

INTRODUCCIÓN

La dinámica que comenzaba a observarse cuando se publicó la edición de octubre de 2013 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO) es ahora más visible:

La recuperación económica que en ese momento comenzaba a afianzarse en las economías avanzadas está adquiriendo un alcance más amplio. La consolidación fiscal se está desacelerando, y los inversionistas están menos preocupados por la sostenibilidad de la deuda. Los bancos se están fortaleciendo poco a poco. Aunque estamos muy lejos de una plena recuperación económica, el tema en el tapete ahora es la normalización de la política monetaria, tanto la convencional como la no convencional.

Esta dinámica implica un cambio en el entorno para las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Un crecimiento más vigoroso en las economías avanzadas conlleva una mayor demanda de sus exportaciones. La normalización de la política monetaria, sin embargo, entraña condiciones financieras más restrictivas y un contexto financiero más riguroso. Los inversionistas serán menos indulgentes, y las debilidades macroeconómicas acarrearán un costo más alto.

Se han reducido los riesgos agudos, pero los riesgos no han desaparecido del todo. En Estados Unidos, la recuperación económica parece asentarse sobre bases sólidas. En Japón, aún falta que la Abeconomía se traduzca en un aumento de la demanda privada interna para que la recuperación pueda sostenerse. En el sur de Europa no puede darse por descontado el ajuste, sobre todo si la tasa de inflación es baja en el conjunto de la zona del euro. Como se analiza en la edición de abril de 2014 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*), la reforma financiera es incompleta, y el sistema financiero sigue en riesgo. Han surgido riesgos geopolíticos,

aunque aún no han tenido repercusiones macroeconómicas de alcance mundial.

De cara al futuro, la atención debe centrarse cada vez más en la oferta:

En muchas economías avanzadas el crecimiento potencial es muy bajo. Esto es malo de por sí, pero además dificulta el ajuste fiscal. En este contexto, se hace más importante tomar medidas que eleven el crecimiento potencial, que van desde reconsiderar la estructura de las instituciones del mercado laboral hasta incrementar la competencia y la productividad en una serie de sectores de bienes no transables, así como reconsiderar el tamaño del gobierno y examinar el papel de la inversión pública.

Aunque la evidencia no es clara, en muchas economías de mercados emergentes el crecimiento potencial también parece haberse reducido. En algunos países, entre ellos China, esto puede ser, en parte, un subproducto deseable de un crecimiento más equilibrado. En otros, sin duda hay margen para realizar algunas reformas estructurales a fin de mejorar la situación.

Por último, a medida que los efectos de la crisis financiera se disipan lentamente, el panorama puede pasar a estar dominado por otra tendencia: el aumento de la desigualdad de ingresos. Aunque siempre se ha visto a la desigualdad como un problema central, hasta hace poco no se creía que tuviera fuertes repercusiones en los resultados macroeconómicos. Esta creencia está cada vez más en tela de juicio. Analizar de qué forma la desigualdad afecta tanto a la macroeconomía como al diseño de la política macroeconómica probablemente sea un tema cada vez más relevante en nuestra agenda de trabajo.

Olivier Blanchard
Consejero Económico

RESUMEN EJECUTIVO

En general la actividad mundial se ha afianzado y se espera que mejore aún más en 2014–15, en gran parte gracias al ímpetu de las economías avanzadas. Sin embargo, en estas economías la inflación se ha ubicado por debajo de las proyecciones, como consecuencia de brechas aún grandes del producto y de recientes caídas de precios de las materias primas. En muchas economías de mercados emergentes la actividad ha estado por debajo de lo esperado en un entorno financiero externo ya no tan favorable, aunque este grupo continúa contribuyendo a más de dos tercios del crecimiento mundial. Se prevé que el crecimiento de su producto se verá estimulado por el aumento de las exportaciones a las economías avanzadas. En este contexto, los riesgos a la baja enumerados en ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO) han disminuido en cierta medida. Cabe hacer tres salvedades: los riesgos vinculados a los mercados emergentes se han agravado, el hecho de que la inflación en las economías avanzadas se encuentre en un nivel inferior al previsto plantea riesgos para la actividad, y han vuelto a surgir tensiones geopolíticas. Aunque la situación ha mejorado, globalmente los riesgos continúan inclinándose a la baja.

Nuevamente, la volatilidad financiera se ha intensificado a fines de enero de este año, y esto pone de relieve los desafíos que les plantea a las economías de mercados emergentes la evolución del entorno externo. La causa inmediata parece haber sido la renovada inquietud de los mercados en torno a los fundamentos económicos de los mercados emergentes. Aunque la presión del mercado fue relativamente generalizada, los países con niveles más altos de inflación y déficits en cuenta corriente más profundos fueron en general los más afectados. Algunas de estas debilidades han estado presentes durante algún tiempo, pero ante las perspectivas de mejor rentabilidad en las economías avanzadas, la actitud de los inversionistas es ahora menos favorable con respecto a los riesgos vinculados a los mercados emergentes. Ante la posibilidad de que los flujos de capitales cambien de dirección, los riesgos relacionados con necesidades

sustanciales de financiamiento externo y depreciaciones monetarias desordenadas constituyen un motivo de inquietud. Algunas economías de mercados emergentes han adoptado políticas macroeconómicas más restrictivas a fin de apuntalar la confianza y reafirmar el compromiso con sus objetivos de política. Globalmente, las condiciones financieras para algunas economías de mercados emergentes son más tensas que cuando se publicó la edición de octubre de 2013 del informe WEO. El costo del capital ha aumentado en consecuencia, lo cual enfriará la inversión y le restará ímpetu al crecimiento, según las previsiones.

De cara al futuro, se proyecta que el crecimiento mundial se incrementará de 3% en 2013 a 3,6% en 2014 y 3,9% en 2015, lo que no representa mayores cambios respecto de los pronósticos de octubre de 2013. En las economías avanzadas, el crecimiento aumentaría a aproximadamente 2¼% en 2014–15; es decir, una mejora de alrededor de 1 punto porcentual en comparación con 2013. Los principales factores detrás de ese cambio son la aplicación de políticas fiscales menos restrictivas, excepto en Japón, y la decisión de mantener condiciones monetarias sumamente acomodaticias. El crecimiento más fuerte se registrará en Estados Unidos y rondará 2¾%. Se proyecta un crecimiento positivo pero variado en la zona del euro: más fuerte en su núcleo y más débil en los países con un elevado nivel de deuda (tanto pública como privada) y fragmentación financiera, factores que ambos actuarán como un lastre para la demanda interna. En cuanto a las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se proyecta que el crecimiento repuntará paulatinamente de 4,7% en 2013 a aproximadamente 5% en 2014 y 5¼% en 2015. El crecimiento se verá respaldado por el fortalecimiento de la demanda externa de las economías avanzadas, aunque el empeoramiento de las condiciones financieras moderará el aumento de la demanda interna. En China, se espera que el crecimiento se mantenga en torno a 7½% en 2014 debido a que las autoridades procuran enfriar el crédito y promover reformas, asegurando al mismo tiempo una transición paulatina hacia una trayectoria de crecimiento más equilibrada y sostenible.

La recuperación mundial aún es frágil, a pesar de la mejora de las perspectivas. También persisten riesgos a la baja, tanto viejos como nuevos. En los últimos tiempos, han surgido nuevos riesgos geopolíticos. En cuanto a los riesgos viejos, los relacionados con las *economías de mercados emergentes* se han agravado con la evolución de las condiciones externas. Como lo puso de relieve la edición de abril de 2014 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o informe GFSR), una normalización inesperadamente rápida de la política monetaria estadounidense o nuevos estallidos de fuerte aversión al riesgo por parte de los inversionistas podrían exacerbar la turbulencia financiera. Eso podría traducirse en difíciles ajustes en algunas economías de mercados emergentes, con un riesgo de contagio y tensión financiera generalizada, y —por ende— de contracción del crecimiento.

En las *economías avanzadas*, los riesgos para la actividad relacionados con un nivel de inflación muy bajo han pasado a primer plano, especialmente en la zona del euro, donde las grandes brechas del producto han contribuido al bajo nivel de inflación. Dado que la inflación probablemente se mantendrá por debajo de la meta durante algún tiempo, las expectativas inflacionarias a más largo plazo podrían reducirse poco a poco, lo que conduciría a un nivel aún más bajo que el previsto actualmente o posiblemente a una situación de deflación de concretarse otros riesgos a la baja para la actividad. El resultado sería un alza de las tasas de interés reales, un aumento de la carga de la deuda privada y pública, y un debilitamiento de la demanda y del producto.

El fortalecimiento de la recuperación de las economías avanzadas tras la Gran Recesión constituye un hecho positivo. Pero el crecimiento aún no tiene el mismo grado de solidez en el mundo entero, y es necesario redoblar los esfuerzos a nivel de las políticas por restablecer plenamente la confianza, lograr un crecimiento robusto y disipar los riesgos a la baja.

Las autoridades de las economías avanzadas deben evitar un repliegue prematuro de la política monetaria acomodaticia. En un contexto de consolidación fiscal ininterrumpida, de brechas del producto aún grandes y de niveles muy bajos de inflación, la política monetaria debería conservar la orientación acomodaticia. En la zona del euro, se necesita una distensión monetaria mayor —que no descarte el uso de medidas no convencionales— para sustentar la actividad y

contribuir a lograr el objetivo de estabilidad de precios del Banco Central Europeo, mitigando así los riesgos de una disminución aun mayor de la inflación o de deflación propiamente dicha. Un nivel bajo y sostenido de inflación probablemente no sería conducente a una recuperación adecuada del crecimiento económico. En Japón, la implementación de las dos flechas restantes de la Abeconomía —reforma estructural y planes de consolidación fiscal más allá de 2015— es fundamental para lograr la meta de inflación y un crecimiento sostenido más fuerte. La necesidad de planes fiscales a mediano plazo creíbles, sin embargo, no se limita solo a Japón. La edición de abril de 2014 del informe *Monitor Fiscal* subraya que los elevados saldos de deuda pública sumados a la ausencia de planes de ajuste a mediano plazo que incluyan medidas concretas y reformas profundas de las prestaciones sociales son el principal factor detrás de los agudos riesgos fiscales a mediano plazo que pesan sobre las economías avanzadas, incluido Estados Unidos. En la zona del euro, el saneamiento de los balances bancarios en el contexto de una evaluación creíble de la calidad de los activos y una recapitalización de los bancos débiles será indispensable para apuntalar la confianza y reavivar el crédito. También es esencial para el logro de estas metas llevar a término una unión bancaria que incluya un mecanismo de resolución único e independiente con capacidad para poner en marcha a tiempo la resolución de instituciones bancarias, así como mecanismos de respaldo comunes que permitan quebrar el vínculo entre los bancos y los entes soberanos. Se necesitan más reformas estructurales para mejorar las perspectivas de la inversión y la actividad económica.

Las *economías de mercados emergentes* tendrán que sobreponerse a la turbulencia y mantener un vigoroso crecimiento a mediano plazo. Las medidas de política adecuadas variarán según la economía. Sin embargo, algunas prioridades son comunes para muchas. Primero, las autoridades deben permitir que los tipos de cambio respondan a la evolución de los fundamentos económicos y faciliten el ajuste externo. Si las reservas internacionales son adecuadas, se puede recurrir a intervenciones en el mercado de cambio para suavizar la volatilidad y evitar trastornos financieros. Segundo, en las economías cuya inflación todavía está a un nivel relativamente alto o en que hay grandes riesgos de que la reciente depreciación de la moneda alimente la inflación subyacente, quizá sea necesario endurecer aún más la política monetaria. Si la credibilidad de las polí-

ticas resulta problemática, quizá sea necesario mejorar la transparencia y coherencia de los marcos de política para que ese endurecimiento surta efecto. Tercero, en el ámbito fiscal, las autoridades deben reducir los déficits presupuestarios, aunque esa medida no reviste la misma urgencia en todas las economías. Es necesario tomar medidas inmediatas en los casos en que la deuda pública ya es elevada y las consiguientes necesidades de refinanciamiento constituyen una fuente de vulnerabilidad. Cuarto, muchas economías necesitan una nueva ronda de reformas estructurales que incluyan inversión en infraestructura pública, eliminación de los obstáculos al ingreso en los mercados de productos y servicios, y, en el caso de China, un reequilibramiento del creci-

miento, alejándolo de la inversión y orientándolo hacia el consumo.

Los *países de bajo ingreso* tendrán que evitar una acumulación de la deuda externa y pública. Muchos han logrado mantener un crecimiento vigoroso, en parte gracias al fortalecimiento de su política macroeconómica, pero el entorno externo también ha cambiado para este grupo. La inversión extranjera directa ha comenzado a moderarse a medida que bajan los precios de las materias primas, y los ingresos presupuestarios y las entradas de divisas generados por las materias primas se encuentran en peligro. Para evitar una acumulación de la deuda externa y pública, será importante ajustar a tiempo las políticas.

La actividad mundial cobró ímpetu durante el segundo semestre de 2013 y, según las previsiones, mejorará más en 2014–15. Ese impulso procede principalmente de las economías avanzadas, aunque no todas se están recuperando de la misma manera. Dado que las condiciones monetarias son propicias y que ha disminuido el efecto de lastre generado por la consolidación fiscal, se proyecta que el crecimiento anual supere la tendencia en Estados Unidos y sea cercano a la tendencia en las economías del núcleo de la zona del euro. En las economías de la zona del euro sometidas a tensiones, sin embargo, se prevé que el crecimiento seguirá siendo débil y frágil, dado que el elevado nivel de la deuda y la fragmentación financiera enfriarían la demanda interna. En cuanto a Japón, se proyecta que la consolidación fiscal de 2014–15 se traduzca en cierta moderación del crecimiento. Según las previsiones, el crecimiento de las economías de mercados emergentes repuntará solo en pequeña medida. Estas economías se están ajustando a condiciones financieras externas menos propicias, en las cuales los inversionistas internacionales son más sensibles a la debilidad y las vulnerabilidades de las políticas contra el trasfondo de perspectivas de mejor crecimiento y normalización de la política monetaria en algunas economías avanzadas. En consecuencia, las condiciones financieras de las economías de mercados emergentes han desmejorado desde la edición de octubre de 2013 de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO, por sus siglas en inglés), y se han mantenido generalmente estables en las economías avanzadas. Continúan predominando los riesgos a la baja en torno a las perspectivas mundiales de crecimiento, a pesar de algunos riesgos al alza en Estados Unidos, el Reino Unido y Alemania. En el caso de las economías avanzadas, entre los principales motivos de inquietud cabe mencionar los riesgos a la baja que plantean el bajo nivel de inflación y la posibilidad de un dilatado período de crecimiento débil, especialmente en la zona del euro y Japón. Aunque las brechas del producto siguen siendo grandes en general, la orientación de la política monetaria debería seguir siendo acomodaticia, teniendo en cuenta la continua consolidación fiscal. En las economías de mercados emergentes, las vulnerabilidades parecen estar mayormente focalizadas. No obstante, dado que las entradas de capitales podrían disminuir o cambiar de

dirección, no ha desaparecido el riesgo de una desaceleración general aún más pronunciada en estas economías. Por lo tanto, las economías de mercados emergentes y en desarrollo deben estar preparadas para sobreponerse a la turbulencia de los mercados y reducir las vulnerabilidades externas.

Perspectiva de la demanda y de la actividad

El crecimiento mundial repuntó en el segundo semestre de 2013, promediando 3⅔%, lo cual representa un aumento marcado respecto del 2⅔% registrado durante los seis meses previos. Gran parte de ese repunte tuvo lugar en las economías avanzadas, en tanto que el crecimiento en los mercados emergentes apenas fue modesto (gráfico 1.1, panel 2). La intensificación de la actividad se vio reflejada en el comercio internacional y la producción industrial (gráfico 1.1, panel 1).

