos, la aplicación de políticas más restrictivas (gráfico 2.10). La desaceleración inesperada en México tuvo que ver con la disminución del gasto público, el enfriamiento de la actividad en el sector de la construcción y la demanda anémica en Estados Unidos. En Brasil, el crecimiento repuntó gracias a la mayor inversión, incluidas las existencias. Sin embargo, los indicadores de gran frecuencia apuntan a cierta moderación de la actividad al adentrarse en el segundo semestre del año.

El aumento reciente de la volatilidad de los mercados financieros internacionales asestó un golpe a los tipos de cambio, los diferenciales soberanos y los mercados bursátiles de la región. En algunos países, los gobiernos respondieron a la turbulencia de los mercados distendiéndose los controles de capital e interviniendo para contener la volatilidad cambiaria. En muchos casos, el resultado de la depreciación fueron tipos de cambio más alineados con los fundamentos de la economía. Además, los rendimientos de los títulos soberanos y empresariales aún son relativamente bajos desde una perspectiva histórica.

El producto de la región de ALC crecerá, de acuerdo con las proyecciones, 2¾% en 2013 y 3% en 2014; es decir, alrededor de ¾ de punto porcentual menos que lo pronosticado en el informe WEO de abril de 2013

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

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
América del Norte	2,8	1,5	2,6	2,2	1,6	1,7	-2,7	-2,6	-2,7	...	...	...
Estados Unidos ⁴	2,8	1,6	2,6	2,1	1,4	1,5	-2,7	-2,7	-2,8	8,1	7,6	7,4
Canadá	1,7	1,6	2,2	1,5	1,1	1,6	-3,4	-3,1	-3,1	7,3	7,1	7,1
México	3,6	1,2	3,0	4,1	3,6	3,0	-1,2	-1,3	-1,5	5,0	4,8	4,5
América del Sur⁵	2,6	3,2	3,1	6,8	8,0	8,0	-1,8	-2,6	-2,5	...	...	...
Brasil	0,9	2,5	2,5	5,4	6,3	5,8	-2,4	-3,4	-3,2	5,5	5,8	6,0
Argentina ⁶	1,9	3,5	2,8	10,0	10,5	11,4	0,0	-0,8	-0,8	7,2	7,3	7,4
Colombia	4,0	3,7	4,2	3,2	2,2	3,0	-3,2	-3,2	-3,2	10,4	10,3	10,0
Venezuela	5,6	1,0	1,7	21,1	37,9	38,0	2,9	2,8	2,2	7,8	9,2	10,3
Perú	6,3	5,4	5,7	3,7	2,8	2,5	-3,6	-4,9	-5,1	6,8	6,0	6,0
Chile	5,6	4,4	4,5	3,0	1,7	3,0	-3,5	-4,6	-4,0	6,4	6,2	6,4
Ecuador	5,1	4,0	4,0	5,1	2,8	2,4	-0,2	-1,1	-1,4	5,3	5,5	5,5
Bolivia	5,2	5,4	5,0	4,5	4,8	4,1	7,8	4,2	3,1	6,4	6,4	6,3
Uruguay	3,9	3,5	3,3	8,1	8,5	8,6	-5,4	-4,9	-4,1	6,0	6,7	6,8
Paraguay	-1,2	12,0	4,6	3,7	3,2	4,6	0,4	0,5	-0,2	5,8	5,4	5,5
América Central⁷	5,0	3,9	3,9	4,4	4,4	4,4	-6,1	-6,2	-6,1	...	...	...
El Caribe⁸	2,3	1,7	2,9	5,0	5,0	4,9	-4,9	-4,0	-3,6	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>												
América Latina y el Caribe ⁹	2,9	2,7	3,1	5,9	6,7	6,5	-1,9	-2,4	-2,4	...	...	...
Unión Monetaria del Caribe Oriental ¹⁰	-0,2	1,0	2,0	2,9	2,5	2,5	-16,0	-16,2	-16,7	...	...	...

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

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Los datos de Estados Unidos están sujetos a cambios hasta la publicación definitiva de las cuentas de ingreso y producto nacionales (NIPA, por sus siglas en inglés) de la Oficina de Análisis Económico.

⁵También incluye Guyana y Suriname.

⁶Las cifras de Argentina son los datos oficiales reportados. Sin embargo, el FMI ha emitido una declaración de censura y ha solicitado a Argentina que adopte medidas correctivas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PIB y del IPC-GBA. Otras fuentes de datos muestran un crecimiento real significativamente más bajo que el que indican los datos oficiales desde 2008 y tasas de inflación considerablemente más altas que las que indican los datos oficiales desde 2007. En este contexto, el FMI también está usando otras estimaciones del crecimiento del PIB y de la inflación del IPC a los efectos de la supervisión de la evolución macroeconómica en Argentina.

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

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

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

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

(cuadro 2.4). Las revisiones a la baja reflejan resultados más débiles que los esperados en el primer semestre de 2013 y el efecto que tendrá en el futuro el endurecimiento de las condiciones financieras en el crecimiento. También se prevé que las tasas de crecimiento a mediano plazo se mantengan por debajo de las tasas cíclicamente elevadas registradas después de la Gran Recesión³.

- En la mayoría de las economías financieramente integradas (Chile, Colombia, Perú, Uruguay), se prevé que el crecimiento se moderará a niveles más sostenibles. El fuerte aumento de los sueldos y el bajo nivel de desempleo seguramente respaldarán el consumo. A pesar de cierta desaceleración, se prevé que la expansión del crédito se mantenga

³ Véase el capítulo 3 de la edición de mayo de 2013 de *Perspectivas económicas: Las Américas*.

relativamente vigorosa. Los déficits de las cuentas corrientes externas se ampliarían en mayor medida en 2013, dado que los precios de las materias primas han retrocedido y la demanda interna continúa superando el producto. La presión inflacionaria está contenida, en términos amplios, excepto en el caso de Uruguay, cuya inflación se mantiene por encima de la meta.

- Se proyecta que la economía de Brasil crecerá 2½% en 2013. La reciente depreciación de la moneda mejorará la competitividad externa y contrarrestará en parte el impacto adverso de los aumentos de los rendimientos de los títulos soberanos. Pero el avance de la inflación ha reducido los ingresos reales y podría afectar negativamente el consumo, en tanto que las restricciones a la oferta y la incertidumbre en torno a la política económica podrían continuar restringiendo la actividad.

- En México, se prevé que el crecimiento se desacelerará a 1¼% en 2013, en gran medida como consecuencia de la debilidad de la actividad en el primer semestre del año. Se proyecta que el crecimiento se recuperará poco a poco y regresará a 3% en 2014, a medida que repunte la manufactura gracias a la recuperación de la demanda estadounidense, recobre ímpetu el gasto público y comiencen a dar fruto las reformas estructurales en curso. A mediano plazo, está previsto que el crecimiento aumente a un promedio anual de 3½% a 4%, según las estimaciones preliminares del personal técnico del FMI de los efectos de las reformas estructurales.
- Los pronósticos apuntan a que el crecimiento en otros países exportadores de materias primas conserve la solidez, en términos generales, excepto en el caso de Venezuela, donde los cortes energéticos y los controles cambiarios están restringiendo la actividad económica. El crecimiento en Argentina se ha recuperado gracias a la buena cosecha, pero la actividad sigue estando limitada por el cepo cambiario y otros controles administrativos.
- El crecimiento del producto disminuirá en América Central, dados la debilidad inesperada de la demanda externa y el volumen anémico de las remesas.
- La actividad será débil en gran parte del Caribe, ya que los flujos provenientes del turismo siguen siendo moderados y la actividad de la construcción se contrae. Los elevados niveles de deuda, la debilidad de la competitividad y las crecientes vulnerabilidades financieras continúan limitando la política fiscal y las perspectivas de crecimiento.

Globalmente, predominan los riesgos a la baja para las perspectivas. En vista de la fuerte dependencia de las materias primas en la región de ALC, un riesgo externo clave es una caída drástica de los precios de las mismas. Como lo ilustra el escenario a la baja verosímil, un crecimiento más lento en las grandes economías fuera de la región, como China, reduciría el crecimiento en América Latina ½ punto porcentual a través de los efectos en los precios de las materias primas y las exportaciones. Los nuevos estallidos de volatilidad en los mercados financieros y las continuas salidas de capitales representan otro riesgo.