Los últimos datos recibidos sugieren una ligera moderación del crecimiento mundial en el primer semestre de 2014. La aceleración de la actividad mundial hacia fines de 2013, que fue más fuerte de la prevista, fue producto en parte de alzas de la acumulación de existencias que volverán a bajar. Globalmente, sin embargo, en términos generales las perspectivas no han cambiado desde la edición de octubre de 2013 del informe WEO: se proyecta que el crecimiento mundial avance a 3,6% en 2014 y luego a 3,9% en 2015 (cuadro 1.1).

- *Estados Unidos* dio un fuerte impulso al crecimiento mundial: su economía (gráfico 1.2, panel 1) creció 3¼% en el segundo semestre de 2013; es decir, con más fuerza de lo previsto en la edición de octubre de 2013 del informe WEO. Parte de este movimiento sorpresivo al alza es atribuible a un vigoroso aumento de las exportaciones y a aumentos pasajeros de la demanda de existencias. Los indicadores recientes apuntan a cierto enfriamiento a comienzos de 2014, que en gran parte parece estar relacionado con condiciones meteorológicas inusualmente desfavorables, aunque es posible que estén contribuyendo también las consecuencias de aumentos anteriores de la demanda de existencias. No obstante, el crecimiento

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

	Interanual						T4 a T4		
	2012	2013	Proyecciones		Diferencia con las proy. de la actualización de enero de 2014 del informe WEO		Estimaciones	Proyecciones	
			2014	2015	2014	2015		2013	2014	2015
Producto mundial¹	3,2	3,0	3,6	3,9	-0,1	-0,1	3,3	3,6	3,7
Economías avanzadas	1,4	1,3	2,2	2,3	0,0	0,0	2,1	2,1	2,4
Estados Unidos	2,8	1,9	2,8	3,0	0,0	0,0	2,6	2,7	3,0
Zona del euro ²	-0,7	-0,5	1,2	1,5	0,1	0,1	0,5	1,3	1,5
Alemania	0,9	0,5	1,7	1,6	0,2	0,1	1,4	1,6	1,7
Francia	0,0	0,3	1,0	1,5	0,1	0,0	0,8	1,2	1,6
Italia	-2,4	-1,9	0,6	1,1	0,0	0,0	-0,9	0,7	1,4
España	-1,6	-1,2	0,9	1,0	0,3	0,2	-0,2	1,1	0,9
Japón	1,4	1,5	1,4	1,0	-0,3	0,0	2,5	1,2	0,5
Reino Unido	0,3	1,8	2,9	2,5	0,4	0,3	2,7	3,0	1,9
Canadá	1,7	2,0	2,3	2,4	0,1	0,0	2,7	2,1	2,4
Otras economías avanzadas ³	1,9	2,3	3,0	3,2	0,1	0,0	2,9	2,7	3,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo⁴	5,0	4,7	4,9	5,3	-0,2	-0,1	4,8	5,2	5,3
África subsahariana	4,9	4,9	5,4	5,5	-0,7	-0,3	...	...	...
Sudáfrica	2,5	1,9	2,3	2,7	-0,5	-0,6	2,1	2,1	3,0
América Latina y el Caribe	3,1	2,7	2,5	3,0	-0,4	-0,3	1,9	3,1	2,5
Brasil	1,0	2,3	1,8	2,7	-0,5	-0,2	1,9	2,0	2,9
México	3,9	1,1	3,0	3,5	0,0	0,0	0,6	4,5	2,4
Comunidad de Estados Independientes	3,4	2,1	2,3	3,1	-0,3	0,1	1,3	2,0	2,5
Rusia	3,4	1,3	1,3	2,3	-0,6	-0,2	1,1	1,6	2,5
Excluido Rusia	3,3	3,9	5,3	5,7	1,2	1,4	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	6,7	6,5	6,7	6,8	0,0	0,0	6,4	6,7	6,8
China	7,7	7,7	7,5	7,3	0,0	0,0	7,7	7,6	7,2
India ⁵	4,7	4,4	5,4	6,4	0,0	0,0	4,7	5,7	6,5
ASEAN-5 ⁶	6,2	5,2	4,9	5,4	-0,2	-0,2	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	1,4	2,8	2,4	2,9	-0,5	-0,2	3,6	2,5	2,9
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	4,2	2,4	3,2	4,4	-0,1	-0,4	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>									
Unión Europea	-0,3	0,2	1,6	1,8	0,2	0,1	1,1	1,7	1,7
Países en desarrollo de bajo ingreso	5,7	6,1	6,3	6,5	-0,3	0,1	...	...	...
Oriente Medio y Norte de África	4,1	2,2	3,2	4,5	-0,2	-0,5	...	...	...
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	2,5	2,4	3,1	3,3	0,0	0,0	2,8	3,0	3,2
Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)	2,8	3,0	4,3	5,3	-0,1	0,1	...	...	...
<i>Importaciones</i>									
Economías avanzadas	1,1	1,4	3,5	4,5	0,1	0,3	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	5,8	5,6	5,2	6,3	-0,7	-0,1	...	...	...
<i>Exportaciones</i>									
Economías avanzadas	2,1	2,3	4,2	4,8	0,2	0,1	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,2	4,4	5,0	6,2	-0,4	-0,1	...	...	...
Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)									
Petróleo ⁷	1,0	-0,9	0,1	-6,0	0,4	-0,8	2,6	-2,3	-6,3
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	-10,0	-1,2	-3,5	-3,9	2,7	-1,5	-3,0	-3,2	-3,0
Precios al consumidor									
Economías avanzadas	2,0	1,4	1,5	1,6	-0,2	-0,1	1,2	1,6	1,7
Economías de mercados emergentes y en desarrollo ⁴	6,0	5,8	5,5	5,2	-0,2	-0,1	5,3	5,1	4,7
Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)									
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU. (seis meses)	0,7	0,4	0,4	0,8	0,0	0,3	...	...	...
Sobre los depósitos en euros (tres meses)	0,6	0,2	0,3	0,4	-0,1	-0,2	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses (seis meses)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	...	...	...

Nota: Se parte del supuesto de que los tipos de cambio efectivos reales se mantienen constantes a los niveles vigentes entre el 31 de enero y el 28 de febrero de 2014. 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. Las proyecciones de Ucrania se excluyen de la edición de abril de 2014 del informe WEO debido a la crisis actual, pero se incluyeron en la actualización de enero de 2014 de dicho informe. Letonia forma parte del grupo de las economías avanzadas; en la actualización de enero de 2014 del informe WEO figuraba entre las economías emergentes y en desarrollo.

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

²Excluido Letonia.

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

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

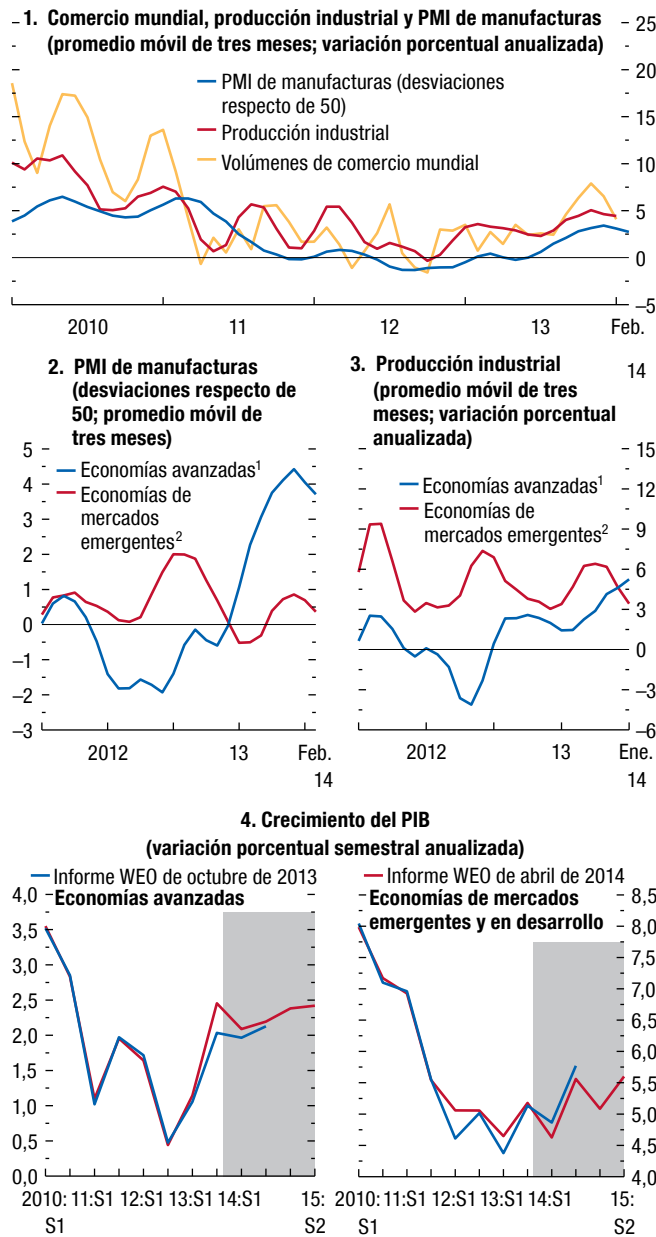
⁵En el caso de India, los datos y proyecciones se presentan en base al ejercicio fiscal, y el crecimiento del producto, en base al PIB a precios de mercado. Las correspondientes proyecciones de crecimiento del PIB al costo de los factores ascienden a 4,6%, 5,4% y 6,4% en 2013, 2014 y 2015, respectivamente.

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\$104,07 en 2013; el precio supuesto en base a los mercados de futuros es US\$104,17 en 2014 y US\$97,92 en 2015.

Gráfico 1.1. Indicadores de la actividad mundial

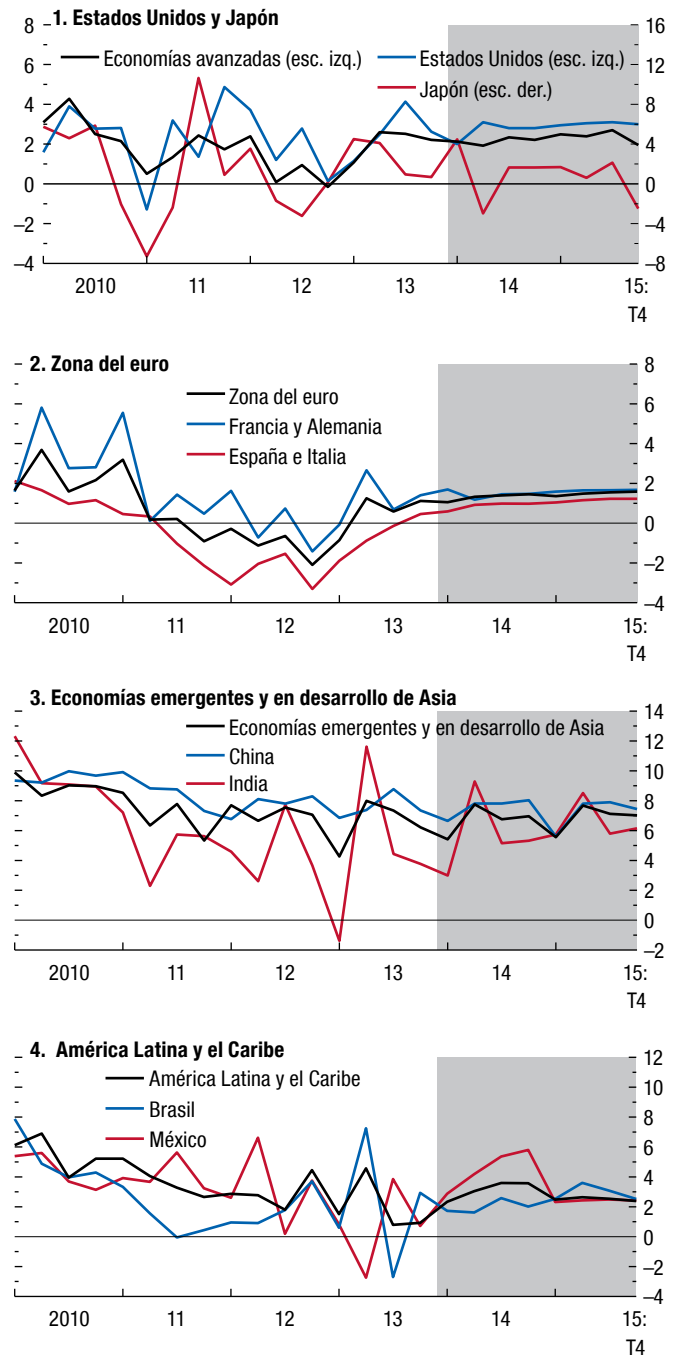
La actividad mundial cobró ímpetu en el segundo semestre de 2013, al igual que el comercio mundial, pero el repunte fue desigual: generalizado en las economías avanzadas, pero despasejo en las economías de mercados emergentes. Aunque el crecimiento de las exportaciones se afianzó, el de la demanda interna se mantuvo mayormente invariable.



Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Haver Analytics, Markit Economics y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: PI = producción industrial; PMI = índice de gerentes de compras.
¹Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega (solo PI), Nueva Zelanda, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong (solo PI), Reino Unido, República Checa, Singapur, Suecia (solo PI), Suiza, zona del euro.
²Argentina (solo PI), Brasil, Bulgaria (solo PI), Chile (solo PI), China, Colombia (solo PI), Filipinas (solo PI), Hungría, India, Indonesia, Letonia (solo PI), Lituania, Malasia (solo PI), México, Pakistán (solo PI), Perú (solo PI), Polonia, Rumania (solo PI), Rusia, Sudáfrica, Tailandia (solo PI), Turquía, Ucrania (solo PI), Venezuela (solo PI).

Gráfico 1.2. Pronósticos de crecimiento del PIB (Variación porcentual trimestral anualizada)

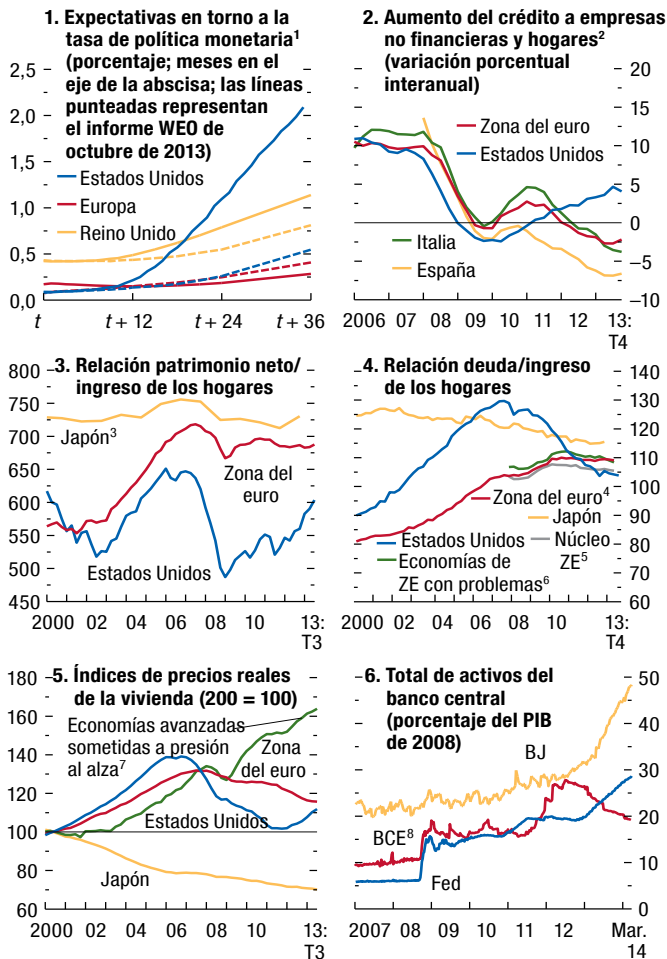
El crecimiento de las economías avanzadas experimentará un aumento moderado, según las proyecciones, en 2014-15, cobrando ímpetu gracias a los avances realizados en 2013. El crecimiento de Estados Unidos se mantendrá por encima de la tendencia, y el crecimiento de Japón se moderará, de acuerdo con las previsiones, principalmente como consecuencia de una carga fiscal pequeña. Entre las economías de mercados emergentes, el crecimiento conservaría el vigor en las economías emergentes y en desarrollo de Asia y se recuperaría en cierta medida en América Latina y el Caribe.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Gráfico 1.3. Condiciones monetarias en las economías avanzadas

Las condiciones monetarias se han mantenido generalmente acomodaticias en las economías avanzadas, pero más en Estados Unidos que en la zona del euro o Japón. Las tasas de política monetaria se mantienen cerca del límite inferior cero, pero se prevé que subirán a partir de 2015, especialmente en Estados Unidos, donde se han recuperado el patrimonio neto de los hogares y los precios inmobiliarios. La deuda de los hogares se ha estabilizado, en términos generales, en la zona del euro en relación con el ingreso disponible, y ha disminuido con fuerza en Estados Unidos. El crédito al sector privado no financiero sigue disminuyendo en la zona del euro, por efecto de las estrictas normas de concesión de crédito y la debilidad de la demanda.