Las autoridades deberían calibrar las políticas macroeconómicas en base a una evaluación realista del potencial de oferta de sus economías. Mantener tasas de crecimiento a niveles insosteniblemente elevados a través del estímulo fiscal debilitaría las finanzas públicas e incrementaría los déficits en cuenta corriente. En un contexto de limitada capacidad económica ociosa y

condiciones externas aún relativamente favorables en la mayor parte de América Latina, los países deberían proseguir con una consolidación fiscal paulatina, protegiendo al mismo tiempo la inversión pública y el gasto social críticos. La consolidación fiscal sigue siendo crítica para los países con niveles elevados de deuda y déficits, incluidos los del Caribe. En los países con baja inflación y expectativas inflacionarias ancladas, la flexibilidad del tipo de cambio y la política monetaria deberían continuar siendo la primera línea de defensa en caso de concretarse los riesgos a la baja; al mismo tiempo, es necesario protegerse de una volatilidad cambiaria excesiva. En los países donde persiste la presión inflacionaria (incluso en Brasil), el endurecimiento de la política monetaria sigue siendo adecuado.

Debe redoblar la supervisión prudencial del sistema financiero, con miras a identificar y afrontar posibles vulnerabilidades, sobre todo teniendo en cuenta la rápida expansión del crédito ocurrida recientemente, alimentada en parte por la afluencia de capitales.

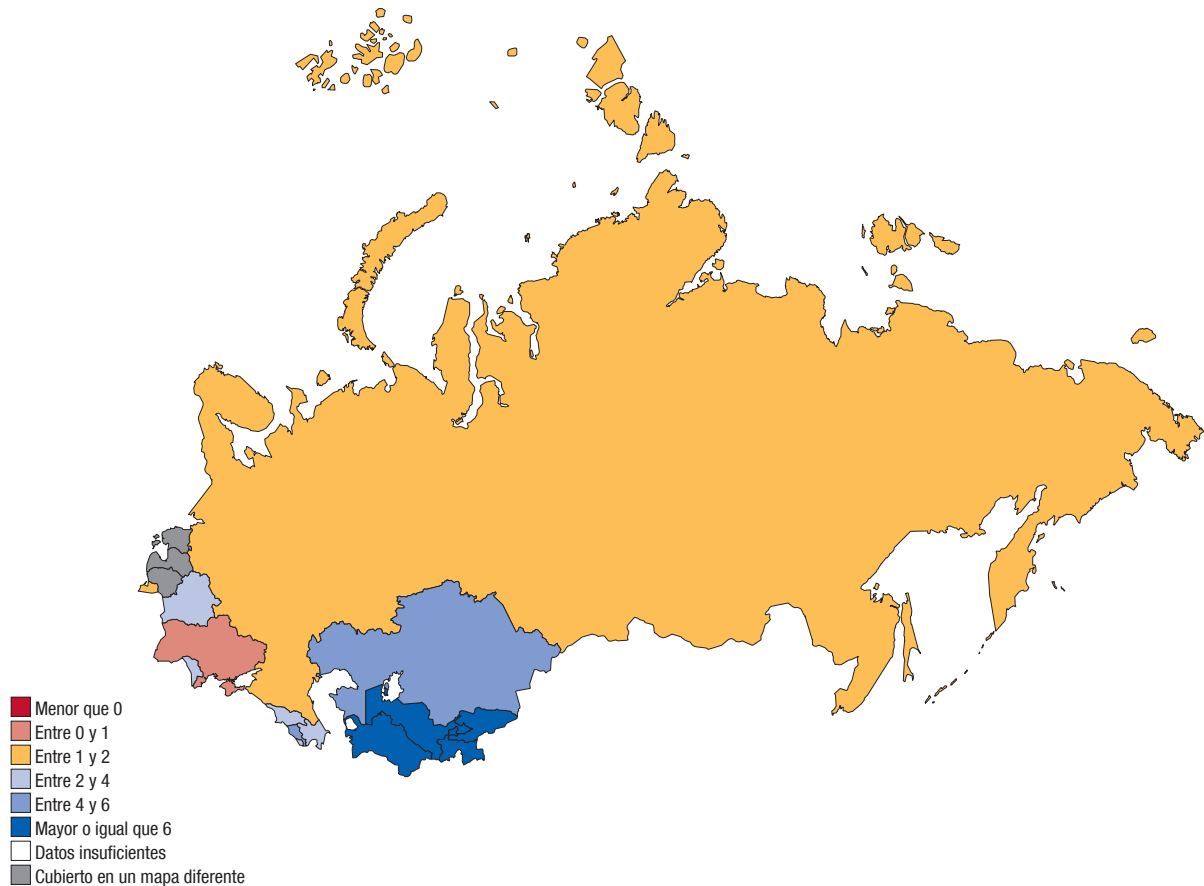
Para la región de ALC, siguen siendo desafíos críticos a mediano plazo reforzar la competitividad, estimular la productividad e incrementar las tasas de ahorro e inversión. Como la participación laboral ya es elevada, y las tasas de desempleo, bajas, los países tendrán que recurrir con creciente frecuencia a la acumulación de capital y al aumento de la productividad para mantener tasas de crecimiento elevadas. Promover el ahorro nacional permitirá expandir la inversión sin tener que recurrir nuevamente al endeudamiento externo.

Comunidad de Estados Independientes: Crecimiento más lento en medio de una demanda externa e interna débil

El crecimiento en la Comunidad de Estados Independientes (CEI) se ha enfriado, como consecuencia tanto de un ambiente externo poco favorable como de las restricciones a la oferta en algunas economías (gráfico 2.11). Se necesitan reformas para incrementar el potencial de crecimiento en la región, en tanto que en varios países también se necesitan políticas tendientes a reducir los desequilibrios macroeconómicos, dados el recrudecimiento de los riesgos y las limitaciones de los factores amortiguadores.

El crecimiento en las economías europeas de la CEI, incluida Rusia, disminuyó en el primer semestre de 2013 (gráfico 2.12). Influyó la debilidad de la demanda externa, pero también la de la inversión nacional, sobre todo en los casos en que las brechas del producto eran

Gráfico 2.11. Comunidad de Estados Independientes: Pronóstico de crecimiento del PIB en 2013
(Porcentaje)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Incluye Georgia por razones geográficas y de parecido de la estructura económica.

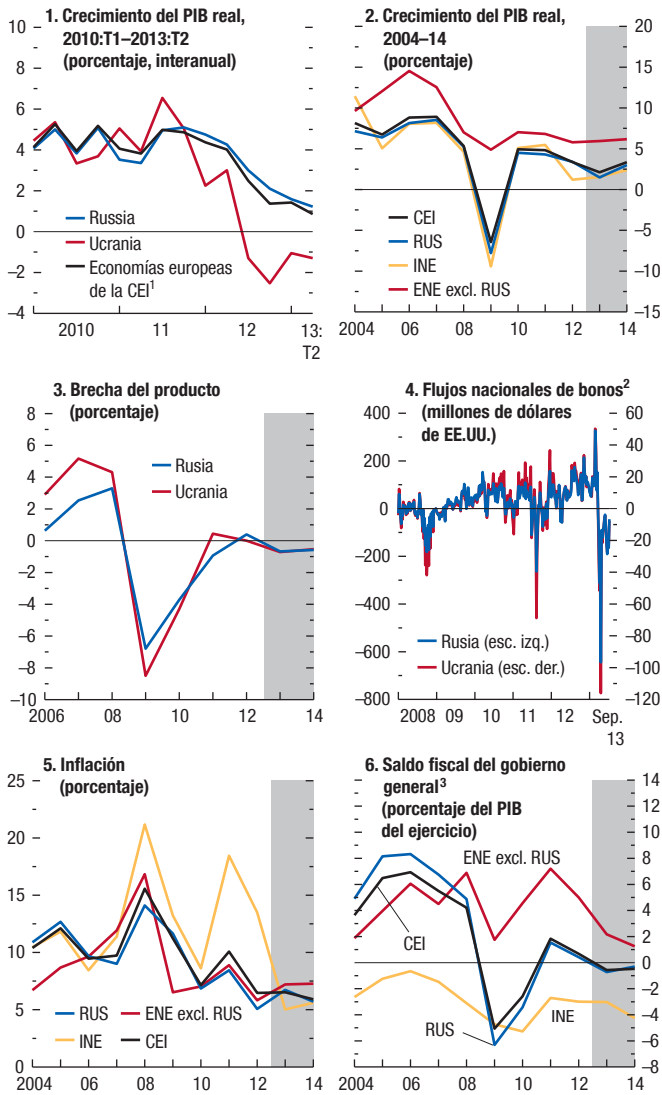
pequeñas, y las restricciones a la oferta, estrictas. En el Cáucaso y Asia central (CAC), sin embargo, la actividad económica continuó creciendo a un ritmo vigoroso, igual que en 2012, gracias a la expansión de la actividad productiva de los sectores extractivos en los exportadores de materias primas, así como a la afluencia estable de remesas hasta el momento. El aumento reciente de la volatilidad financiera mundial golpeó a las grandes economías europeas de la CEI más que al CAC, dada la limitada exposición financiera externa de estas últimas.

El crecimiento en las economías de la CEI se desacelerará ligeramente, según las previsiones, de 3½% en 2012 a aproximadamente 2% este año, para luego aumentar a 3½% en 2014 (cuadro 2.5). Las perspectivas varían dentro de la región, con un crecimiento más débil en las economías europeas de la CEI y los importadores netos de energía, y más fuerte en las economías de CAC y los exportadores netos de energía:

- En Rusia, se proyecta que el crecimiento promediará 1½% en 2013, y que se incrementará a 3% en 2014. Esta estimación refleja una revisión a la baja de casi 2 puntos porcentuales para 2013 y ¾ de punto porcentual para 2014 respecto al informe WEO de abril de 2013. Aunque el consumo sigue respaldado por el fuerte aumento de los salarios reales y el crédito minorista, las perspectivas de crecimiento se han visto empañadas por un ambiente externo poco favorable, cierta aceleración de las salidas de capitales y caídas de los precios de las acciones, así como una tímida inversión.
- Fuera de Rusia, el crecimiento de los exportadores de energía de la región conservará el vigor, según los pronósticos. En Kazajstán, el crecimiento promediará 5% en 2013 y 5¼% en 2014, impulsado por una recuperación de la producción de petróleo y una vigorosa actividad en los sectores industrial y de los servicios.

Gráfico 2.12. Comunidad de Estados Independientes: Desaceleración del crecimiento en un contexto de una demanda externa e interna débil

El crecimiento en las economías de la CEI se ve cada vez más empañado por restricciones a la oferta. Se necesitan reformas del lado de la oferta para incrementar el potencial de crecimiento en la región. En varios países, las políticas macroeconómicas deberían evitar exacerbar los desequilibrios macroeconómicos, dadas la agudización de los riesgos financieros y las limitaciones de los factores amortiguadores.



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

Nota: CEI = Comunidad de Estados Independientes. Georgia, que no es miembro de la CEI, se incluye en este grupo por razones geográficas y de similitud de su estructura económica. Exportadores netos de energía (ENE): Azerbaiyán, Kazajistán, Rusia (RUS), Turkmenistán, Uzbekistán. Importadores netos de energía (INE): Armenia, Belarús, Georgia, Moldova, la República Kirguisa, Tayikistán, Ucrania. ENE excl. RUS = exportadores netos de energía excluido Rusia.

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

²Los flujos registrados por EPFR son una variable representativa limitada de los flujos globales de la balanza de pagos, aunque estudios recientes han encontrado una gran semejanza entre los patrones de los flujos de EPFR y los flujos brutos de cartera de la balanza de pagos (véase Fratzscher, 2012). Además, estos datos de gran frecuencia están más actualizados que la serie de la balanza de pagos. Asimismo, los flujos de bonos de EPFR pueden considerarse una variable representativa de los flujos de bonos soberanos, que fueron la parte más destacada de los flujos de inversión de cartera hacia los países de la región en los últimos años.

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

- En Ucrania, que está en recesión desde mediados de 2012, el crecimiento será casi cero este año. La actividad estará frenada por la debilidad de la exportación, la incertidumbre política y las condiciones monetarias restrictivas en defensa de un tipo de cambio sometido a presión debido a los déficits gemelos de la economía. Se proyecta que el crecimiento aumentará a 1½% en 2014.
- La mayoría de los otros países importadores de energía no han experimentado grandes entradas de capitales, en parte debido a la débil evolución reciente de la economía o a los limitados vínculos con los mercados financieros externos. Se proyecta que el crecimiento se mantendrá bajo en Belarús, como resultado de las rigideces estructurales y la disminución de la competitividad. La actividad repuntará en Moldova, gracias a la agricultura, la exportación y el consumo. La República Kirguisa crecerá, de acuerdo con las proyecciones, 7% en 2013–14, ya que la economía se recuperará de los trastornos de la extracción de oro y sustentará un sólido desempeño de los sectores de la construcción, el comercio y los servicios.
- El crecimiento en Armenia y Georgia se desacelerará, según los pronósticos, este año. En Armenia, la situación refleja el menor crecimiento del sector agrícola en 2013 tras un vigoroso desempeño en 2012 que tuvo que ver con las condiciones meteorológicas favorables, los ajustes al alza de los precios del gas y la electricidad, y un gasto inferior a lo presupuestado. El crecimiento en Georgia presuntamente se moderará debido al enfriamiento de la inversión privada y la debilidad de la expansión del crédito, y a un gasto inferior al presupuestado.

La inflación de la región promediará 6%–6½% en 2013–14 y representa una cuestión candente para algunas economías (Belarús, Uzbekistán). En Belarús, la inflación viene disminuyendo, pero seguiría siendo de dos dígitos. Análogamente, en Uzbekistán se mantendría a niveles de dos dígitos, de acuerdo con lo pronosticado, como consecuencia de la depreciación ininterrumpida de la moneda, el alza de los precios locales de los alimentos y los precios administrados, y los aumentos salariales. En Rusia, se prevé que la inflación disminuirá a aproximadamente 6¼% para fines de 2013; o sea, justo por encima del límite superior de la banda de 5% a 6% fijada como meta por el banco central, a medida que se desvanezcan los efectos de los shocks temporales de la oferta. Se prevé que la inflación se mantendrá por encima del nivel de 4½% fijado como meta por el banco central para 2014.

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

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Comunidad de Estados Independientes (CEI)	3,4	2,1	3,4	6,5	6,5	5,9	2,9	2,1	1,6	...	...	...
Exportadores netos de energía	3,8	2,2	3,5	5,2	6,8	6,0	4,1	3,2	2,6	...	...	...
Rusia	3,4	1,5	3,0	5,1	6,7	5,7	3,7	2,9	2,3	6,0	5,7	5,7
Kazajistán	5,1	5,0	5,2	5,1	6,3	6,3	3,8	4,3	3,1	5,3	5,3	5,3
Uzbekistán	8,2	7,0	6,5	12,1	12,1	10,4	0,7	0,2	1,1	...	...	...
Azerbaiyán	2,2	3,5	5,6	1,0	3,7	6,3	21,7	13,3	9,2	6,0	6,0	6,0
Turkmenistán	11,1	12,2	10,4	5,3	7,6	7,0	0,0	0,2	3,8	...	...	...
Importadores netos de energía	1,2	1,5	2,4	13,5	5,0	5,6	-7,4	-7,5	-7,2	...	...	...
Ucrania	0,2	0,4	1,5	0,6	0,0	1,9	-8,4	-7,3	-7,4	7,5	8,0	8,0
Belarús	1,5	2,1	2,5	59,2	17,5	14,8	-2,9	-8,3	-6,7	0,6	0,6	0,6
Georgia ⁴	6,1	2,5	5,0	-0,9	-0,3	4,0	-11,5	-6,5	-7,8	15,0	16,7	17,3
Armenia	7,2	4,6	4,8	2,5	7,0	3,5	-11,3	-10,0	-8,6	19,0	18,5	18,0
Tayikistán	7,5	6,7	5,8	5,8	7,5	7,2	-1,3	-1,7	-2,2	...	...	...
República Kirguisa	-0,9	7,4	6,5	2,8	8,6	7,2	-15,3	-9,6	-8,3	7,7	7,6	7,6
Moldova ⁵	-0,8	4,0	4,0	4,6	4,4	4,3	-7,0	-7,6	-8,8	5,6	6,2	5,7
<i>Partidas informativas</i>												
Cáucaso y Asia central ⁶	5,8	5,8	6,1	5,2	6,9	7,0	4,8	3,9	3,1	...	...	...
Países de bajo ingreso de la CEI ⁷	6,6	6,0	5,9	7,5	8,7	8,0	-4,2	-3,3	-2,8	...	...	...
Exportadores netos de energía, excluido Rusia	5,8	5,9	6,2	5,8	7,2	7,3	6,4	5,0	4,1	...	...	...

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

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales del desempleo pueden variar.

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

⁵Las proyecciones de Moldova se basan en datos disponibles para el primer trimestre de 2013.

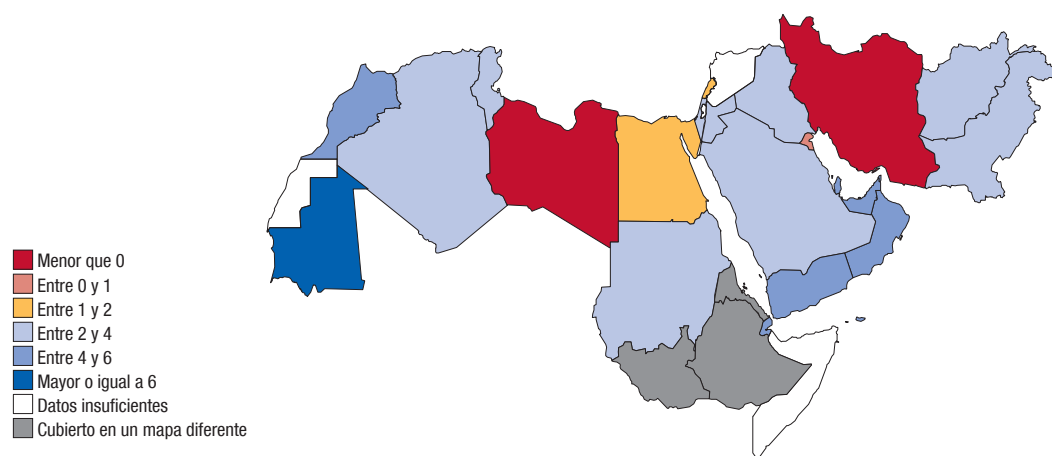
⁶Incluye Armenia, Azerbaiyán, Georgia, Kazajistán, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán y Uzbekistán.