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

Nota: BJ = Banco de Japón; ZE = zona del euro; BCE = Banco Central Europeo; Fed = Reserva Federal.

¹Las expectativas se basan en los futuros sobre la tasa de los fondos federales (Estados Unidos), la tasa interbancaria a un día promedio en libra esterlina (Reino Unido) y la tasa a término ofrecida en el mercado interbancario en euros (Europa); datos actualizados al 26 de marzo de 2014.

²Se utilizan datos sobre el flujo de fondos para España, Estados Unidos y la zona del euro. Los préstamos bancarios italianos a residentes italianos están corregidos para tener en cuenta las titulaciones.

³Interpolación a partir del patrimonio neto anual como porcentaje del ingreso disponible.

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

⁵Alemania, Austria, Eslovenia, Francia, Países Bajos. Para calcular la relación de los Países Bajos se utilizan los préstamos.

⁶España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal.

⁷Países sometidos a presiones al alza: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Israel, Noruega, RAE de Hong Kong, Singapur, Suecia, Suiza.

⁸ Los cálculos del BCE se basan en el estado financiero semanal del Eurosistema.

anual de 2014–15 superaría la tendencia, rondando 2¾% (cuadro 1.1). La moderación de la consolidación fiscal es un factor favorable; se estima que la diferencia del saldo estructural primario disminuirá de poco más de 2% del PIB en 2013 a aproximadamente ½% en 2014–15. Otros factores propicios son las condiciones monetarias acomodaticias y la recuperación del sector inmobiliario tras una larga depresión (gráfico 1.3, panel 5), el aumento de la riqueza de los hogares (gráfico 1.3, panel 3) y la mejora de las condiciones de crédito bancario.

- En la *zona del euro*, el crecimiento es ahora positivo. En Alemania, las condiciones monetarias propicias, el vigor del mercado laboral y el afianzamiento de la confianza han apuntalado el repunte de la demanda interna, que se ha visto reflejado sobre todo en un aumento del consumo y un tímido reavivamiento de la inversión, pero también en el sector de la vivienda. En toda la zona del euro, la fuerte reducción del ritmo de endurecimiento de la política fiscal —de alrededor de 1% del PIB en 2013 a ¼% del PIB— contribuiría a estimular el crecimiento (gráfico 1.4, panel 1). Fuera del núcleo de la zona, la exportación neta y la estabilización de la demanda interna han contribuido a la reactivación.
- Sin embargo, se prevé que el *aumento* de la demanda seguirá ligeramente deprimido, dado que persisten la fragmentación financiera, la escasez de crédito (véase el gráfico 1.3, panel 2) y la elevada carga de la deuda empresarial. Como se explica en el recuadro 1.1, aún no se han superado totalmente los shocks de la oferta de crédito que han sufrido algunas economías, y estos continúan afectando negativamente el crédito y el crecimiento. Al mismo tiempo, la demanda de crédito también es débil, debido a los problemas que aquejan a los balances empresariales. En términos globales, el crecimiento económico en la zona del euro alcanzará, según las proyecciones, solo 1,2% en 2014 y 1½% en 2015.
- En *Japón*, según las previsiones, algunos factores subyacentes que alimentan el crecimiento se fortalecerán; entre ellos se destacan la inversión privada y las exportaciones, dado el mayor crecimiento en los países socios y la depreciación sustancial que experimentó el yen durante los 12 últimos meses, aproximadamente. No obstante, la actividad global experimentará, según las proyecciones, una disminución moderada en respuesta a la adopción de una política fiscal más restrictiva en 2014–15. Ese endurecimiento es resultado de un aumento en dos etapas de la tasa del impuesto

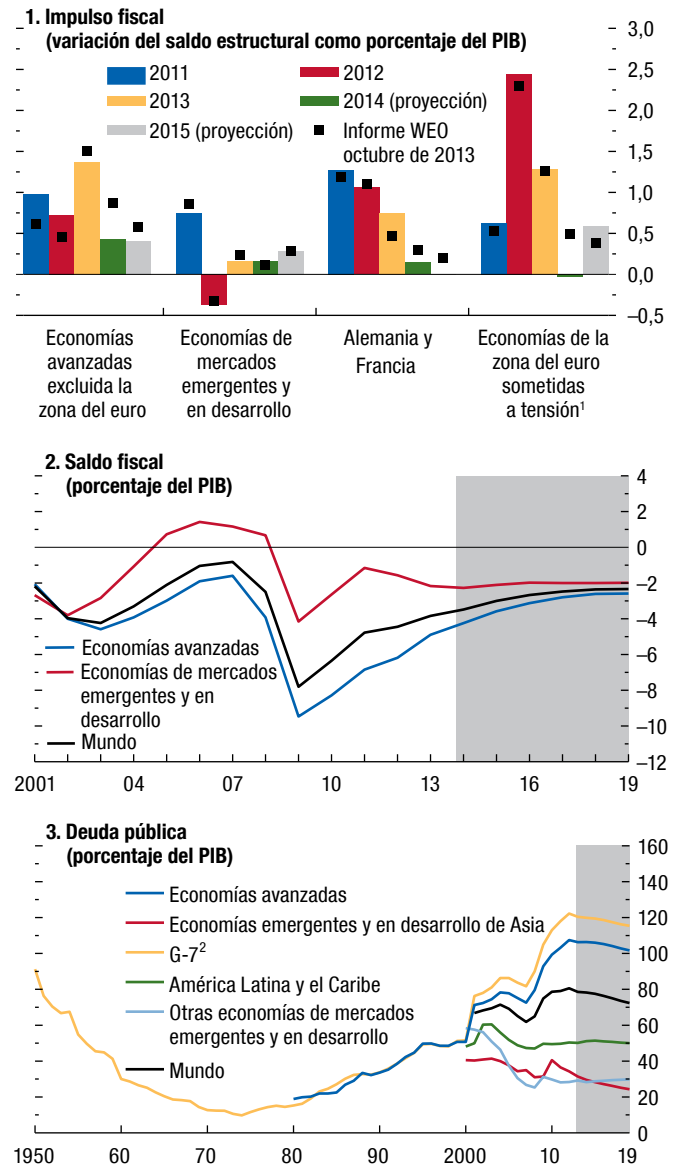
sobre el consumo: de 5% a 8% en el segundo trimestre de 2014 y luego a 10% en el cuarto trimestre de 2015— y al repliegue del gasto en reconstrucción y el primer paquete de estímulos del programa de Abeconomía. Sin embargo, el endurecimiento de la orientación de la política fiscal en 2014, equivalente a alrededor de 1% del PIB, será más moderado de lo previsto en la edición de octubre de 2013 del informe WEO, como resultado de un nuevo estímulo fiscal equivalente a aproximadamente 1% del PIB. Se proyecta que este estímulo reducirá el impacto negativo del endurecimiento en el crecimiento en 0,4 puntos porcentuales, a 0,3% del PIB en 2014. En 2015, el efecto negativo de la orientación fiscal en el crecimiento aumentaría a ½% del PIB. Globalmente, el crecimiento ascendería a 1,4% en 2014 y 1,0% en 2015.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el crecimiento repuntó ligeramente en el segundo semestre de 2013. Este ímpetu cíclico fue más débil que el de las economías avanzadas debido a los efectos contrarios de dos fuerzas en el crecimiento. Por un lado, el crecimiento de las exportaciones fue más fuerte gracias a la intensificación de la actividad en las economías avanzadas y a la depreciación de las monedas. Las proyecciones apuntan a políticas fiscales generalmente neutrales (véase el gráfico 1.4, panel 1). Por otra parte, la debilidad de la inversión persistió, y tanto el financiamiento externo como las condiciones financieras internas desmejoraron cada vez más. Las restricciones del lado de la oferta y otras restricciones estructurales que afectan a la inversión y al producto potencial (por ejemplo, estrangulamientos de la infraestructura) representan problemas para algunas economías. Se prevé que estas fuerzas compensatorias sigan haciendo sentir sus efectos durante gran parte de 2014. Sin embargo, globalmente, las economías de mercados emergentes y en desarrollo continúan contribuyendo a más de dos tercios del crecimiento mundial, y su crecimiento aumentaría de 4,7% en 2013 a 4,9% en 2014 y 5,3% en 2015.

- El pronóstico para China es que el crecimiento se mantendrá invariable en líneas generales, en torno a 7½% en 2014–15; o sea, apenas ligeramente menos que en 2012–13. Esta proyección se basa en el supuesto de que las autoridades poco a poco ponen rienda a la rápida expansión del crédito y avanzan en la implementación de su proyecto de reforma para encauzar la economía por una trayectoria más equilibrada y sostenible del crecimiento. En cuanto a India, según las proyecciones, el crecimiento del PIB

Gráfico 1.4. Políticas fiscales

Se prevé una moderación de la carga fiscal en las economías avanzadas en 2014, excepto en el caso de Japón, y un aumento en 2015. Este aumento se debe principalmente a la segunda etapa del alza del impuesto sobre el consumo y al repliegue del estímulo fiscal en Japón. En cuanto a las economías de mercados emergentes, se proyecta que la orientación fiscal seguirá siendo neutral en términos generales en 2014, pero que se endurecerá en 2015, cuando la actividad se haya fortalecido.



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.

real se incrementará a 5,4% en 2014 y 6,4% en 2015, suponiendo que prosperen los esfuerzos del gobierno por reavivar el aumento de la inversión y que la expansión de las exportaciones cobre ímpetu tras la reciente depreciación de la rupia (gráfico 1.2, panel 3; cuadro 1.1). En otras economías emergentes y en desarrollo de Asia, el crecimiento se mantendría en 5,3% en 2014 debido al endurecimiento de las condiciones financieras externas e internas, y luego aumentaría a 5,7% en 2015 gracias al fortalecimiento de la demanda externa y al debilitamiento de las monedas.

- Con respecto al crecimiento regional de América Latina, se prevé únicamente una pequeña aceleración de la actividad: el crecimiento aumentaría de 2½% en 2014 a 3% en 2015 (gráfico 1.2, panel 4). Algunas economías experimentaron hace poco fuertes presiones de los mercados, y el empeoramiento de las condiciones financieras será un lastre para el crecimiento. Se observan importantes diferencias entre las grandes economías de la región. En el caso de México, se prevé que el crecimiento se incrementará a 3% en 2014, gracias a una orientación más expansiva de la política macroeconómica, la desaparición de los factores especiales que explican la baja tasa del crecimiento registrada en 2013 y las repercusiones del aumento del crecimiento en Estados Unidos. Se prevé que el crecimiento aumentará a 3½% en 2015, a medida que se hagan sentir los efectos de las grandes reformas estructurales. La actividad en Brasil sigue siendo atenuada. La demanda está respaldada por la reciente depreciación del real y por el continuo vigor del alza de los sueldos y del consumo, pero la inversión privada sigue siendo débil, en parte como consecuencia de la escasa confianza empresarial. Las perspectivas a corto plazo de Argentina y Venezuela han vuelto a desmejorar. Ambas economías continúan lidiando con difíciles condiciones de financiamiento externo y con el impacto negativo de nuevos controles cambiarios y administrativos en el producto.
- En África subsahariana, se prevé que el crecimiento aumentará de 4,9% en 2013 a 5½% en 2014–15. Se proyecta que el crecimiento de Sudáfrica experimentará una ligera mejora gracias al fortalecimiento de la demanda externa. Se prevé que en otras economías de la región los proyectos relacionados con materias primas respaldarán un aumento del crecimiento. Las monedas se han depreciado sustancialmente en algunas economías.
- En Oriente Medio y Norte de África, el crecimiento regional aumentaría de manera moderada en

2014–15. La recuperación se debe mayormente a las economías exportadoras de petróleo, cuyo elevado nivel de gasto público contribuye al vigor del sector no petrolero en algunas economías; entre tanto, para otras se prevé un alivio parcial de las dificultades en el suministro de petróleo. Muchas economías importadoras de petróleo continúan lidiando con difíciles condiciones sociopolíticas y de seguridad, que pesan sobre la confianza y la actividad económica.

- Las perspectivas a corto plazo de Rusia y muchas otras economías de la Comunidad de Estados Independientes han sido revisadas a la baja, ya que el crecimiento se vería obstaculizado por las secuelas de los sucesos recientes en Rusia y Ucrania y por los riesgos geopolíticos que han generado. La inversión, por su parte, ha sido débil, en parte como consecuencia de la incertidumbre en torno a las políticas. En las economías emergentes y en desarrollo de Europa, el crecimiento se enfriaría en 2014 y luego se recuperaría moderadamente en 2015 pese a la reactivación de la demanda de Europa occidental, en gran medida como consecuencia de la evolución de las condiciones financieras externas y el reciente endurecimiento de las políticas en Turquía.
- El crecimiento en las economías en desarrollo de bajo ingreso repuntó a 6% en 2013, principalmente gracias al impulso generado por la robusta demanda interna. Para 2014–15 se proyecta un pequeño salto a alrededor de 6½%, gracias al respaldo que proporcionarían el fortalecimiento de la recuperación en las economías avanzadas y la expansión robusta e ininterrumpida de la demanda interna privada.

Bajo nivel de inflación

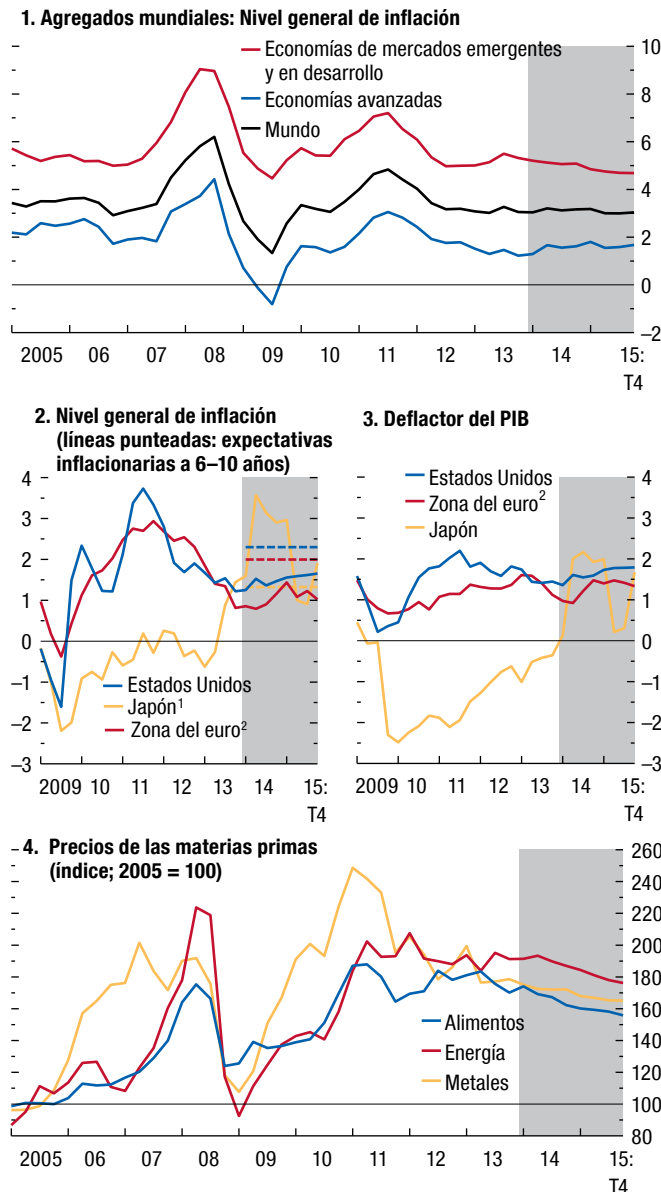
La presión inflacionaria seguiría siendo atenuada (gráfico 1.5, panel 1). La actividad aún se encuentra sustancialmente por debajo del producto potencial en las economías avanzadas, y a menudo cerca o ligeramente por debajo del potencial en las economías de mercados emergentes y en desarrollo (gráfico 1.6, panel 1).