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

La balanza de riesgos se inclina a la baja. El aumento de la rentabilidad de los bonos del gobierno y de los costos de endeudamiento, o un acceso más difícil a los mercados internacionales de capital, empeorarían las perspectivas para la región, especialmente para los países con desequilibrios fiscales y/o externos relativamente grandes y factores amortiguadores limitados, como Belarús y Ucrania (que han visto subir los rendimientos de sus títulos soberanos a niveles prohibitivos en los últimos meses). Para los importadores de materias primas de CAC, sin embargo, ese riesgo se vería mitigado por el hecho de que gran parte del financiamiento de los déficits en cuenta corriente se realiza con instrumentos a más largo plazo. Un crecimiento inferior a lo esperado de las economías de mercados emergentes de otras regiones empujaría a la baja los precios de las materias primas, lo cual tendría un fuerte impacto negativo en la actividad en Rusia, Ucrania y los exportadores de materias primas de CAC. Dado el papel predominante de Rusia en el comercio y los flujos de remesas de la región, los importadores de materias primas de CAC se verían afectados indirectamente por una desaceleración inesperadamente drástica de Rusia.

Las políticas deberían seguir manteniendo la estabilidad macroeconómica e implementar reformas tendentes a incrementar el crecimiento potencial. Rusia ahora se encuentra en mejores condiciones de absorber shocks externos gracias a la flexibilización del tipo de cambio, la mayor capacidad de gestión de crisis, el mayor volumen de reservas y la reducción de los descaldes de los balances. La prioridad consiste en incrementar el potencial de crecimiento, mejorar el régimen de inversión, facilitar la producción de nuevas energías, reducir la participación del gobierno en la economía y fortalecer poco a poco los amortiguadores fiscales. Ucrania se beneficiaría de un régimen cambiario más flexible, una política fiscal más restrictiva, un aumento de las tarifas internas del gas y la calefacción y la reactivación de las reformas estructurales. Belarús tendrá que coordinar las políticas fiscal y monetaria para controlar estrictamente la demanda interna y adoptar reformas estructurales para lograr un crecimiento sostenible. Kazajistán debería continuar avanzando hacia una solución perdurable de su elevado nivel de préstamos en mora y reorganizar los marcos de política fiscal y monetaria. Azerbaiyán y Turkmenistán deberían eliminar el estímulo fiscal para

Gráfico 2.13. Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán: Pronósticos de crecimiento del PIB en 2013
(Porcentaje)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Incluye Israel únicamente por razones geográficas. El crecimiento del PIB real iraní a partir de 2012 no se ha actualizado significativamente con respecto al informe WEO de abril de 2013 debido a que el banco central aún no ha dado a conocer las cuentas nacionales y a la luz de los planes de las nuevas autoridades.

mantener la inflación bajo control y mejorar la sostenibilidad fiscal, realzando más al mismo tiempo la eficiencia del gasto público. El endurecimiento de la política monetaria debería continuar en Uzbekistán, a fin de contener los efectos de segunda ronda en la inflación generados por los aumentos de los precios administrados y locales de los alimentos.

Para algunas economías, el nivel de gasto inferior al presupuestado se ha traducido en un endurecimiento imprevisto de las condiciones fiscales, lo cual también contribuyó a la desaceleración reciente (Armenia, Georgia). En el caso de estas economías, la prioridad debería ser imprimir una orientación más acomodaticia a las políticas para que un gasto productivo respalde la demanda. En Georgia, los recortes de la tasa de política monetaria de este año deberían contribuir a reducir las presiones deflacionarias, aunque es necesario resolver la incertidumbre política reciente para restablecer la confianza de los inversionistas.

Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán: El crecimiento depende de la mejora de la producción petrolera y la confianza

El crecimiento en la región de OMNAP disminuirá, según las previsiones, en 2013 (gráfico 2.13). La debilidad de la demanda mundial y los trastornos de la oferta interna han reducido la producción petrolera. Entre tanto, la incertidumbre generada por transiciones políticas prolongadas y un ambiente externo poco favorable lastran la confianza de

los importadores de petróleo. Las previsiones apuntan a que el crecimiento repunte en 2014, acompañado del mejoramiento de las condiciones mundiales y una recuperación de la producción de petróleo (gráfico 2.14). Sin embargo, el crecimiento sostenible y equitativo a mediano plazo depende de un mejor ambiente sociopolítico y una estabilidad macroeconómica más afianzada, una mayor diversificación económica y una aceleración de la creación de empleos.

Economías exportadoras de petróleo

El crecimiento de los exportadores de petróleo se desaceleró sustancialmente en el primer semestre de 2013, por efecto de la decreciente producción petrolera. En una serie de economías, como la República Islámica del Irán, Iraq y Libia, la aguda tensión geopolítica, las sanciones económicas, las tareas imprevistas de mantenimiento y el recrudescimiento de la inseguridad han trastornado la oferta de petróleo. En líneas generales, la producción de hidrocarburos de la región disminuirá, según los pronósticos, 1% en 2013; en términos amplios, la caída es atribuible a Libia e Irán. Asimismo, se proyecta que para el año en su conjunto la producción de petróleo de Arabia Saudita disminuya ligeramente, dado que el país continuó desempeñando un papel estabilizador en el mercado internacional del petróleo: recortó la producción entre fines de 2012 y comienzos de 2013 frente a la decreciente demanda mundial y la creciente oferta de los proveedores fuera de la Organización de Países Exportadores de Petróleo

(OPEP), y luego la incrementó para compensar los trastornos de la producción petrolera en otras partes de la región. A diferencia del PIB petrolero, el PIB no petrolero conserva la solidez en la mayoría de los países, gracias al elevado gasto público y la reactivación del crecimiento del crédito.

Durante el aumento reciente de la volatilidad de los mercados financieros, los rendimientos de los bonos soberanos y empresariales de los países exportadores de petróleo de OMNAP aumentaron, pero no significativamente y a partir de niveles bajos, lo cual refleja el hecho de que los vínculos financieros con los mercados internacionales en general son limitados, y los factores amortiguadores externos, grandes.

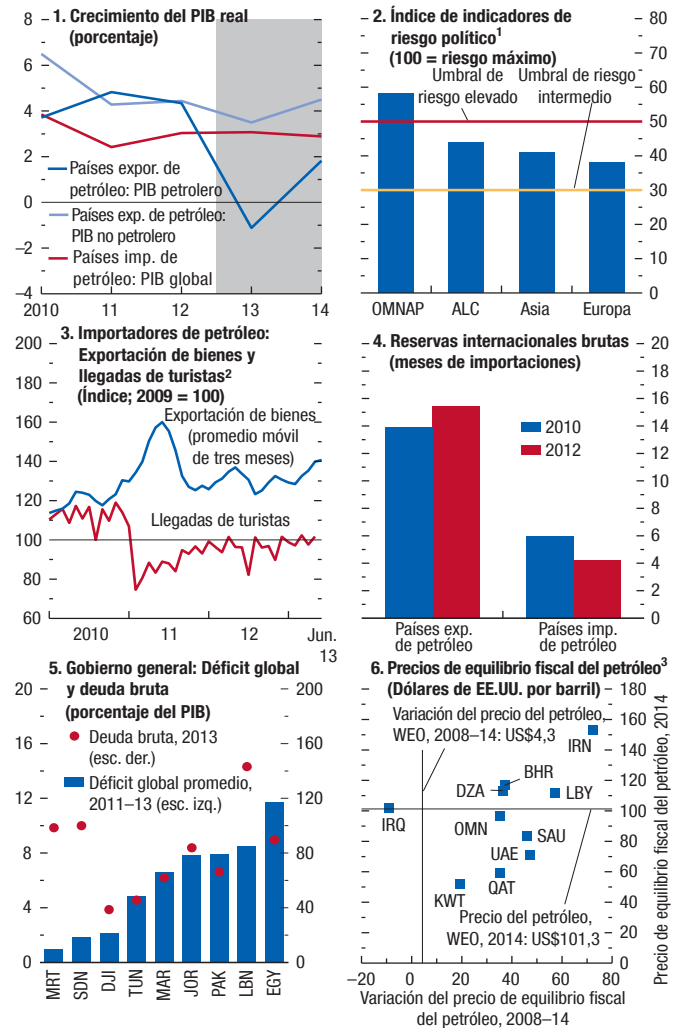
Para el año en su conjunto, se proyecta que el crecimiento promediará 2%; o sea, una revisión a la baja de 1¼ punto porcentual respecto del informe WEO de abril de 2013, en gran medida como resultado de la baja de la producción de petróleo. El crecimiento probablemente se incrementará a 4% en 2014, con una recuperación de la demanda mundial y un aumento de la producción petrolera en Arabia Saudita, Iraq y Libia (cuadro 2.6). El crecimiento del PIB no petrolero subirá, según lo pronosticado, de alrededor de 3¾% en 2013 a 4½% en 2014.