La caída de precios de las materias primas, especialmente combustibles y alimentos, representa una fuerza común detrás del reciente retroceso del nivel general de inflación en el mundo entero (gráfico 1.5, panel 4). Según las proyecciones, los precios de las materias primas en términos del dólar de EE.UU. volverán a bajar ligeramente en 2014–15, en parte como consecuencia de la trayectoria que implican los precios de los futuros sobre materias primas. Sin embargo, tal como se explica

Gráfico 1.5. Inflación mundial

(Variación porcentual interanual, salvo indicación en contrario)

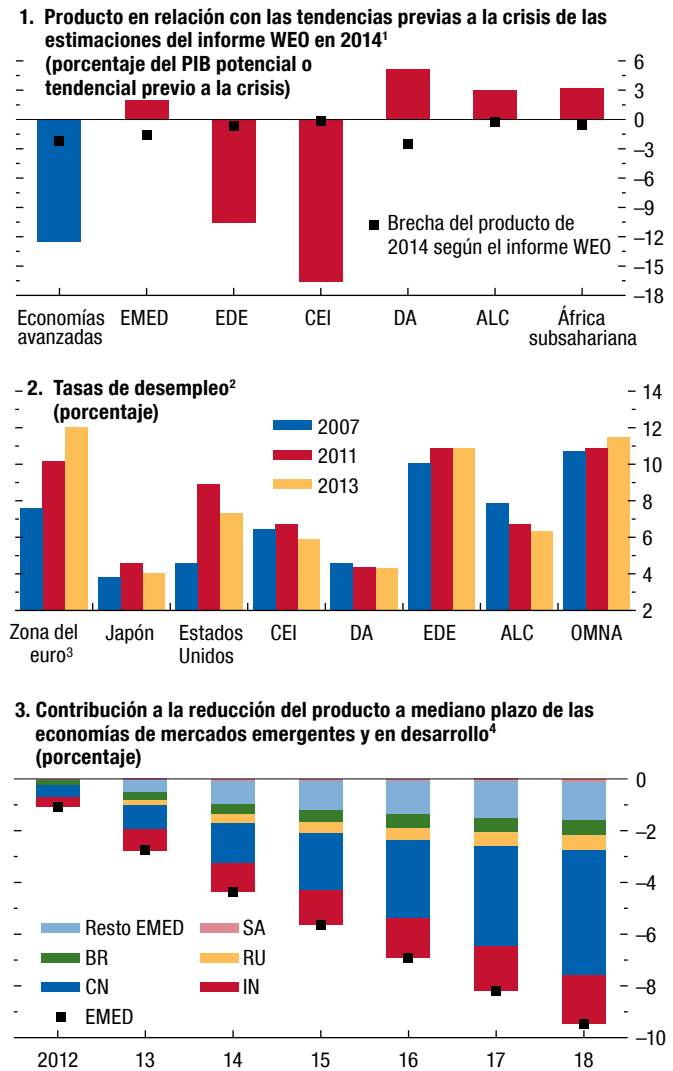
Se proyecta que, en términos generales, la inflación seguirá siendo moderada en 2014–15, con brechas de producto negativas persistentes y considerables en las economías avanzadas, debilitamiento de la demanda interna en varias economías de mercados emergentes y retroceso de los precios de las materias primas. En Estados Unidos y la zona del euro se prevé que el nivel general de inflación se mantendrá por debajo de las expectativas inflacionarias a más largo plazo, lo cual podría conducir a ajustes de las expectativas y riesgos de aumento de las cargas de deuda y las tasas de interés reales.



Fuentes: Consensus Economics; Haver Analytics; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹En Japón, el aumento de la inflación en 2014 refleja, en gran medida, el alza del impuesto sobre el consumo.
²Excluido Letonia.

Gráfico 1.6. Capacidad, desempleo y tendencia del producto

El producto de las economías emergentes y en desarrollo de África subsahariana, América Latina y Asia se mantiene por encima de la tendencia previa a la crisis, pero las brechas del producto del informe WEO no indican que el producto se encuentre por encima de la capacidad. A pesar de la desaceleración del crecimiento económico, las tasas de desempleo han seguido disminuyendo ligeramente en las economías emergentes de América Latina y Asia. El personal técnico del FMI ha revisado a la baja las estimaciones del producto a mediano plazo, ante las cifras decepcionantes de los últimos tiempos. Las revisiones sustanciales del producto de las economías del grupo BRICS son la causa de la mayoría de las revisiones a la baja de las economías de mercados emergentes y en desarrollo tomadas como grupo.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: ALC = América Latina y el Caribe; BR = Brasil; BRICS = Brasil, Rusia, India, China, Sudáfrica; CEI = Comunidad de Estados Independientes; CN = China; DA = economías en desarrollo de Asia; EDE = economías de mercados emergentes y en desarrollo de Europa; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo; IN = India; OMNA = Oriente Medio y Norte de África; RU = Rusia; SA = Sudáfrica.
¹La tendencia previa a la crisis se define como el promedio geométrico del aumento del nivel del PIB real entre 1996 y 2006.
²Se omite África subsahariana debido a las limitaciones de datos.
³Se excluye Letonia.
⁴En relación con la edición de septiembre de 2011 del informe WEO; las cifras del crecimiento de 2017 y 2018 correspondientes a la edición de septiembre de 2011 del informe WEO se extrapolan utilizando las tasas de crecimiento de 2016.

en la sección especial sobre las materias primas, en el caso específico de los precios del petróleo, los pronósticos difieren según el método utilizado. Con todo, los diferentes modelos de pronóstico predicen actualmente que los precios del petróleo se mantendrán al mismo nivel o retrocederán, aunque el grado de incertidumbre en torno a las previsiones de los precios de las materias primas suele ser elevado. Aun así, el panorama general del mercado de las materias primas apunta a que las fluctuaciones de la oferta de muchos productos superarán holgadamente los efectos de la intensificación proyectada de la actividad mundial en los precios. Esas fluctuaciones son especialmente pronunciadas en el caso de algunas materias primas alimentarias y el petróleo crudo. Es poco probable que la caída del crecimiento prevista en China empuje a la baja el consumo interno de materias primas, que continuaría aumentando dados los niveles de ingreso per cápita proyectados a lo largo del horizonte de los pronósticos del informe WEO. Sin embargo, la expansión y la composición del consumo de materias primas en China seguramente se alterarán a medida que la economía nacional se reequilibre, alejándose de un crecimiento alimentado por la inversión y orientándose hacia un crecimiento más impulsado por el consumo (véase el recuadro 1.2).

En las economías avanzadas, la inflación se ubica actualmente por debajo de la meta y de las expectativas inflacionarias a más largo plazo, dado que promedia aproximadamente 1½% (gráfico 1.5, panel 1). Las previsiones apuntan a que alcanzará el nivel fijado como meta de manera paulatina, teniendo en cuenta que el producto tardaría en retomar su nivel potencial (gráfico 1.5, paneles 2 y 3; cuadro A8 del apéndice estadístico).

- En Estados Unidos, todos los indicadores pertinentes de inflación disminuyeron en el curso de 2013, y la inflación subyacente registró tasas inferiores a 1½%, a pesar de la ininterrumpida disminución de la tasa de desempleo. El retroceso del desempleo refleja en parte las disminuciones de la participación en la fuerza laboral causadas tanto por tendencias demográficas como por el número de trabajadores desalentados que dejan la fuerza laboral. Se prevé que parte de esa caída de la participación en la fuerza laboral se revertirá, ya que algunos de esos trabajadores probablemente volverán a buscar empleo a medida que mejore la situación del mercado laboral. Además, la tasa de desempleo a largo plazo se mantiene en un nivel elevado en comparación con las normas históricas. En consecuencia, se prevé un escaso aumento de los

salarios incluso a medida que el desempleo disminuya hacia la tasa natural en 2014–15.

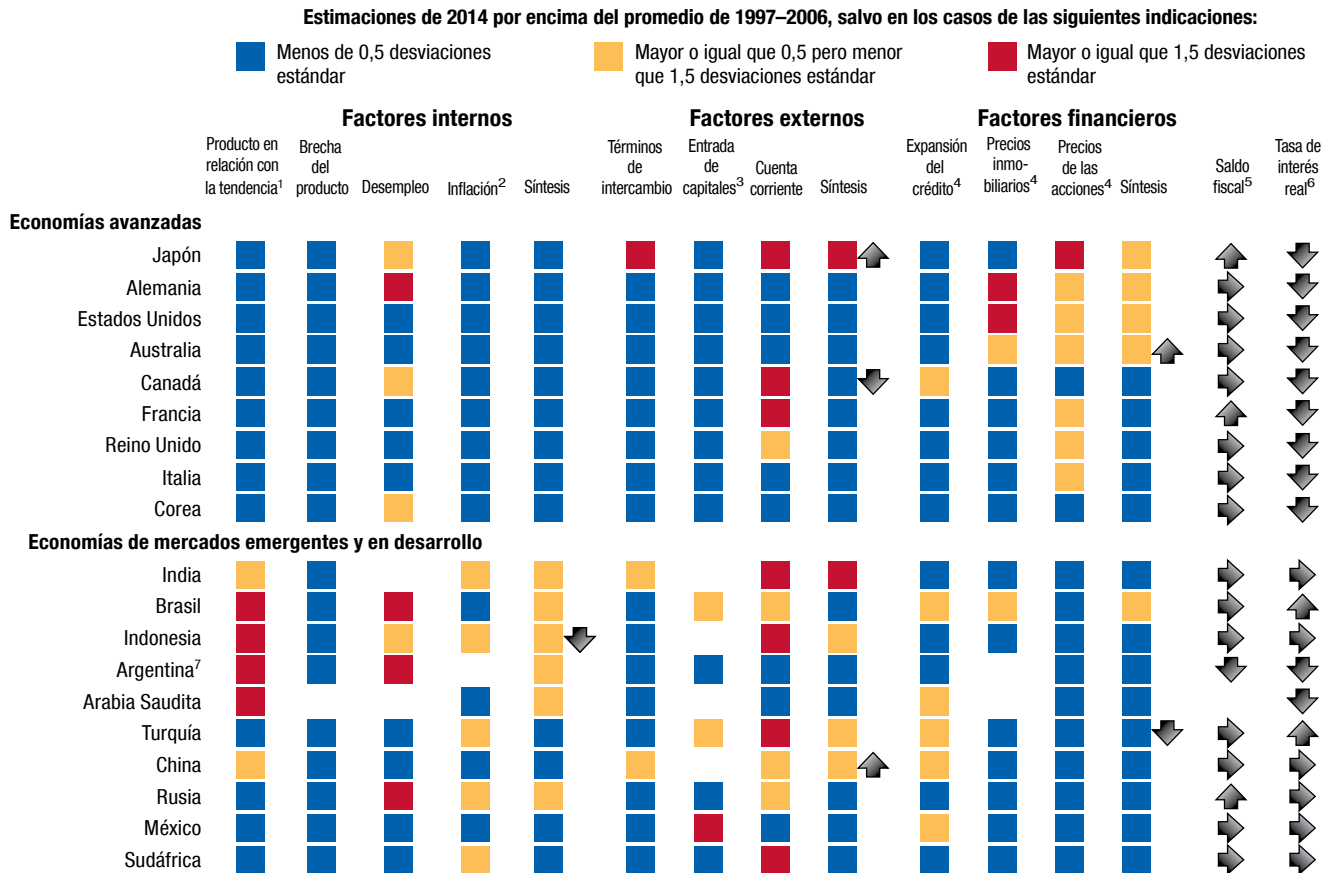
- En la zona del euro, la inflación ha retrocedido de manera ininterrumpida desde fines de 2011. Tanto el nivel general de inflación como la inflación subyacente han caído por debajo de 1% desde el cuarto trimestre de 2013. Varias economías con un nivel de desempleo particularmente elevado han registrado una inflación casi nula o una deflación propiamente dicha durante el mismo período. En 2013 en su conjunto, la inflación alcanzó 1,3%; o sea, cerca del límite inferior de la banda proyectada por el personal técnico del Banco Central Europeo (BCE) a fines de 2012 y menos del nivel más bajo que preveían en ese momento los participantes en la encuesta Consensus Forecast. Se prevé que la inflación avanzará ligeramente a medida que se afiance la recuperación y disminuyan lentamente las brechas del producto. Según las proyecciones de base actuales, la inflación se mantendría por debajo del objetivo del BCE para la estabilidad de precios por lo menos hasta 2016.
- En Japón, la inflación comenzó a avanzar al mismo tiempo que cobró ímpetu el crecimiento y que se depreció el yen durante el último año aproximadamente. Para 2014–15, se proyecta una aceleración temporaria en respuesta a los aumentos del impuesto sobre el consumo. Sin embargo, hay indicios de que la oferta de empleo está comenzando a superar la demanda. Los sueldos nominales también han comenzado a subir, y se prevé que la inflación subyacente convergerá paulatinamente hacia la meta de 2%.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se prevé que la inflación descenderá de alrededor del 6% actual a aproximadamente 5¼% para 2015 (gráfico 1.5, panel 1). La disminución de los precios internacionales de las materias primas en términos de dólares de EE.UU. debería contribuir a aligerar las presiones de precios, aunque en algunas economías esa reducción estará compensada holgadamente por la depreciación reciente del tipo de cambio. Además, las presiones de precios vinculadas a la actividad económica disminuirán gracias a la reciente contracción del crecimiento de muchas economías de mercados emergentes. Ahora bien, ese alivio será limitado en algunas economías de mercados emergentes, a causa de las presiones de la demanda interna y las limitaciones de la capacidad en algunos sectores (indicadores rojos y amarillos de sobrecalentamiento del gráfico 1.7). Este panorama coincide con un producto superior a la

Gráfico 1.7. Indicadores de sobrecalentamiento de las economías del Grupo de los Veinte

La mayoría de los indicadores continúan apuntando a un exceso persistente de capacidad ociosa cíclica en las economías avanzadas. En las grandes economías de mercados emergentes, algunos indicadores llevan a pensar que aún existen limitaciones de la capacidad, a pesar de la desaceleración reciente del crecimiento. En varias economías de mercados emergentes, los indicadores apuntan a vulnerabilidades externas persistentes. Los indicadores financieros

revelan niveles elevados de los precios de las acciones en muchas economías avanzadas y un nivel creciente de los precios de la vivienda en Alemania y Estados Unidos. En las economías de mercados emergentes, los indicadores reflejan persistentes vulnerabilidades atribuibles a la rápida expansión del crédito; en otros mercados, los indicadores se encuentran dentro de los límites históricos.



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

Nota: Para cada indicador, con las salvedades hechas a continuación, se asignan a las economías colores basados en los valores actualmente proyectados para 2014 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 octubre 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 $\pm 2,5\%$ 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, 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 de la vivienda y aumento de los precios de las acciones se refieren a la variación porcentual anual en relación con el crecimiento del producto.