La inflación promedio no es un motivo de preocupación inmediata para la mayoría de los exportadores de petróleo. En las economías del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG), las tasas de inflación han aumentado poco a poco, en gran medida debido a los precios de los alimentos o al encarecimiento de la vivienda, o debido a ambos factores, pero se prevé que conservarán un nivel moderado, de aproximadamente 3¼% en 2013–14. En Irán, por el contrario, la inflación ha experimentado una marcada aceleración desde fines de 2012, consecuencia de la fuerte depreciación de la moneda. En otras economías, la inflación ha retrocedido más gracias a la eliminación de algunos estrangulamientos de la oferta, el abaratamiento de los alimentos y, en el caso de Argelia, la adopción de una política más restrictiva, pero se prevé que continuará a niveles más altos que en las economías del CCG.

Los riesgos para las perspectivas regionales a corto plazo están equilibrados, en términos amplios. Del lado positivo, los shocks geopolíticos y los trastornos de la oferta en la región podrían hacer subir los precios del petróleo, lo cual sería beneficioso para el crecimiento de los proveedores de petróleo que disponen de capacidad excedentaria, que compensarían las insuficiencias de otros exportadores de petróleo. Del lado negativo,

Gráfico 2.14. Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán: El crecimiento depende de la mejora de la producción petrolera y la confianza

El crecimiento en la región se está desacelerando debido a la decreciente producción de petróleo en los países exportadores de petróleo y los retos constantes que plantean las difíciles transiciones políticas de los países importadores de petróleo. Las prioridades consisten en mejorar el entorno sociopolítico, mejorar la estabilidad macroeconómica, reducir los desequilibrios fiscales y externos, e implementar reformas para lograr un crecimiento sostenible e inclusivo, y promover la diversificación y la creación de empleos.



Fuentes: Haver Analytics; autoridades nacionales; PRS Group, Inc., *International Country Risk Guide* (ICRG); Organización Mundial del Turismo de las Naciones Unidas, Barómetro del Turismo Mundial, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Países exportadores de petróleo de Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán (OMNAP): Arabia Saudita (SAU), Argelia (DZA), Bahrein (BHR), Emiratos Árabes Unidos (UAE), Irán (IRN), Iraq (IRQ), Kuwait (KWT), Libia (LBY), Omán (OMN), Qatar (QAT), Yemen (YMN); importadores de petróleo: Afganistán (AFG), Djibouti (DJI), Egipto (EGY), Jordania (JOR), Líbano (LBN), Marruecos (MAR), Mauritania (MRT), Pakistán (PAK), Sudán (SDN), Siria (SYR), Túnez (TUN). Las proyecciones de datos a partir de 2011 excluyen Siria.

¹El índice se calcula usando las calificaciones de riesgo político de ICRG y los indicadores socioeconómicos, incluidos el desempleo, la pobreza, el crecimiento y la desigualdad. OMNAP: DZA, EGY, JOR, LBN, MAR, PAK, TUN; ALC: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Jamaica, México, Panamá, Perú, la República Dominicana, Uruguay, Venezuela; Asia: China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Sri Lanka, Tailandia, Vietnam; Europa: Albania, Belarús, Bulgaria, Croacia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumania, Serbia, Turquía, Ucrania.

²Los datos sobre la exportación de bienes en junio excluyen AFG, DJI, MRT, SDN, SYR. Los datos sobre la llegada de turistas son hasta mayo de 2013, inclusive: desestacionalizado; e agregado: EGY, JOR, LBN, MAR, TUN.

³El precio de equilibrio fiscal del petróleo es el precio del petróleo al cual el presupuesto del gobierno está equilibrado. En el caso de Yemen, el precio de equilibrio fiscal de 2013 es US\$214,8 por barril.

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

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2012	Proyecciones		2012	Proyecciones		2012	Proyecciones		2012	Proyecciones	
		2013	2014		2013	2014		2013	2014		2013	2014
Oriente Medio y Norte de África	4,6	2,1	3,8	10,8	12,3	10,3	13,2	10,3	9,3	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	5,4	1,9	4,0	11,4	13,8	10,8	17,4	13,9	12,4	...	...	...
Irán ⁵	-1,9	-1,5	1,3	30,5	42,3	29,0	5,0	3,1	0,3	12,2	13,2	14,5
Arabia Saudita	5,1	3,6	4,4	2,9	3,8	3,6	23,2	19,3	17,7	5,5	...	...
Argelia	3,3	3,1	3,7	8,9	5,0	4,5	5,9	1,8	1,2	10,0	10,0	9,8
Emiratos Árabes Unidos	4,4	4,0	3,9	0,7	1,5	2,5	17,3	15,2	15,6	...	...	...
Qatar	6,2	5,1	5,0	1,9	3,7	4,0	32,4	29,6	25,6	...	...	...
Kuwait	6,2	0,8	2,6	3,2	3,0	3,5	43,2	38,7	37,7	2,1	2,1	2,1
Iraq	8,4	3,7	6,3	6,1	2,3	5,0	7,0	0,7	0,8	...	...	...
Importadores de petróleo⁶	2,0	2,8	3,1	8,7	7,8	8,9	-7,7	-6,7	-4,9	...	...	...
Egipto	2,2	1,8	2,8	8,6	6,9	10,3	-3,1	-2,6	-0,9	12,3	13,0	12,8
Marruecos	2,7	5,1	3,8	1,3	2,3	2,5	-10,0	-7,2	-6,1	9,0	8,9	8,8
Túnez	3,6	3,0	3,7	5,6	6,0	4,7	-8,1	-8,0	-6,6	17,6	16,7	16,0
Sudán	-3,3	3,9	2,5	35,5	32,1	27,4	-10,8	-11,9	-7,0	18,0	19,0	20,0
Libano	1,5	1,5	1,5	6,6	6,3	3,1	-16,2	-16,7	-16,7	...	...	...
Jordania	2,8	3,3	3,5	4,8	5,9	3,2	-18,1	-9,9	-9,1	12,2	12,2	12,2
<i>Partidas informativas</i>												
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	4,6	2,3	3,6	10,7	11,7	10,0	12,1	9,4	8,6	...	...	...
Pakistán	4,4	3,6	2,5	11,0	7,4	7,9	-2,1	-1,0	-0,6	6,5	6,7	6,9
Afganistán	12,5	3,1	3,5	4,5	7,1	5,5	3,9	2,5	1,8	...	...	...
Israel ⁷	3,4	3,8	3,3	1,7	1,6	2,1	0,3	2,3	3,0	6,9	6,8	6,8
Maghreb ⁸	15,5	2,7	6,7	5,9	4,3	4,6	5,0	-2,8	-2,7	...	...	...
Mashreq ⁹	2,2	1,9	2,7	8,2	6,8	9,1	-6,2	-5,2	-3,7	...	...	...

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

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

²Porcentaje del PIB

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Incluye Bahrein, Libia, Omán y Yemen.

⁵El crecimiento del PIB real iraní a partir de 2012 no se ha actualizado significativamente con respecto al informe WEO de abril de 2013 debido a que el banco central aún no ha dado a conocer las cuentas nacionales y a la luz de los planes de las nuevas autoridades.

⁶Incluye Djibouti y Mauritania. Excluye Siria.

⁷Israel, que no es miembro de la región, se incluye por razones geográficas. Cabe notar que Israel no se incluye en los agregados regionales.

⁸El Magreb comprende Argelia, Libia, Marruecos, Mauritania y Túnez.

⁹El Mashreq comprende Egipto, Jordania y Libano. Excluye Siria.

el debilitamiento de la demanda mundial —particularmente el recrudescimiento de la desaceleración de las economías de mercados emergentes— o un aumento imprevistamente rápido de la oferta fuera de la OPEP, podrían generar presión a la baja sobre los precios del petróleo y el crecimiento de los exportadores de petróleo de la región. Aunque un endurecimiento imprevistamente drástico de las condiciones monetarias mundiales haría subir las tasas de interés internas de las economías del CCG cuyas monedas están vinculadas al dólar de EE.UU., es probable que los efectos globales en el crecimiento sean pequeños, siempre que los precios del petróleo se mantengan elevados.