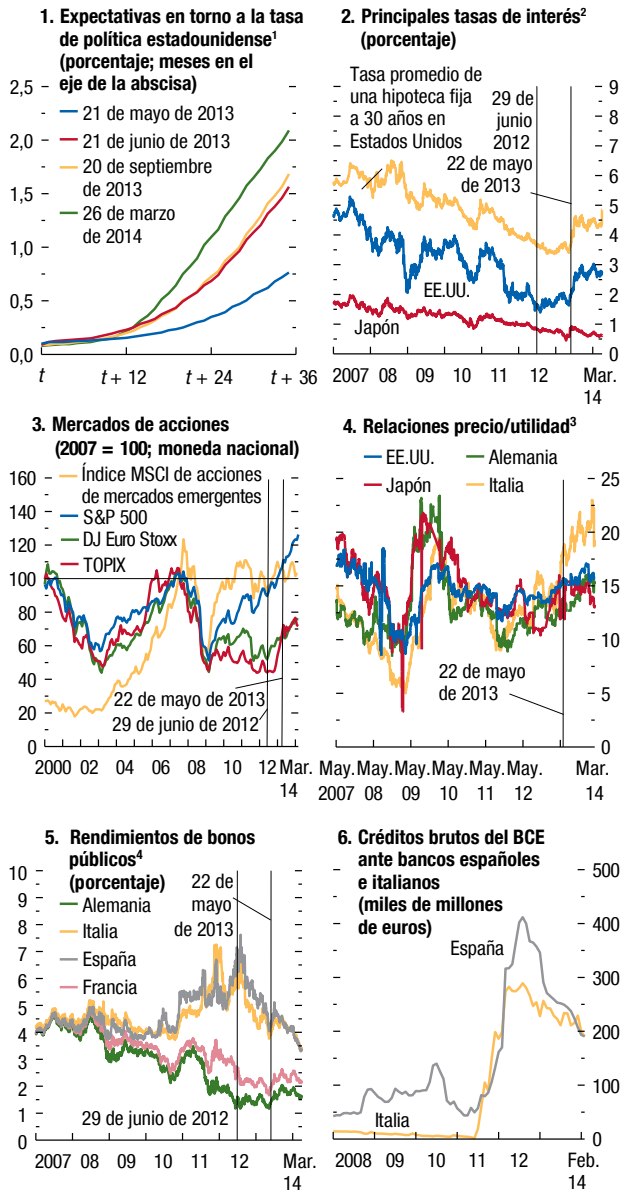
⁵Las flechas en la columna del saldo fiscal representan la variación pronosticada del saldo estructural como porcentaje del PIB en el período 2013–14. Una mejora de más de 0,5% del PIB está indicada por una flecha ascendente; un deterioro de más de 0,5% del PIB está indicado por una flecha descendente. Una variación del saldo fiscal entre $-0,5\%$ 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.

⁷Cálculos basados en datos oficiales de Argentina sobre el PBI y el índice de precios al consumidor. Véanse la nota 5 del cuadro A4 del apéndice estadístico y la nota 6 del cuadro A7.

Gráfico 1.8. Condiciones de los mercados financieros en las economías avanzadas

Las tasas de interés estadounidenses a más largo plazo subieron inmediatamente después del anuncio sobre el retiro paulatino del estímulo que realizó la Reserva Federal en mayo de 2013, pero se han estabilizado en términos amplios desde entonces. Las tasas de las economías del núcleo de la zona del euro y Japón han aumentado una fracción. Los mercados de acciones han operado al alza, y las relaciones precio/utilidad han retomado los niveles previos a la crisis. Continúan disminuyendo los diferenciales de los bonos españoles e italianos.



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; DJ = Dow Jones; MSCI = Morgan Stanley Capital International; S&P = Standard & Poor's; TOPIX = Índice de precios de las acciones de la bolsa de Tokio.

¹Las expectativas se basan en los futuros sobre la tasa de los fondos federales en el caso de Estados Unidos; datos actualizados al 26 de marzo de 2014.

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

³En el caso de Japón, algunas observaciones son producto de interpolación por la falta de datos.

⁴Rendimientos de bonos públicos a 10 años.

tendencia previa a la crisis y una nueva disminución del desempleo en varias economías de mercados emergentes (gráfico 1.6, paneles 1 y 2).

En las economías en desarrollo de bajo ingreso, el descenso de los precios de las materias primas y un endurecimiento cuidadoso de la política monetaria han contribuido a empujar la inflación de alrededor de 9,8% en 2012 a 7,8% en 2013. En base a las políticas vigentes, se prevé que la inflación seguirá esa trayectoria hasta rondar 6½%.

Divergencia de la política monetaria, las condiciones financieras y los flujos de capital

Las condiciones monetarias continúan siendo mayormente acomodaticias en las economías avanzadas, a pesar de los aumentos persistentes de las tasas de interés a más largo plazo desde mayo de 2013, cuando la Reserva Federal anunció sus planes para comenzar a reducir paulatinamente su programa de adquisición de activos (gráfico 1.8, paneles 2 y 5). Sin embargo, las tasas a más largo plazo se mantienen por debajo de los niveles que registrarían si la prima por plazo hubiera regresado a los niveles previos a la crisis, y las condiciones financieras generales continúan siendo favorables: los mercados de acciones han repuntado y los diferenciales por riesgo de los bonos se mantienen en un nivel bajo (gráfico 1.8, panel 3).

Sin embargo, la orientación de la política monetaria de las economías avanzadas comenzaría a seguir rumbos diferentes en 2014–15.

- Las encuestas de los participantes en el mercado (por ejemplo, la edición de enero de 2014 de *Survey of Primary Dealers*, del Banco de la Reserva Federal de Nueva York) señalan que se prevé un aumento de la tasa de política monetaria estadounidense en el segundo semestre de 2015. La información basada en los precios de los futuros, sin embargo, implica que ese aumento ocurriría en el primer semestre de 2015 (gráfico 1.8, panel 1). Las proyecciones del informe WEO coinciden con la orientación avanzada proporcionada por la Reserva Federal, según la cual se mantendrá una política monetaria que promueva el crecimiento, y suponen que la primer alza de la tasa de política monetaria estadounidense ocurrirá en el tercer trimestre de 2015. Estas proyecciones tienen en cuenta el pronóstico de que la inflación se mantendrá baja, que las expectativas inflacionarias seguirán bien ancladas y que la tasa de desempleo continuará retrocediendo lentamente hasta esa fecha. Los pronósticos suponen también que la Reserva Federal continuará

recortando las adquisiciones de activos al ritmo actual durante los próximos meses y que el programa concluirá a fines de 2014.

- Los mercados mantienen la expectativa de un período prolongado de tasas de interés en niveles bajos y una política monetaria acomodaticia en la zona del euro y Japón (gráfico 1.3, panel 1). A diferencia de la situación de Europa, los rendimientos de los bonos a largo plazo japoneses prácticamente no han variado desde que surgió el tema del retiro del estímulo en Estados Unidos; eso refleja tanto la fuerte demanda de bonos por parte de residentes y no residentes como las adquisiciones de activos que ha realizado el Banco de Japón. En la zona del euro, en un contexto de débil recuperación el bajo nivel de inflación, así como en algunos países la presión deflacionaria, continúan siendo el principal motivo de inquietud. Las proyecciones del informe WEO suponen que se producirán nuevamente disminuciones ligeras de los diferenciales de los títulos soberanos en los países con un elevado nivel de deuda, lo cual es coherente con la opinión de que los riesgos soberanos han disminuido. Pero las proyecciones también suponen que la fragmentación financiera seguirá siendo un problema para la transmisión de los impulsos de la política monetaria en la zona del euro. Por ende, las condiciones del crédito seguirán siendo difíciles, y el crédito activo seguirá disminuyendo durante algún tiempo, aunque a un ritmo más lento (gráfico 1.3, panel 2). Los factores más determinantes son las persistentes debilidades de los balances bancarios y, a nivel más general, la debilidad del entorno económico agravada por un elevado nivel de desempleo y pesadas cargas de deuda.

En las economías de mercados emergentes, las condiciones monetarias y financieras se han deteriorado desde mayo de 2013 por el efecto combinado del creciente nivel de las tasas de los bonos y la mejora de las perspectivas en las economías avanzadas, la reevaluación de las perspectivas de crecimiento a mediano plazo realizada por los mercados y las mayores inquietudes de los inversionistas en torno a las vulnerabilidades. Las tasas de los bonos en moneda local a más largo plazo de las economías de mercados emergentes han subido más que las de las economías avanzadas, lo cual es habitual porque el riesgo vinculado a los mercados emergentes experimenta una revaloración cuando suben las tasas de las economías avanzadas (gráfico 1.9, panel 2). Los precios de las acciones se han movido lateralmente en moneda local, pero en términos de dólares de EE.UU.—patrón de referencia de los inversionistas internacionales— han

Gráfico 1.9. Condiciones financieras y flujos de capitales en las economías de mercados emergentes

Las condiciones financieras en las economías de mercados emergentes han desmejorado últimamente como consecuencia del deterioro del ambiente financiero externo. Las tasas y los diferenciales de los bonos han subido, y los mercados de acciones se han movido lateralmente. Las entradas brutas de capital han disminuido, y los tipos de cambio se han depreciado. En términos generales, el capital se ha encarecido para las economías de mercados emergentes y eso atenuará la inversión y el crecimiento, si bien el aumento de las exportaciones a las economías avanzadas actuará en cierta medida de contrapeso.

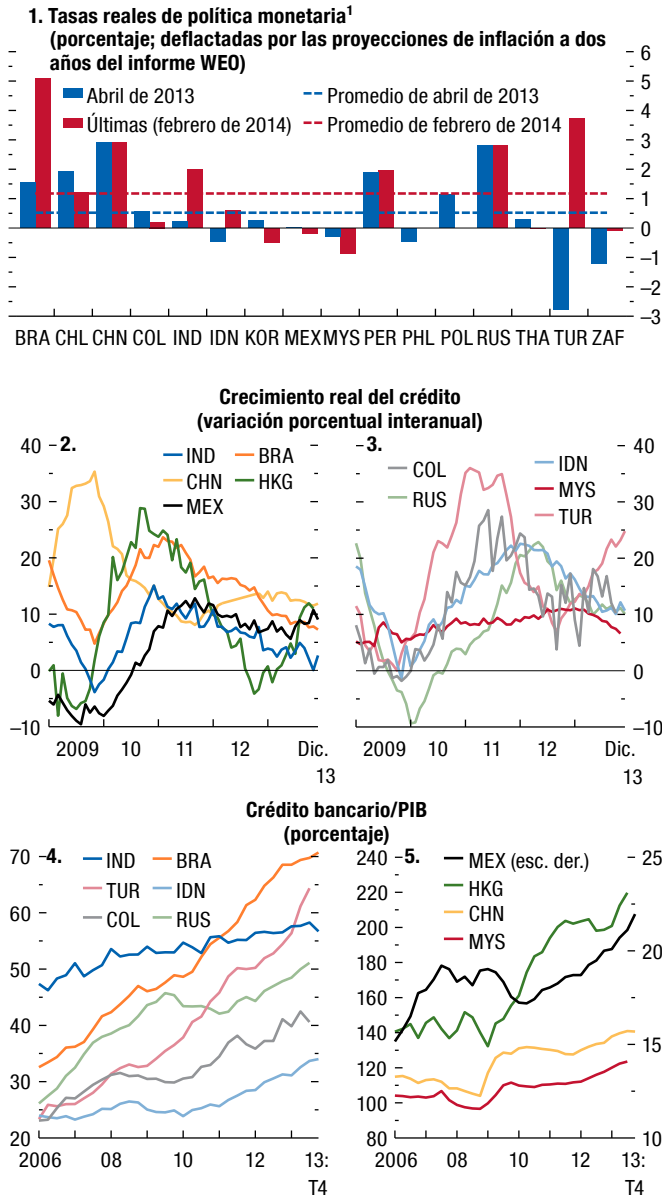


Fuentes: Bloomberg, L.P.; EPFR Global; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: BCE = Banco Central Europeo; EMBI = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan; LTRO = Operaciones de refinanciación a plazo más largo; VXY = Índice de Volatilidad de Mercados Emergentes de J.P. Morgan; las economías emergentes de Asia excluido China incluyen Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Tailandia; las economías emergentes de Europa abarcan Polonia, Rusia, Turquía; América Latina incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Perú.

Gráfico 1.10. Políticas monetarias y crédito en las economías de mercados emergentes

Las condiciones monetarias se han endurecido en muchas economías de mercados emergentes, como consecuencia no solo de los cambios del financiamiento externo, sino también de las alzas de la tasa de política monetaria de algunas economías (como Brasil, Indonesia, Sudáfrica y Turquía); sin embargo, las tasas reales de política monetaria se mantienen a niveles negativos en algunos mercados emergentes, en algunos casos debido a la elevada inflación. La expansión de crédito bancario ha comenzado a enfriarse en muchas economías, pero continúa a tasas de doble dígito en algunas y supera el crecimiento del PIB por márgenes sustanciales. El apalancamiento a nivel de toda la economía continúa aumentando con rapidez, y las relaciones crédito bancario/PIB se han duplicado en algunas economías en los siete últimos años.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: BRA = Brasil; CHL = Chile; CHN = China; COL = Colombia; HKG = RAE de Hong Kong; IDN = Indonesia; IND = India; KOR = Corea; MEX = México; MYS = Malasia; PER = Perú; PHL = Filipinas; POL = Polonia; RUS = Rusia; THA = Tailandia; TUR = Turquía; ZAF = Sudáfrica.
¹Tasa del Banco de Indonesia en el caso de Indonesia; en el caso de Turquía, el costo marginal efectivo del financiamiento del Banco Central de la República de Turquía es una estimación del personal técnico del FMI.

disminuido sustancialmente como resultado de la depreciación generalizada de las monedas. Con todo, el alza de la rentabilidad de bonos en moneda local en general ha repercutido poco en las tasas activas, la expansión del crédito se ha mantenido en un nivel relativamente alto (gráfico 1.10, paneles 2 y 3) y la depreciación de los tipos de cambio nominales frente al dólar de EE.UU. y otras monedas importantes ha actuado en cierta medida de contrapeso (gráfico 1.11, panel 2). La evolución específica de los mercados se analiza con más detalle en la edición de abril de 2014 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o informe *GFSR*).

A pesar de cierta disminución de la afluencia de capitales desde que la Reserva Federal anunciara sorpresivamente el retiro paulatino del estímulo en mayo de 2013, la situación hasta la fecha no presagia que habrá un cambio sostenido de la dirección de los flujos de capitales. De hecho, las entradas de capitales experimentaron una recuperación moderada hacia fines de 2013, tras los mínimos registrados en el tercer trimestre de 2013 (gráfico 1.9, paneles 5 y 6). Sin embargo, se estima que han permanecido por debajo de los niveles previos al recorte del estímulo.

Las proyecciones de base del informe WEO suponen que las entradas de capitales en las economías de mercados emergentes seguirán siendo más bajas en 2014 que en 2013, y que experimentarán una pequeña recuperación en 2015. También suponen que la revaloración adicional de bonos y acciones ocurrida en algunas economías de mercados emergentes desde octubre de 2013 se debió en gran medida a un aumento excepcional de las primas por riesgo de los activos de las economías de mercados emergentes. Por ende, las alzas recientes de las rentabilidades y las caídas de precios de los activos serán en gran parte duraderas. Esto constituye un deterioro generalizado de las condiciones financieras; se prevé que esta situación moderará el aumento de la demanda interna, y es uno de los principales factores que contribuye a la disminución proyectada del crecimiento de las economías de mercados emergentes en 2014–15 en comparación con la edición de octubre de 2013 del informe WEO (véase el cuadro 1.1). El análisis del capítulo 4 subraya que si el deterioro de las condiciones financieras externas de las economías de mercados emergentes se limitara al alza de las tasas de interés de las economías avanzadas derivada de la aceleración del crecimiento de estas economías, los efectos de contagio al crecimiento serían positivos. Sin embargo, al desmejorar simultáneamente otras condiciones financieras

—como las primas por riesgo de la deuda soberana de los mercados emergentes— los efectos de contagio netos pueden resultar negativos.