Una disminución sostenida de los precios del petróleo dejaría a muchos exportadores de petróleo de la región con déficits fiscales. En el curso de los últimos años, el aumento del gasto ha hecho subir los precios de equilibrio fiscal del petróleo (es decir, los precios del petróleo a los cuales los presupuestos gubernamentales

quedan equilibrados) más rápido que los precios efectivos del petróleo. En consecuencia, una serie de economías (Argelia, Bahrein, Irán, Iraq, Libia, Yemen) tienen precios de equilibrio fiscal que están por encima de los precios del petróleo proyectados para 2014. Aunque las demás economías mantienen superávits y niveles de deuda pública aún relativamente bajos, la mayoría no han estado acumulando riqueza con la rapidez necesaria para constituir reservas que sean suficientes para las generaciones futuras y que también puedan amortiguar caídas de los ingresos petroleros.

En términos de las políticas, la prioridad para los países exportadores de petróleo de la región es reforzar la capacidad de resistencia frente a los shocks de los ingresos petroleros y, al mismo tiempo, diversificar sus economías para absorber una fuerza laboral en rápido crecimiento. Son contadas las economías del CCG con largos horizontes de producción y sustanciales amortiguadores fiscales que disponen de margen para desplegar una política fiscal

anticíclica frente a los riesgos a la baja; en otras, el espacio fiscal es mínimo o inexistente. La política fiscal debería centrarse en crear amortiguadores contra los shocks de los precios del petróleo encontrando fuentes de ingreso público no petrolero y conteniendo los gastos corrientes difíciles de revertir, al tiempo que mantiene un gasto social y de capital de buena calidad en pro de la diversificación de la economía, el crecimiento y la acumulación de la riqueza para las generaciones futuras.

Las medidas encaminadas a mejorar la calidad de la enseñanza y alinearla mejor con las necesidades del sector privado, sumadas a políticas que promuevan el espíritu de empresa y la participación de la mujer en la fuerza laboral, podrían contribuir a estimular el crecimiento y reducir la dependencia del gasto fiscal financiado con ingresos petroleros como fuente de crecimiento económico. En las economías del CCG, las iniciativas destinadas al mercado laboral —incluida una capacitación adecuada— para atraer a los ciudadanos del GCC al sector privado deberían estar complementadas por una moderación de los sueldos del sector público y de las expectativas de empleo en la función pública. Las economías que no pertenecen al CCG deberían procurar promover la actividad del sector privado modernizando la infraestructura básica y mejorando el clima de negocios.

Economías importadoras de petróleo

Las condiciones económicas son difíciles en los importadores de petróleo de OMNAP. A pesar de los incipientes indicios de mejora del turismo, la exportación y la inversión extranjera directa (IED) en una serie de países, gracias en parte al aumento de la demanda de las economías del CCG, la ininterrumpida incertidumbre en torno a la situación política y la política económica es un lastre para la confianza y la actividad económica. El creciente conflicto en Siria y la evolución de la situación de Egipto han despertado inquietudes en cuanto a la posibilidad de que la desestabilización se extienda, lo cual complica más la gestión económica. Además, en muchos países, los factores amortiguadores externos y fiscales están bajos.

En términos globales, se prevé que el crecimiento se mantendrá en torno a 3% en 2013–14. En la mayoría de las economías, esa proyección se traducirá en un desempleo persistentemente elevado y un estancamiento de los niveles de vida, que probablemente contribuyan a prolongar el descontento social.

- En Egipto, la evolución de la situación política determinará en gran medida el ritmo de las reformas de

política, la confianza y la actividad interna, contra un trasfondo de agudos desequilibrios fiscales y externos. El financiamiento proveniente de varios países del CCG está aliviando las restricciones a corto plazo, y en consecuencia las autoridades han anunciado un programa de estímulo fiscal encaminado a respaldar el crecimiento y la creación de empleos.

- En Líbano, los efectos de contagio de la situación política y los refugiados que escapan al conflicto de Siria continuarán sacudiendo la confianza y desincentivando el turismo y el crecimiento, generando presión sobre la situación fiscal y los saldos externos.
- El flamante gobierno de Pakistán tiene como mandato atacar el profundo déficit fiscal y externo, lo cual en un principio afectará el crecimiento. Sin embargo, se prevé que las reformas del sector energético, combinadas con niveles relativamente estables de remesas de los trabajadores y producción agrícola y con el respaldo de donantes internacionales y bilaterales, apuntalarán el crecimiento a mediano plazo.
- En Túnez, la evolución de la situación política y la seguridad continuará empañando las perspectivas económicas y enfriando el ritmo de la reforma fiscal, financiera y estructural.
- Se prevé que el crecimiento en Marruecos se desacelerará en 2014, a medida que la producción agrícola que depende de las lluvias se normalice tras una cosecha excepcional en 2013.
- Escapando a las tendencias regionales, algunas economías continuarán gozando de un crecimiento sólido, según las proyecciones. En Djibouti, el vigor del transporte marítimo estimulará la construcción y atraerá IED. En Mauritania, un próspero sector minero y las obras de infraestructura pública fortalecerán la actividad económica.

En la mayoría de los países, la inflación se mantiene elevada, aunque se ha moderado en los últimos tiempos, gracias a los niveles decrecientes de los precios mundiales de los alimentos y la energía. En Pakistán, la depreciación de la moneda y el recorte de los subsidios energéticos probablemente aticen la inflación.

Los factores nacionales y regionales son las principales fuentes de riesgos, que continúan inclinándose a la baja. Los reveses sufridos por las transiciones políticas y la constante tensión en el ámbito social y de la seguridad podrían demorar el regreso de la confianza y las reformas. Los riesgos a la baja para el crecimiento en la zona del euro y las economías del CCG también son riesgos para los importadores de petróleo de la región, a través de los efectos de contagio en el turismo, el

comercio y las remesas. En la mayoría de los países, la limitada exposición a los mercados internacionales de capital debería limitar los riesgos de una interrupción repentina de las entradas de capitales. Aun así, dada la limitada flexibilidad del tipo de cambio, el endurecimiento de las condiciones monetarias mundiales podría provocar un alza de las tasas de interés internas, lo cual enfriaría el crecimiento.

En un ambiente de mayor riesgo debido a las tensiones regionales y el recrudescimiento de la incertidumbre política, los objetivos de la política económica son tres: 1) crear empleo, 2) avanzar con la consolidación fiscal y 3) emprender reformas estructurales.

- El creciente y elevado nivel de desempleo exige concentrarse con urgencia en la creación de empleos. La demora en la recuperación de la inversión privada plantea la necesidad de que el gobierno desempeñe un papel clave en el apuntalamiento de la actividad económica a corto plazo. Como el margen para incrementar los déficits fiscales es limitado, el gasto en subsidios generalizados debe reorientarse hacia una inversión pública que favorezca el crecimiento y al mismo tiempo mejore la protección de grupos vulnerables a través de una asistencia social bien focalizada. Los socios externos podrían proporcionar financiamiento adicional si existen marcos de política adecuados.
- Como las inquietudes en torno a la sostenibilidad de la deuda están creciendo y se están erosionando los factores amortiguadores fiscales y externos, la mayoría de los países deben comenzar a poner en orden la situación fiscal. Sin embargo, en algunos casos, quizás haya margen para escalar el ajuste fiscal a fin de limitar su impacto en la actividad económica a corto plazo. Se necesitaría una estrategia de consolidación fiscal a mediano plazo creíble para asegurar que los inversionistas nacionales y extranjeros sigan estando dispuestos a proporcionar financiamiento adecuado. En algunos casos, la flexibilización del tipo de cambio también puede ayudar a suavizar el impacto a corto plazo de la consolidación fiscal en el crecimiento y contribuir a reconstituir las reservas internacionales.
- Un ambicioso programa de reforma estructural es esencial para potenciar la actividad del sector privado y promover una economía más dinámica, competitiva e inclusiva. Las reformas deben centrarse en una gran cantidad de ámbitos, como la mejora de la regulación y gobernabilidad del sector empresarial, la ampliación del acceso de las empresas y los consumidores al financiamiento, y la flexibilización de los mercados de trabajo y de productos, al tiempo que se protege

a los grupos vulnerables a través de una asistencia social bien focalizada. Dar los primeros pasos en este sentido puede ayudar a dar fe del compromiso de los gobiernos con las reformas y afianzar la confianza.

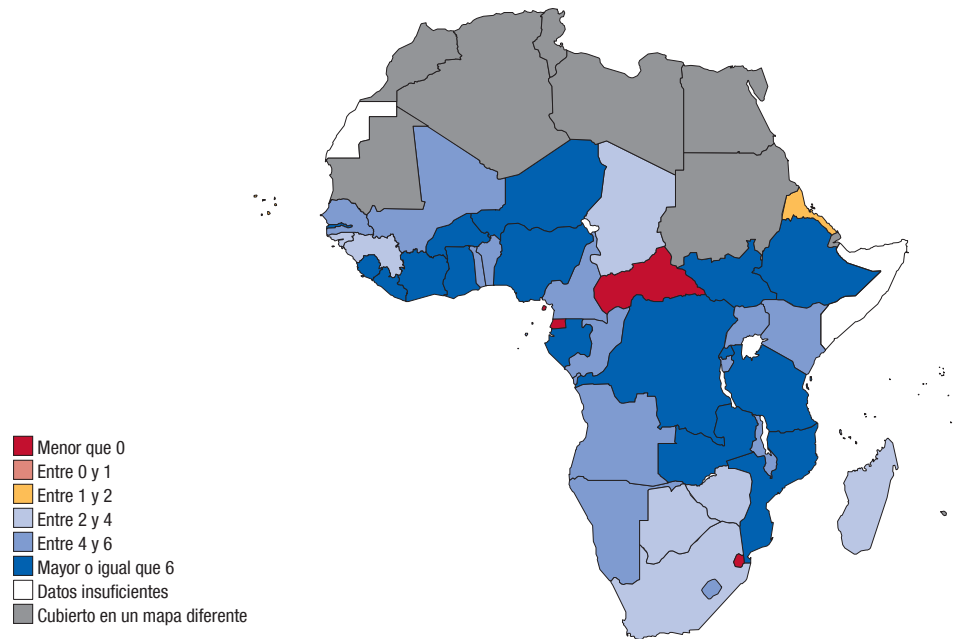
La demora en la recuperación económica y el creciente desempleo ponen de relieve la urgencia de reformar las políticas. Es esencial avanzar sin tardanza en estos tres ámbitos prioritarios —con el respaldo de la comunidad internacional a través de la ampliación del financiamiento, el acceso y la asistencia técnica— para comenzar a obtener los beneficios tan ansiados de las recientes transiciones económicas y políticas.

África subsahariana: Dinamismo continuo

El crecimiento en África subsahariana conservó el vigor en 2012–13 y, según las previsiones, se acelerará ligeramente en 2014 (gráfico 2.15), producto de la vigorosa demanda interna en la mayor parte de la región. No obstante, los efectos de contagio de la anémica demanda externa, el vuelco de los flujos de capitales y la caída de los precios de las materias primas están contribuyendo a que las perspectivas de crecimiento en muchos países sean algo menos prometedoras que las del informe WEO de abril de 2013. Las políticas deberían apuntar a recobrar el margen de maniobra de la política en los casos en que haya disminuido y, en términos más amplios, a movilizar ingresos a fin de atender las necesidades sociales y de inversión. Para lograr un crecimiento sostenible e inclusivo a mediano plazo, los gobiernos deberían profundizar las reformas estructurales y conceder prioridad a la inversión en infraestructura y al gasto social.

Aunque resultó marginalmente inferior a la de 2012, la actividad en África subsahariana conservó la solidez a comienzos de 2013, respaldada en la mayoría de los países por la demanda interna (gráfico 2.16). El crecimiento fue particularmente vigoroso en los Estados frágiles y de bajo ingreso, con las notables excepciones de Malí y Guinea-Bissau, afectados por el conflicto civil. Angola se benefició de la recuperación de la producción de petróleo. En Nigeria, el nivel persistentemente elevado de los precios del petróleo apuntaló el dinámico crecimiento, a pesar de los vientos en contra pasajeros generados por los problemas de seguridad en el norte y el robo de petróleo. En Etiopía, el decreciente nivel de los precios del café y los estrangulamientos de la oferta provocaron una ligera disminución del crecimiento, que se encontraba a un nivel muy elevado. En Sudáfrica, sin embargo, el crecimiento se enfrió más, en gran medida debido a las tensas relaciones industriales, la anémica inversión privada y

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



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

el debilitamiento del aumento del consumo, afectado este último por el crecimiento decreciente del ingreso disponible y la erosión de la confianza de los consumidores. Con contadas excepciones, la inflación se mantuvo estable en términos amplios de la región.

La reciente volatilidad de los mercados financieros internacionales ha afectado a varias economías de la región, aunque la mayoría de los países de bajo ingreso sufrieron poco esos efectos gracias a lo limitado de sus vínculos con los mercados financieros internacionales. Entre los mercados fronterizos, la moneda de Nigeria se debilitó frente al dólar de EE.UU. cuando la volatilidad tocó máximos, aunque las condiciones financieras se han estabilizado desde entonces. En Sudáfrica, la moneda sufrió una caída pronunciada, los diferenciales de los bonos se ensancharon y los precios de las acciones retrocedieron debido a factores externos sumados a vulnerabilidades económicas internas. Sin embargo, como las afluencias se reanudaron en julio y agosto, para comienzos de septiembre los precios de los activos parecían estar estabilizándose.

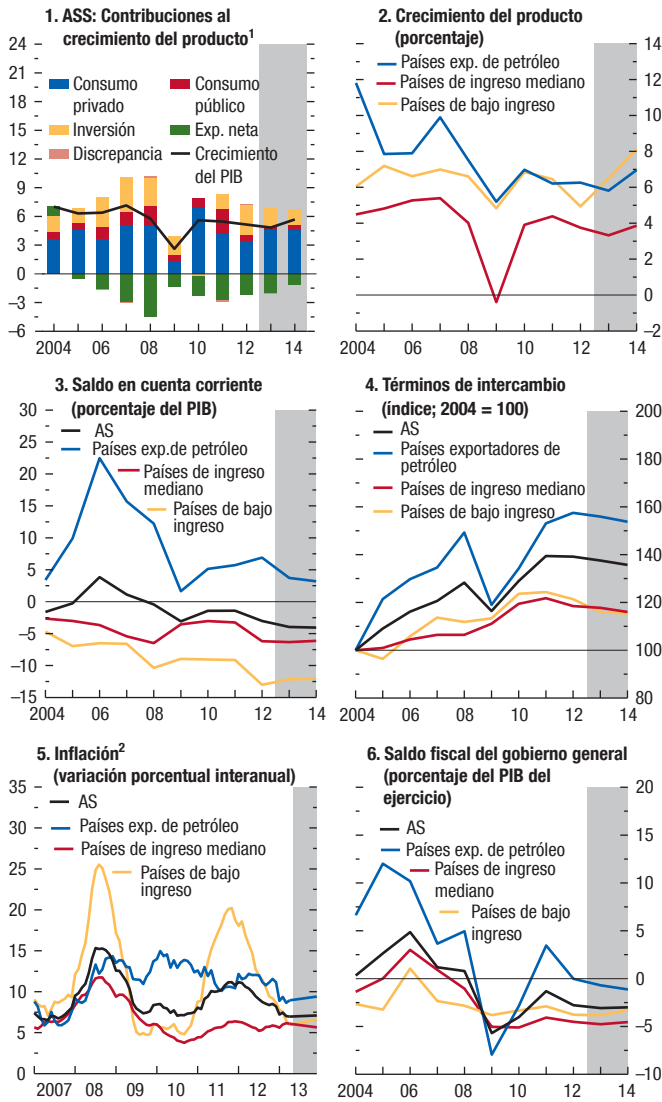
De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento aumentará de alrededor de 5% en 2012 y 2013 a 6% en 2014. Esto representa una revisión a la baja de más de ½ punto porcentual para 2013 en relación con el informe WEO de abril de 2013 si se toma la región en

su totalidad, y de casi ½ punto porcentual para 2014 si se toman los países de ingreso mediano (cuadro 2.7):

- En Angola, las revisiones reflejan demoras de la ejecución del presupuesto. En Nigeria, entre otros factores, reflejan principalmente la disminución de la producción de petróleo.
- Se prevé que el crecimiento en Sudáfrica mejorará poco a poco a partir de 2014 a medida que tome cuerpo el crecimiento mundial y se diluyan los estrangulamientos en la infraestructura. Sin embargo, el endurecimiento de las condiciones de financiamiento, la debilidad que aún aqueja a la confianza de los inversionistas y los consumidores, la tensión persistente de las relaciones industriales, la incertidumbre en torno a la política y el elevado nivel de deuda de los hogares actuará como un lastre para la evolución de la economía.
- En otras economías, se prevé que el crecimiento seguirá siendo más bien robusto, alimentado por la inversión en proyectos de infraestructura, energía y recursos naturales, así como el aumento del producto generado por los proyectos que se inicien (Ghana, Mozambique, Níger, Sierra Leona). Sin embargo, la reciente debilidad de los precios internacionales de las materias primas podría demorar la inversión en minería en algunos países (Guinea). El crecimiento a

Gráfico 2.16. África subsahariana: Continuo dinamismo

El crecimiento conserva el vigor y se acelerará más, aunque con más lentitud de la prevista. Contribuyen a la actividad la vigorosa demanda interna y el aumento de la inversión relacionada con las materias primas, y los efectos de contagio han sido leves hasta ahora dados los limitados vínculos financieros. El mantenimiento de una sólida economía requiere mejores esfuerzos por recomponer los márgenes de maniobra para la aplicación de políticas, contener la inflación y estimular el crecimiento potencial.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: AS = África subsahariana.