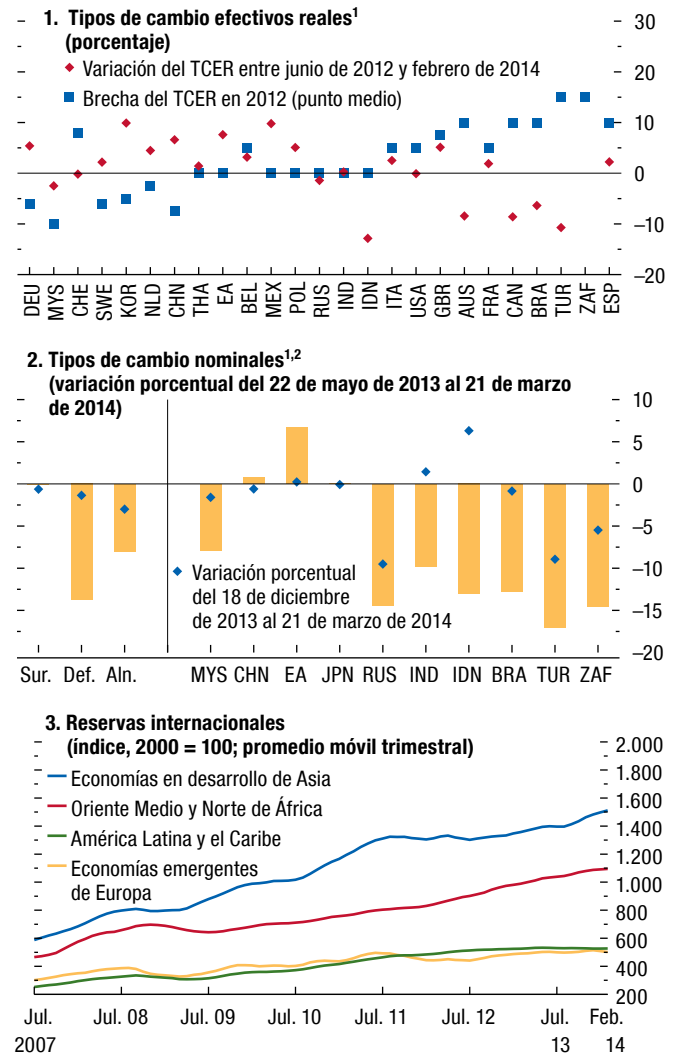
Perspectiva del sector externo

El crecimiento del volumen del comercio internacional se enlenteció sustancialmente durante el ajuste que siguió a la crisis financiera mundial de 2007–09 y la crisis de la zona del euro de 2011–12 (gráfico 1.12, paneles 1 y 2). Eso ha llevado a preguntar si el comercio internacional seguirá siendo un motor del crecimiento mundial, un interrogante motivado por inquietudes en torno al estancamiento o al declive de la globalización (por ejemplo, debido a que los aumentos de productividad resultantes de la reciente liberalización del comercio internacional en el marco de la Organización Mundial del Comercio están disminuyendo). Sin embargo, los datos sobre el aumento del comercio mundial desde 2008 parecen coincidir con el aumento de la inversión y el producto mundial. Además, los recientes errores de pronóstico de aumento del comercio mundial exhiben una correlación estrecha y positiva con los de aumento del PIB mundial, al igual que en el pasado. Estos factores llevan a pensar que la reciente debilidad del comercio internacional simplemente ha sido un reflejo de la contracción imprevisiblemente fuerte del crecimiento en el mundo entero. De hecho, la expansión del comercio mundial repuntó con fuerza al fortalecerse la actividad internacional en el segundo semestre de 2013.

Los *desequilibrios de la cuenta corriente a nivel mundial* disminuyeron nuevamente en 2013. Esto fue debido en parte al ajuste externo de las economías de la zona del euro sometidas a tensión, que es resultado cada vez más no solo de la compresión de las importaciones, sino también de cierto ajuste de los precios relativos y un creciente nivel de exportaciones. Sin embargo, los saldos de las economías de la zona del euro con superávit no experimentaron una disminución sustancial. La disminución de los *desequilibrios de la cuenta corriente a nivel mundial* también es resultado del aumento de las importaciones de energía de Japón desde el sismo y el tsunami de 2011, de la reducción de las importaciones netas de energía de Estados Unidos y de una combinación de caídas de ingresos por exportaciones de petróleo y aumentos del gasto por parte de los exportadores de combustibles. Se proyecta una pequeña reducción adicional de los *desequilibrios a mediano plazo*, mayormente debido a la disminución de los superávits de los países exportadores de petróleo (gráfico 1.12, panel 5).

Gráfico 1.11. Tipos de cambio y reservas

Las monedas de muchas economías de mercados emergentes de gran tamaño se han depreciado frente al dólar de EE.UU., lo cual refleja el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento a mediano plazo de esas economías frente a las economías avanzadas y el endurecimiento de las condiciones financieras externas. El panorama global basado en las evaluaciones de las monedas del informe *2013 Pilot External Sector Report* (FMI, 2013b) es que las monedas subvaloradas en general se apreciaron en términos efectivos reales en 2013, en tanto que las monedas sobrevaloradas se depreciaron. El ritmo de acumulación de reservas de las economías de mercados emergentes y en desarrollo disminuyó en 2013, como resultado de la baja de las entradas de capitales y las pérdidas de reservas que implicó la intervención en el mercado de cambio.



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

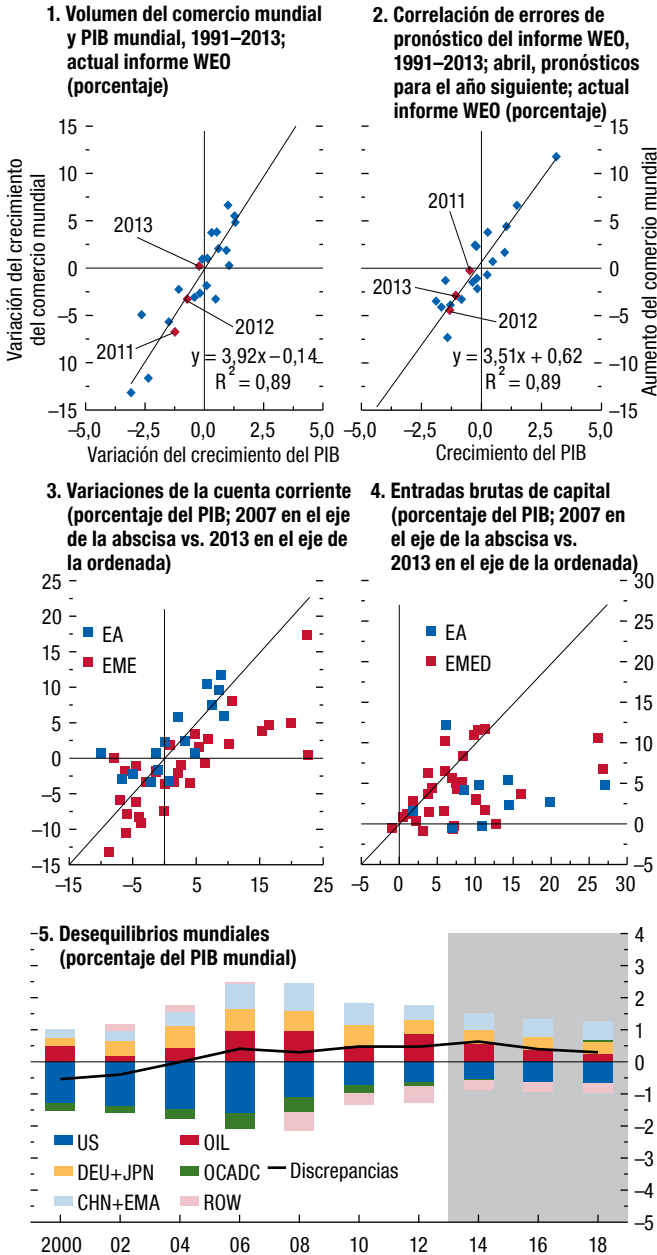
Nota: Aln. = Economías de mercados emergentes alineadas; AUS = Australia; BEL = Bélgica; BRA = Brasil; CAN = Canadá; CHE = Suiza; CHN = China; Def. = Economías de mercados emergentes deficitarias; DEU = Alemania; EA = zona del euro; ESP = España; FRA = Francia; GBR = Reino Unido; IDN = Indonesia; IND = India; ITA = Italia; JPN = Japón; KOR = Corea; MEX = México; MYS = Malasia; NLD = Países Bajos; POL = Polonia; TCER = Tipo de cambio efectivo real; RUS = Rusia; Sup. = Economías de mercados emergentes superavitarias; SWE = Suecia; THA = Tailandia; TUR = Turquía; USA = Estados Unidos; ZAF = Sudáfrica.

¹Las brechas y las clasificaciones del TCER se basan en FMI (2013b).

²Dólares de EE.UU. por moneda nacional.

Gráfico 1.12. Sector externo

Los volúmenes de comercio internacional repuntaron junto con el fortalecimiento de la actividad internacional en el segundo semestre de 2013. El debilitamiento del comercio internacional registrado anteriormente fue congruente, en términos amplios, con el enfriamiento de la actividad, un hecho que puso de relieve la elasticidad-ingreso a corto plazo de la exportación y la importación. Los saldos en cuenta corriente de la mayoría de las economías de mercados emergentes han disminuido desde la crisis financiera internacional y algunas registran ahora déficits excesivos.



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

Nota: EA = Economías avanzadas; CHN+EMA = China, Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, Singapur, Tailandia; DEU+JPN = Alemania y Japón; EMED = Economías de mercados emergentes y en desarrollo; OCADC = Bulgaria, Croacia, Eslovenia, España, Estonia, Grecia, Hungría, Irlanda, Letonia, Lituania, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca, Rumania, Turquía; OIL = Países exportadores de petróleo; ROW = Resto del mundo; US = Estados Unidos.

Los ajustes de los tipos de cambio ocurridos durante aproximadamente el último año han sido en general congruentes con la profundización de la corrección de los desequilibrios externos. De acuerdo con las evaluaciones de las monedas del informe *Pilot External Sector Report* (FMI, 2013b), las monedas subvaloradas, definidas por una brecha negativa del tipo de cambio efectivo real a mediados de 2012, en general se apreciaron en términos efectivos reales en 2013, y las monedas sobrevaloradas se depreciaron (gráfico 1.11, panel 1). Las principales excepciones a este patrón fueron algunas economías avanzadas afectadas por flujos en búsqueda de un refugio seguro (por ejemplo, el Reino Unido) o por afluencias de capital debido a la disminución de los riesgos soberanos percibidos (zona del euro), que experimentaron una nueva apreciación de la moneda.

Aunque los ajustes de los tipos de cambio en general han sido congruentes con las correcciones de los desequilibrios externos, se observan señales contradictorias en los saldos en cuenta corriente. En varias economías de mercados emergentes en particular, los déficits de la cuenta corriente aumentaron, en lugar de reducirse pese a un ajuste del tipo de cambio real en la dirección correcta, y se alejaron aún más del nivel normal subyacente de 2013. Esta profundización del déficit quizá se deba sencillamente a demoras de la respuesta del comercio y la cuenta corriente (los llamados “efectos de curva J”) y a la disminución de precios de las materias primas; por otra parte, podría indicar que se necesitan más medidas de política encaminadas a corregir los desequilibrios.

Riesgos a la baja

Los riesgos para las proyecciones del informe WEO en cuanto al crecimiento mundial están más equilibrados, en gran medida gracias a la mejora de las perspectivas de las economías avanzadas. Sin embargo, persisten importantes riesgos a la baja, especialmente para las economías de mercados emergentes, cuyos riesgos se han agudizado.

Evaluación cuantitativa del riesgo: Menor incertidumbre

El gráfico de abanico de la proyección del PIB real mundial hasta 2015 sugiere un ligero estrechamiento de la banda de incertidumbre en torno a las proyecciones del informe WEO, en comparación con la edición de octubre de 2013 del informe WEO (gráfico 1.13, panel 1). En 2014, ese estrechamiento refleja más que nada un horizonte a más corto plazo hasta fines de 2014 (“menor incertidumbre de base”, ya que se conocen más datos que

afectan a los resultados de 2014). La probabilidad de que el crecimiento mundial caiga por debajo del umbral de recesión de 2% en 2014 se estima ahora en 0,1%, frente a 6% en octubre de 2013. En 2015, la misma probabilidad es 2,9%, notablemente inferior a los pronósticos calculados en abril de 2012 y 2013 para el año siguiente.

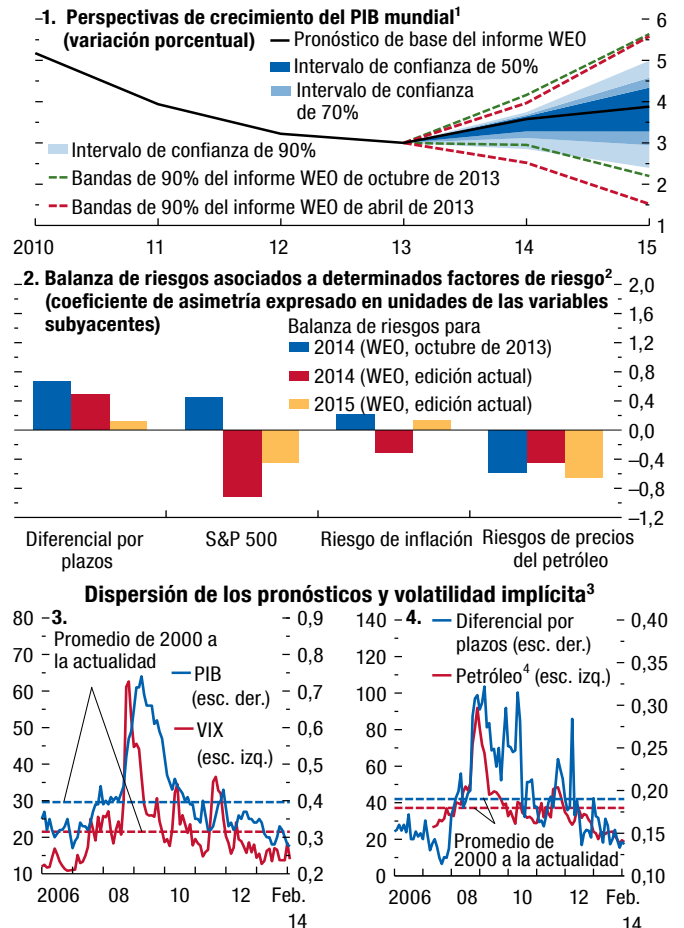
El riesgo de recesión ha retrocedido notablemente en las grandes economías avanzadas, y se ha mantenido invariable, en términos amplios, en otras economías (gráfico 1.14, panel 1). Específicamente, en comparación con las simulaciones de la edición de octubre de 2013 del informe WEO, el Modelo de Proyección Mundial del personal técnico del FMI muestra una disminución de la probabilidad de recesión (dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo) en los cuatro trimestres próximos. Sin embargo, los riesgos de recesión de alrededor de 20% en la zona del euro y Japón —que reflejan en parte el nivel relativamente bajo de crecimiento proyectado para estas economías— y en el grupo “resto del mundo” ponen de relieve que persisten una serie de fragilidades en la recuperación mundial.

En la mayoría de las economías, el riesgo de deflación para fines de 2014 es prácticamente insignificante, de acuerdo con las simulaciones del Modelo de Proyección Mundial. En la zona del euro, sin embargo, el riesgo de deflación —estimado en torno a 20%— sigue suscitando inquietud a pesar de haber disminuido últimamente (gráfico 1.14, panel 2)¹. Análogamente, los indicadores generales de vulnerabilidad a la deflación, que miden el riesgo de caídas más persistentes del nivel de precios, siguen superando o rondando el umbral de alto riesgo en algunas economías de la zona del euro, pese a haber mejorado recientemente (gráfico 1.14, panel 3). En Japón, la ausencia de riesgos de deflación a corto plazo refleja más que nada los efectos que tendrá en el nivel de precios el alza de la tasa del impuesto sobre el consumo, que pasará de 5% a 8% en el segundo trimestre de 2014.