¹Liberia, Sudán del Sur y Zimbabue se excluyen debido a limitaciones de los datos.
²Debido a limitaciones de los datos, se excluyen Chad, la República del Congo y Gabón de los países exportadores de petróleo; Camerún, Swazilandia y Zambia de los países de ingreso mediano; Comoras, Eritrea, Gambia, Guinea, Guinea-Bissau, Liberia, la República Democrática del Congo, Santo Tomé y Príncipe, Sudán del Sur y Zimbabue de los países de bajo ingreso.

mediano plazo de algunos exportadores de recursos también se verá afectado por la desaceleración de la trayectoria de crecimiento en la economía china⁴.

Según las previsiones, la inflación volverá a disminuir en 2013 en gran parte de la región, gracias a cierta moderación de los precios mundiales de los alimentos y a políticas monetarias prudentes. Sin embargo, los saldos en cuenta corriente continuarán debilitándose, según las proyecciones, entre otras cosas por efecto del descenso de los precios mundiales de las materias primas (por ejemplo, Burkina Faso y Nigeria) y la continua inversión en infraestructura y recursos naturales financiada con IED (Mozambique, Sierra Leona).

Los principales riesgos para las perspectivas son una desaceleración económica mundial o un enfriamiento más profundo del crecimiento en China u otros mercados emergentes importantes que podrían debilitar la exportación como consecuencia del retroceso de los precios de las materias primas o la disminución de las entradas de ayuda e IED. Una disminución pronunciada o dilatada de los precios del petróleo y de las materias primas afectaría a los exportadores de materias primas que aún no cuentan con suficientes factores amortiguadores fiscales (Angola, Nigeria) y podría afectar a los proyectos de desarrollo de recursos planificados o en marcha (Ghana, Guinea, Liberia). Sudáfrica también es vulnerable a nuevas desaceleraciones o interrupciones repentinas de las entradas de capitales, que podrían ser causadas por la revaloración del riesgo a escala mundial o shocks internos, especialmente una escalada de las tensiones industriales. Algunos mercados fronterizos, como Ghana y Nigeria, también podrían resultar vulnerables a desaceleraciones de los flujos financieros privados. El riesgo interno generado por la agudización de las tensiones sociopolíticas (por ejemplo, en el Sahel y la República Centroafricana) y el recrudecimiento de los problemas de seguridad en el norte de Nigeria también podría afectar desfavorablemente a los países vecinos. Dada la importancia de la agricultura de subsistencia, la falta de lluvias también puede crear un riesgo de inseguridad alimentaria y hacer subir los precios en varias partes de la región. La insuficiencia de la capacidad de generación de electricidad podría ser otro lastre para el crecimiento de una gran cantidad de países.

En términos generales, las políticas macroeconómicas deberían seguir concentradas en reconstituir los factores amortiguadores que se hayan agotado y en mantener la inflación bajo control. La movilización de los ingresos

⁴Véase también la sección especial del capítulo 1 sobre las materias primas.

Cuadro 2.7. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de África subsahariana
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2012	Proyecciones		2012	Proyecciones		2012	Proyecciones		2012	Proyecciones	
		2013	2014		2013	2014		2013	2014		2013	2014
África subsahariana	4,9	5,0	6,0	9,0	6,9	6,3	-3,0	-4,0	-4,0	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	6,3	5,8	7,0	10,8	8,7	7,6	6,9	3,7	3,2	...	...	...
Nigeria	6,6	6,2	7,4	12,2	9,9	8,2	7,6	3,2	3,6	...	...	...
Angola	5,2	5,6	6,3	10,3	9,2	8,5	9,2	7,1	4,6	...	...	...
Guinea Ecuatorial	5,3	-1,5	-1,9	3,4	5,0	5,4	-12,6	-15,1	-16,9	...	...	...
Gabón	5,6	6,6	6,8	2,7	-1,5	2,5	13,2	9,7	6,3	...	...	...
República del Congo	3,8	5,8	4,8	5,0	5,3	2,8	-1,3	7,5	5,1	...	...	...
Economías de ingreso mediano⁵	3,8	3,3	3,9	5,5	5,9	5,5	-6,2	-6,3	-6,1	...	...	...
Sudáfrica	2,5	2,0	2,9	5,7	5,9	5,5	-6,3	-6,1	-6,1	25,1	26,0	26,2
Ghana	7,9	7,9	6,1	9,2	11,0	9,8	-12,2	-12,9	-10,7	...	...	...
Camerún	4,6	4,6	4,9	2,4	2,5	2,5	-3,7	-4,1	-3,7	...	...	...
Côte d'Ivoire	9,8	8,0	8,0	1,3	2,9	2,5	-1,3	-2,9	-2,5	...	...	...
Botswana	4,2	3,9	4,1	7,5	6,8	5,8	-4,9	-1,8	-1,2	...	...	...
Senegal	3,5	4,0	4,6	1,4	1,2	1,6	-10,3	-9,5	-8,5	...	...	...
Economías de bajo ingreso⁶	4,9	6,5	8,1	12,7	6,3	5,8	-13,0	-12,2	-12,1	...	...	...
Etiopía	8,5	7,0	7,5	24,1	7,2	8,2	-6,6	-6,4	-6,1	...	...	...
Kenya	4,6	5,9	6,2	9,4	5,4	5,0	-9,3	-7,8	-7,3	...	...	...
Tanzania	6,9	7,0	7,2	16,0	8,5	5,8	-15,3	-14,9	-14,1	...	...	...
Uganda	2,8	5,6	6,5	14,0	5,0	4,9	-10,5	-12,0	-13,9	...	...	...
República Democrática del Congo	7,2	6,2	10,5	2,1	4,4	6,0	-9,6	-12,9	-17,0	...	...	...
Mozambique	7,4	7,0	8,5	2,1	5,5	5,6	-36,5	-40,1	-41,7	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
África subsahariana excluido												
Sudán del Sur	5,1	4,8	5,7	8,9	6,9	6,3	-2,8	-3,9	-4,2	...	...	...

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

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Incluye Chad.

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

⁶Incluye Benin, Burkina Faso, Burundi, Comoras, Eritrea, Gambia, Guinea, Guinea-Bissau, Liberia, Madagascar, Malawi, Malí, Níger, la República Centroafricana, Rwanda, Santo Tomé y Príncipe, Sierra Leona, Sudán del Sur, Togo y Zimbabue.

fiscales constituye un objetivo importante para los países de bajo ingreso a nivel más general, ya que allí puede ayudar a atender necesidades sociales y de inversión. En ese sentido, también será crucial fijar las prioridades del gasto social y de capital mientras se siguen mejorando la selección de proyectos y la capacidad de ejecución. Aunque la cancelación de la deuda dentro del marco de la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados y la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral ha mejorado la sostenibilidad global de la deuda, es necesario mantener la prudencia para que los niveles de deuda sigan bajo control, especialmente en los casos en que ha aumentado en los últimos tiempos (por ejemplo, Cabo Verde y Senegal). Si la inflación se mantiene relativamente alta, se justifica también aplicar políticas monetarias restrictivas (Angola, Tanzania). En algunos países exportadores de petróleo (Angola), es necesario tomar medidas para mejorar la transparencia y el control público de la administración del ingreso presupuestario. Sudáfrica debe avanzar a paso firme en la

implementación de reformas estructurales para mejorar la enseñanza y la eficacia de los servicios públicos, disolver estrangulamientos en la infraestructura y promover la competencia en el mercado de los productos y la flexibilidad del mercado laboral.

A mediano plazo, todos los países de la región tendrán que redoblar los esfuerzos por promover el crecimiento sostenible e inclusivo invirtiendo en capital físico y humano, profundizando los sectores financieros, promoviendo la agricultura, mejorando el clima de negocios y fomentando la diversificación de la economía. En muchos países hay margen para incrementar el financiamiento del gasto prioritario ampliando la base tributaria o recortando los subsidios energéticos (por ejemplo, Camerún y Nigeria).

Referencia

Fratzcher, Marcel, 2012, "Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis", *Journal of International Economics*, vol. 88, No. 2, págs. 341-56.