¹La probabilidad de deflación es mayor cuanto más largo es el horizonte de pronóstico, permaneciendo el resto de las variables constantes. El hecho de que en esta edición del informe WEO el horizonte sea más largo que en la edición de octubre de 2013 (tres trimestres en oposición a uno) es una razón importante por la cual la probabilidad de deflación de la zona del euro es más alta en el panel 2 del gráfico 1.14. La probabilidad comparable con un horizonte de un trimestre, tomando el segundo trimestre de 2014, sería 9% en esta edición del informe WEO, frente a 15% en la edición de octubre. Aunque los riesgos de deflación han disminuido, la probabilidad estimada de que la inflación de la zona del euro supere la meta de estabilidad de precios del BCE es de solo 28% en el cuarto trimestre de 2015 y de 42% en el cuarto trimestre de 2016 (probabilidades calculadas de que la inflación sea superior a 1,9%).

Gráfico 1.13. Riesgos para las perspectivas mundiales

El gráfico de abanico, que indica el grado de incertidumbre en torno a las perspectivas mundiales de crecimiento, es más estrecho que el del informe WEO de octubre de 2013. Eso lleva a pensar en una ligera mejora de la balanza de riesgos para las perspectivas mundiales; sin embargo, los riesgos a la baja continúan siendo un motivo de preocupación. Los indicadores de dispersión del pronóstico y volatilidad implícita de los precios de las acciones y el petróleo también sugieren una disminución de la incertidumbre percibida en torno a las principales variables de las perspectivas mundiales.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Mercado de Opciones de Chicago (CBOE, por sus siglas en inglés); 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%. Tal 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% para los pronósticos del año en curso y a un año de los informes WEO de abril de 2013 y octubre de 2013 se muestran en relación con el escenario base actual.

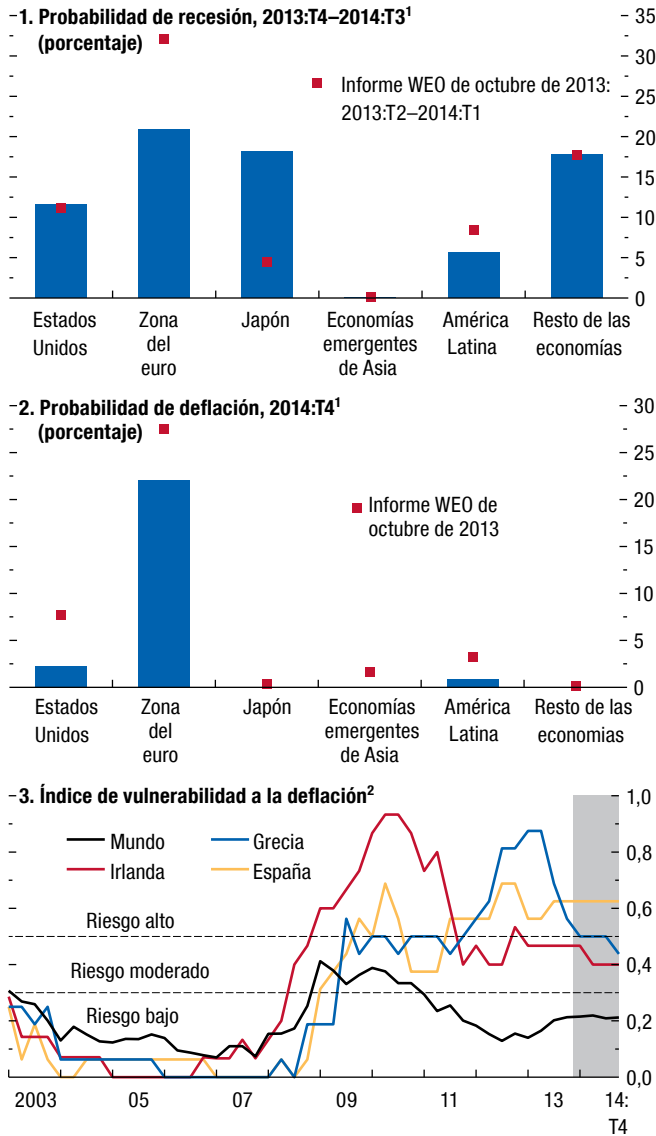
²Las barras denotan el coeficiente de asimetría expresado en unidades de las variables subyacentes. Los valores correspondientes a los riesgos de inflación y a los riesgos por los precios del petróleo se registran con el signo opuesto porque representan riesgos a la baja para el crecimiento. Obsérvese que los riesgos vinculados al índice Standard & Poor's (S&P) 500 de 2014 y 2015 se basan en los contratos de opciones correspondientes a diciembre de 2014 y diciembre de 2015, respectivamente.

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

⁴Índice de volatilidad del petróleo crudo de CBOE.

Gráfico 1.14. Recesión y riesgos de deflación

El Modelo de Proyección Mundial del personal técnico del FMI sugiere que los riesgos de recesión han disminuido ligeramente en las grandes economías y se han mantenido generalmente invariables en otras economías. La probabilidad de recesión de la zona del euro se mantiene a un nivel elevado, lo cual pone de relieve la fragilidad de la débil recuperación. El riesgo de deflación también continúa en un nivel relativamente alto en la zona del euro, donde aún ronda 20%, pero es prácticamente insignificante en otras economías.



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

Evaluación cualitativa del riesgo: Persisten algunos riesgos y han surgido otros nuevos

Algunos riesgos a la baja identificados en la edición de octubre de 2013 del informe WEO han perdido relevancia, principalmente los riesgos fiscales a más corto plazo en Estados Unidos, gracias al acuerdo presupuestario por dos años concertado en diciembre de 2013 y a la suspensión del tope de la deuda hasta marzo de 2015. Los otros riesgos, sin embargo, continúan siendo un motivo de preocupación; han surgido riesgos nuevos y los relacionados con las economías de mercados emergentes han recrudescido. En los últimos tiempos, la situación de Ucrania ha intensificado los riesgos geopolíticos. Pero al mismo tiempo han aparecido riesgos al alza para el crecimiento de algunas economías avanzadas, con lo cual los riesgos se encuentran más equilibrados que en la edición de octubre de 2013 del informe WEO.

Riesgos vinculados a las economías avanzadas

- Riesgos para la actividad generados por el bajo nivel de inflación: Como el nivel actual de inflación es inferior al previsto en muchas economías avanzadas, existe un riesgo —decreciente— de caer en la deflación en caso de que se produzcan shocks adversos de la actividad. Además, si la inflación se mantiene por debajo de la meta durante un período prolongado, como lo anticipan los pronósticos de base, las expectativas inflacionarias a más largo plazo probablemente se reducirán. La principal razón para preocuparse por un impacto adverso en la actividad y la carga de la deuda es que la política monetaria probablemente se vea limitada a la hora de reducir las tasas de interés nominales durante algún tiempo, ya que las correspondientes tasas de política ya están cerca del límite inferior cero. Este riesgo constituye un motivo de preocupación más que nada en la zona del euro y, en menor grado, en Japón. En la zona del euro, el riesgo es que la inflación se ubique por debajo de la meta del BCE para la estabilidad de precios en un porcentaje mayor o durante más tiempo que lo previsto en los pronósticos de base, dados el nivel de desempleo muy elevado y la capacidad ociosa de muchas economías. En Japón, los riesgos son las expectativas arraigadas tras un largo período de deflación y el hecho de que hay puestos de trabajo que están dejando de ser regulares con dedicación exclusiva para transformarse en irregulares y a tiempo parcial, lo cual obstaculiza el ajuste de los sueldos nominales en respuesta a la nueva meta de inflación de 2% fijada por el Banco

de Japón. A nivel más general, los riesgos generados por el bajo nivel de inflación podrían ser más amplios si disminuyeran en forma persistente los precios de las materias primas, posiblemente a causa de una respuesta inesperadamente fuerte de la oferta a las recientes alzas de precios.

- Menor voluntad de reforma nacional y a nivel de toda la zona del euro debido a la mejora de las perspectivas de crecimiento y la disminución de las presiones del mercado: Los riesgos a la baja para el crecimiento de la zona del euro han disminuido respecto de la edición de octubre de 2013 del informe WEO gracias al importante avance del ajuste macroeconómico y al afianzamiento de la confianza del mercado, pero continúan siendo significativos. Se necesitan más medidas de política para reducir el desempleo y la deuda, que se encuentran en niveles inaceptablemente altos en la actualidad, y para mantener la confianza de los mercados. Una importante preocupación a corto plazo es que el saneamiento y la reforma del sector bancario quizá no lleguen a ser lo suficientemente profundos como para subsanar la fragmentación financiera, restablecer la confianza de los mercados financieros y permitir que los bancos trasladen a los prestatarios la mejora de las condiciones de financiamiento y la rebaja de las tasas de política monetaria. El saneamiento insuficiente de los balances bancarios también podría frenar la reestructuración de la deuda de las empresas no financieras con balances en dificultades.
- Riesgos relacionados con la normalización de la política monetaria en Estados Unidos: Se prevé que los riesgos generados por el repliegue del programa de estímulo monetario disminuyan, ya que se proyecta que las adquisiciones de activos finalizarán a fines de 2014. La adopción de la política de orientación avanzada en marzo de 2014 podría concederle a la Reserva Federal la flexibilidad adicional necesaria para lograr las metas de inflación y empleo durante el período de normalización, dadas las crecientes dificultades para medir la atonía del mercado laboral. Sin embargo, manejar sin sobresaltos una reorientación tan profunda de la política monetaria no será tarea fácil y podría causar nuevos estallidos de volatilidad en los mercados financieros. Como se señaló en el análisis de la edición de abril de 2013 del informe WEO, la principal inquietud es un aumento drástico y repentino de las tasas de interés, no por efecto de un vigor inesperado de la actividad económica estadounidense, sino por otros factores; entre ellos, las expectativas de que se adelante el endurecimiento

de la política monetaria debido al aumento de la presión inflacionaria o a las inquietudes en torno a la estabilidad financiera, una recomposición de las carteras que haga subir sensiblemente la prima por plazo, o un cambio en la percepción de los mercados en cuanto a la orientación deseada de la política de la Reserva Federal. Si esos riesgos se concretaran, el impacto en la actividad económica estadounidense y los efectos de contagio a la actividad de otras regiones serían negativos, con la posibilidad de que el contagio transformara los problemas de determinados países en trastornos financieros más generalizados.

- Riesgos al alza para el crecimiento mundial generado por las economías avanzadas: Los niveles de crecimiento superiores a lo previsto en el segundo semestre de 2013 en las economías avanzadas plantean esta posibilidad. Parece más relevante para Estados Unidos, cuya carga fiscal disminuirá en 2014 y donde la demanda reprimida de bienes no perecederos e inversión podría ser más fuerte de lo previsto. En Europa, el sobreendeudamiento empresarial y la debilidad del sector bancario continúan siendo un lastre para la confianza y la demanda en algunas economías. Sin embargo, existen riesgos al alza para el crecimiento en Alemania, donde la crisis prácticamente no dejó secuelas, y en el Reino Unido, donde la mejora de las condiciones de crédito han causado un repunte del gasto de los hogares.

Riesgos vinculados a las economías de mercados emergentes

- Riesgos de nuevos niveles decepcionantes de crecimiento en las economías de mercados emergentes: Los riesgos a la baja para el crecimiento en las economías de mercados emergentes han recrudecido, aun cuando algunos riesgos anteriores ya se han concretado en parte y se han traducido en revisiones a la baja de los pronósticos de base. Muchas de estas economías todavía se están ajustando a la debilidad inesperada de las perspectivas de crecimiento a mediano plazo. Además, los inversionistas extranjeros están más sensibilizados a los riesgos relacionados con estas economías, y en consecuencia las condiciones financieras se han tensado. El encarecimiento del capital podría conducir a un enfriamiento de la inversión y del consumo de bienes no perecederos superior al proyectado, y el reciente endurecimiento de la política monetaria en algunas economías contribuye a agravar el riesgo. También podrían generar riesgos una normalización inesperadamente rápida de

la política monetaria estadounidense u otros estallidos de aversión de los inversionistas al riesgo. Ambas eventualidades podrían dar origen a turbulencias financieras, salidas de capitales y difíciles ajustes en algunas economías de mercados emergentes, con riesgo de contagio y tensión generalizada en el ámbito financiero y la balanza de pagos. El resultado sería una disminución del crecimiento.

- Menor crecimiento en China: La expansión del crédito y el endeudamiento extrapresupuestario de los gobiernos locales han sido muy elevados, y han sido los principales conductos de la sustancial política de estímulo que ha promovido el crecimiento desde la crisis financiera internacional. Aunque se justifica un repliegue de ese estímulo con más premura de la prevista para reducir las vulnerabilidades, ese repliegue a la vez reduciría el crecimiento más de lo proyectado actualmente.
- Riesgos geopolíticos relacionados con Ucrania: Las proyecciones de referencia incorporan una contracción del crecimiento tanto en Rusia como en Ucrania, y efectos de contagio adversos en la región de la Comunidad de Estados Independientes a nivel más general como resultado de los trastornos recientes. Los efectos de contagio a la actividad podrían recrudecer y propagarse más allá de los socios comerciales vecinos si se produjeran más perturbaciones que causaran un nuevo estallido de mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, o trastornos del comercio y las finanzas debido a la intensificación de sanciones y contrasanciones. En particular, los efectos de contagio podrían agudizarse a causa de graves trastornos de la producción o transporte del gas natural y el petróleo crudo, o en menor medida, del maíz y el trigo.

Riesgos a mediano plazo

Bajo nivel de las tasas de interés y riesgos de estancamiento

A pesar del fortalecimiento de su recuperación, las economías avanzadas enfrentan aún riesgos de estancamiento. Como lo pusieron de relieve ediciones anteriores del informe WEO, las grandes economías avanzadas, especialmente la zona del euro y Japón, podrían atravesar un prolongado período de bajo crecimiento por varias razones, sobre todo por no abordar en todas sus dimensiones los problemas que dejó la crisis reciente.

Si esa posibilidad se concretara, la baja tasa de crecimiento reflejaría una debilidad persistente de la demanda que podría transformarse en estancamiento, situación en la cual las economías afectadas no podrían

generar la demanda necesaria para restablecer el pleno empleo a través de fuerzas normales autocorrectivas. La tasa de interés real de equilibrio congruente con el pleno empleo podría ser demasiado baja de lograr con tasas de interés nominales al límite inferior cero. Con el correr del tiempo, el potencial de crecimiento de las economías en proceso de estancamiento también se vería afectado negativamente, debido a la contracción de la inversión —incluso en investigación y desarrollo— y de la oferta de mano de obra como resultado de la histéresis (la transformación de desempleo cíclico prolongado en desempleo estructural).

El hecho de que las tasas de interés nominales y reales se mantengan en un nivel bajo aun cuando se espera una recuperación más definitiva en las economías avanzadas subraya que los riesgos de estancamiento no se pueden tomar a la ligera. Como se describe en el capítulo 3, las tasas de interés reales probablemente suban de acuerdo con el pronóstico de base del informe WEO, pero permanecerían por debajo del valor promedio de alrededor de 2% registrado a mediados de la década de 2000, antes de la crisis. Actualmente, el bajo nivel de las tasas es resultado de las expectativas de que la inversión mundial seguirá una trayectoria más baja que antes de la crisis, en parte debido a efectos persistentes posteriores a la crisis y en parte debido al reequilibramiento de la demanda en China. Aunque los coeficientes de ahorro podrían reducirse a la par de la contracción del crecimiento de las economías de mercados emergentes y el reequilibramiento de la demanda de China, los pronósticos apuntan a que la demanda de activos seguros seguirá siendo vigorosa. En consecuencia, no se prevé una reversión de la tendencia de declive de las tasas de interés reales seguras que precedió a la crisis, incluso a pesar de la atenuación de los frenos y la cicatrización de las heridas después de la crisis. Por ende, las tasas de interés reales se mantienen en un nivel suficientemente bajo como para que el problema del límite inferior cero vuelva a plantearse dados los pronósticos actuales de inflación en caso de que se concreten los riesgos de bajo crecimiento.

Aterrizaje duro en China

La probabilidad de un aterrizaje duro en China después de la sobreinversión y el auge de crédito sigue siendo pequeña porque las autoridades deberían estar en condiciones de limitar, a través de políticas de intervención, el daño causado por problemas de gran escala vinculados a la calidad de los activos. Sin embargo, el crédito continúa aumentando con rapidez, y la formación de capital fijo respaldada por ese aumento sigue siendo una fuente

clave de crecimiento. Por ende, continúan agudizándose los riesgos que plantean los problemas de los balances relacionados con la calidad de los activos del sector financiero. A medida que estos riesgos se intensifican, las autoridades podrían tener más dificultad para responder. En ese caso, los efectos de contagio al resto del mundo, entre otras cosas mediante los precios de las materias primas, podrían ser significativos.

Escenarios de riesgo: Tensiones generadas por los riesgos al alza y a la baja

La posibilidad de una desaceleración más dilatada del crecimiento de las economías de mercados emergentes sigue siendo una preocupación fundamental. Su impacto en la economía mundial sería más profundo hoy que hace una o dos décadas, ya que estas economías originan actualmente una proporción mayor de la producción mundial y están más integradas en la esfera comercial y financiera (véase la sección especial sobre los efectos de contagio en el capítulo 2). Al mismo tiempo, existen riesgos al alza debido a la posibilidad de aceleración del crecimiento de las economías avanzadas. El siguiente escenario analiza la posible interacción entre los riesgos al alza y a la baja.

Los riesgos al alza se basan en la premisa de que el crecimiento de Estados Unidos será alrededor de $\frac{1}{2}$ punto porcentual más alto de lo que supone el pronóstico de base. Esa es la desviación estándar de la distribución de los pronósticos para 2014–15 formulados por los participantes en la encuesta Consensus Economics. En este escenario, la aceleración de la recuperación estadounidense lleva a la Reserva Federal a retirar el estímulo monetario antes de lo previsto en el pronóstico de base. Todas las variaciones de las tasas de interés en este escenario reflejan respuestas del banco central a la evolución de las condiciones macroeconómicas.

Los riesgos a la baja se basan en la premisa de que el ajuste a la baja de la inversión de las economías de mercados emergentes del Grupo de los Veinte (G-20) será superior a lo que prevé el pronóstico de base. Esto refleja la interacción de tres factores: encarecimiento superior a lo previsto del capital debido a la evolución del entorno externo, recientes revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento en los países socios, y corrección parcial de la sobreinversión. El “shock” sigue una secuencia: la debilidad de cada período durante el horizonte quinquenal del informe WEO es sorpresiva. El crecimiento de la inversión en cada economía se ubica aproximadamente 3 puntos porcentuales por debajo de la línea de base cada año, de modo tal que al cabo de cinco años los nive-

les de inversión son más o menos 14% más bajos. En comparación con el escenario a la baja de las economías de mercados emergentes presentado en la edición de abril de 2013 del informe WEO, la desaceleración es más suave pero más persistente, y refleja principalmente el hecho de que algunos de los riesgos se han hecho realidad en el ínterin y han pasado a formar parte de la línea de base.

Los principales resultados del escenario son los siguientes (gráfico 1.15):

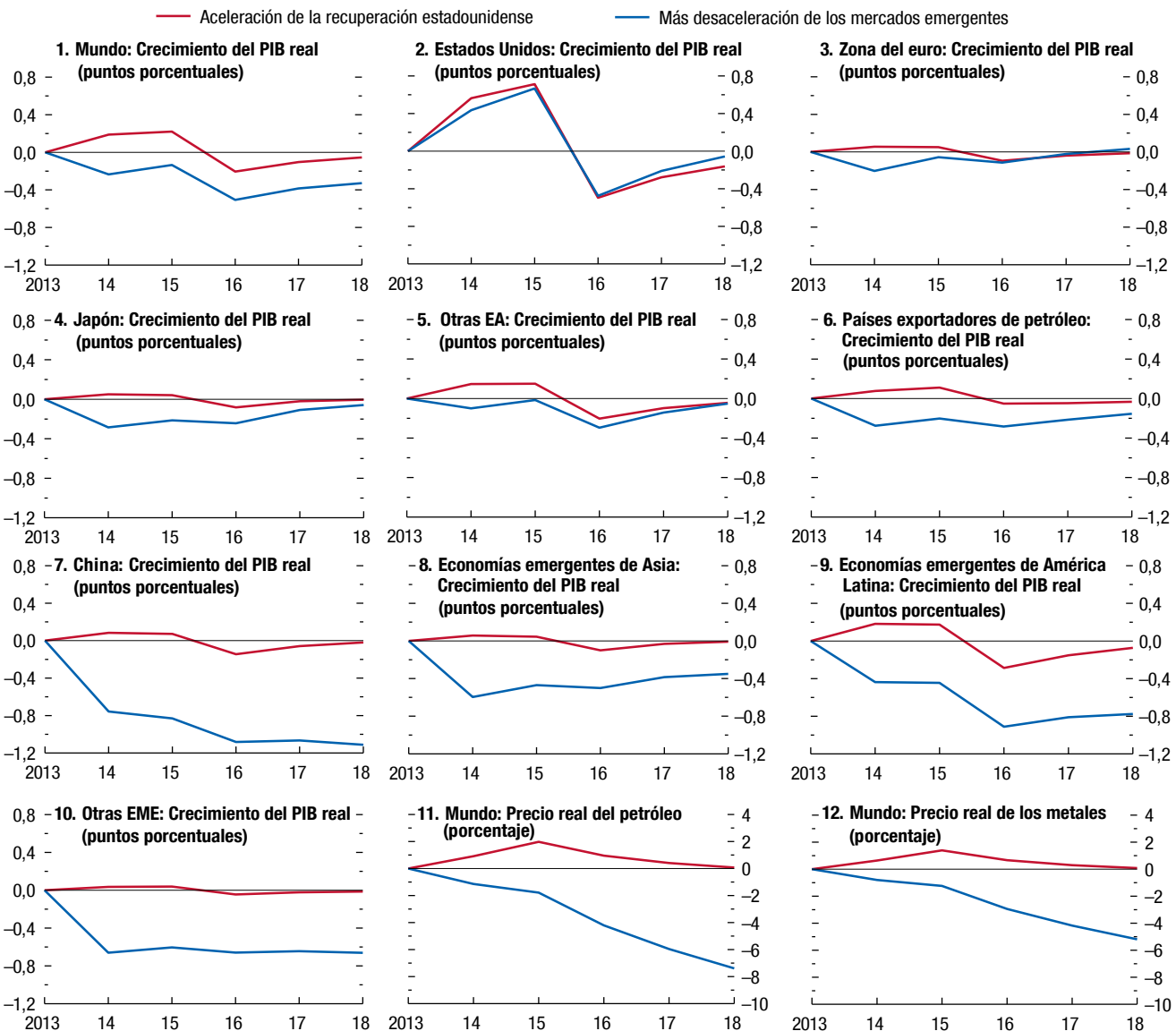
- En el primer escenario, en el cual la demanda interna se recupera con más rapidez en Estados Unidos, la aceleración implícita del crecimiento estadounidense y los efectos de contagio positivos a los socios comerciales hacen subir el crecimiento mundial alrededor de 0,2 puntos porcentuales en los dos primeros años (líneas rojas del gráfico). El impacto positivo es más pronunciado en otras economías avanzadas y en América Latina, ya que los vínculos comerciales son más estrechos. Gracias a la intensificación del crecimiento, los precios de las materias primas suben más que en la línea de base de este escenario. Tras un primer empuje al alza del crecimiento de Estados Unidos y otras regiones, se produce una leve disminución pasajera en comparación con la línea de base, causada por el endurecimiento de la política monetaria estadounidense en respuesta a niveles de inflación y crecimiento superiores a lo previsto.
- En el segundo escenario, en el cual se concretan los riesgos al alza del crecimiento estadounidense junto con los riesgos a la baja de las economías de mercados emergentes, el crecimiento mundial se contrae en comparación con la línea de base. Esa disminución refleja la magnitud más amplia de los shocks a la baja de la demanda y entre economías de distinto tamaño (las economías de mercados emergentes del G-20 son más grandes que la economía estadounidense en términos de la paridad del poder adquisitivo). El impacto del movimiento negativo sorpresivo de la inversión en el crecimiento de las economías de mercados emergentes depende de la cuota de inversión y de la cuota de comercio con otras economías de mercados emergentes dentro del total de comercio internacional (líneas azules del gráfico). Cuanto mayor es la cuota, más profundo es el impacto. Como consecuencia de las diferencias de esas cuotas, la disminución del crecimiento en relación con la línea de base toca máximos en China (alrededor de 1 punto porcentual por año) y mínimos en las economías emergentes de Asia y América Latina. Entre las gran-

Gráfico 1.15. Desaceleración del crecimiento en las economías de mercados emergentes y aceleración de la recuperación en Estados Unidos

(Desviaciones en porcentajes o puntos porcentuales respecto del escenario base del WEO)

Se utilizan dos escenarios generados con el G20MOD, el modelo del FMI para las economías del G-20, para evaluar las posibles repercusiones de una aceleración de la recuperación estadounidense sumada a una notable desaceleración del crecimiento de las economías de mercados emergentes. En el primer escenario (líneas rojas), una recuperación de la economía estadounidense más rápida que la contemplada en el escenario base lleva a la Reserva Federal a retirar el estímulo monetario antes de lo pronosticado en el escenario base. En el segundo escenario (líneas azules), el crecimiento de la inversión de las economías de mercados emergentes del G-20 es inferior al escenario base (aproximadamente 3 puntos porcentuales por año) y es el principal determinante de la disminución del crecimiento. Ese enfriamiento de la inversión podría ser producto de una revisión de las expectativas en torno al crecimiento de los mercados de exportación de estas economías, una corrección de la sobreinversión o una expectativa de encarecimiento del capital en el futuro. En el primer escenario, la aceleración del crecimiento de Estados Unidos y los efectos de contagio positivos a los socios comerciales amortiguan la caída del crecimiento del producto mundial en 2014 y 2015 alrededor de 0,2 puntos porcentuales. Aunque la variación de las tasas de interés es la misma en todos los

mercados emergentes, como consecuencia de los efectos de contagio, el impacto en el PIB real es más profundo en América Latina, seguido de las economías emergentes de Asia y luego de otros mercados emergentes. Como la recuperación de Estados Unidos se hace sentir con más fuerza en sus primeras etapas, el crecimiento disminuye ligeramente en años posteriores. En el segundo escenario, como resultado de la contracción de la inversión y de sus repercusiones por la vía de la renta del trabajo y la demanda privada de bienes de consumo, el crecimiento del PIB real disminuye, en promedio, casi 1 punto porcentual por año en relación con el escenario base en China y 0,6 puntos porcentuales en la mayoría de los otros mercados emergentes. Entre las economías del Grupo de los Tres (G-3), Japón es el más golpeado por los efectos de contagio, debido tanto a la integración con las economías emergentes de Asia como al hecho de que dispone de poco margen de maniobra para responder con la política monetaria. Le sigue la zona del euro, ya que el limitado margen de maniobra de su política monetaria también restringe la medida en que puede neutralizar el impacto. Estados Unidos, la economía menos integrada con los mercados emergentes, sufre los efectos de contagio más leves dentro del G-3.



Fuente: Simulaciones del G20MOD.

Nota: EA = Economías avanzadas; EME = Economías de mercados emergentes.

des economías avanzadas, Japón es la más afectada por los efectos de contagio, debido a su estrecha integración con las economías de mercados emergentes de Asia y al espacio limitado del que dispone la política monetaria para responder con tasas de interés ya muy cercanas a cero. La política monetaria de la zona del euro y de Estados Unidos está restringida por el límite inferior cero, pero ambos tienen vínculos comerciales más pequeños con estas economías de mercados emergentes. A medida que se abaratan las materias primas, desmejora el desempeño de sus exportadores, aunque estos suelen tener una política monetaria con mayor margen de acción. Los países exportadores de petróleo se ven particularmente afectados debido a la alta cuota de la producción vinculada al petróleo.

El segundo escenario subraya el hecho de que la disminución de los riesgos al alza para el crecimiento de algunas grandes economías avanzadas quizá no sea suficiente para compensar el impacto de la ampliación de los riesgos a la baja de las grandes economías de mercados emergentes. Como lo ponen de relieve la evaluación precedente de los riesgos y el análisis de escenarios presentado en la edición de abril de 2014 del informe GFSR, existe una posibilidad de que el alza de las tasas de interés estadounidenses a más largo plazo y el aumento de las expectativas en torno a la tasa de política monetaria de Estados Unidos sean producto de factores menos benignos que un crecimiento inesperadamente rápido de la economía estadounidense. En este caso, los efectos de contagio al producto del resto del mundo serían negativos.

El segundo escenario ilustra también en qué medida los riesgos a la baja de las economías de mercados emergentes pueden tener importantes efectos de contagio a las economías avanzadas. Un nivel de crecimiento inferior al previsto en las economías de mercados emergentes del G-20 (sin una aceleración de la demanda interna estadounidense) se traduciría en un crecimiento mundial en promedio 0,3 puntos porcentuales inferior a la línea de base para cada año, aproximadamente. En las economías avanzadas, el crecimiento se ubica en promedio 0,1 puntos porcentuales por debajo de la línea de base. En las economías de mercados emergentes, la caída del crecimiento es 0,7 puntos porcentuales en promedio. Por ende, los efectos de contagio al producto que se transmiten principalmente a través de canales comerciales significan que una disminución de 1 punto porcentual del crecimiento del producto de los mercados emergentes reduce el producto de las economías avanzadas alrededor de 0,2 puntos porcentuales. Como

lo explica la sección especial sobre los efectos de contagio del capítulo 2, según la naturaleza del shock y el impacto local, también hay margen para que los canales financieros transmitan los shocks de las economías de mercados emergentes a las economías avanzadas, dada la intensificación de la integración financiera.

Políticas

Es evidente que la recuperación mundial ha cobrado ímpetu desde la Gran Recesión. Sin embargo, el crecimiento aún no es robusto en el mundo entero, y los riesgos a la baja para las perspectivas no se han desvanecido. En las economías avanzadas, para restablecer plenamente la confianza, promover un crecimiento vigoroso y conjurar los riesgos a la baja se necesita un respaldo continuo —y en algunos casos, mayor— a la demanda agregada, así como un mayor número de reformas estructurales y reformas del sector financiero. Muchas economías de mercados emergentes se enfrentan a un entorno financiero externo menos propicio; su crecimiento se ha desacelerado; y continúan expuestas a riesgos derivados de los flujos de capitales que necesitan controlar. Los efectos de contagio podrían plantear nuevos retos, especialmente si se hicieran realidad los riesgos a la baja. El estímulo del crecimiento a mediano plazo representa un reto común a escala mundial, y es prioritario llevar a cabo reformas estructurales difíciles.

Evitar un bajo nivel de inflación en las economías avanzadas

La política monetaria debería conservar la orientación acomodaticia en las economías avanzadas. Las brechas del producto aún son amplias y, según las proyecciones, no se cerrarán sino paulatinamente. Además, continuará la consolidación fiscal. Ahora bien, el vigor de las expansiones difiere entre una economía avanzada y otra. Mantener una comunicación clara y orientada al futuro sobre el curso que seguirá la normalización de la política monetaria será una prioridad para algunos bancos centrales. En otras economías avanzadas, las autoridades monetarias deben tener en cuenta el costo de un nivel persistentemente anémico de inflación por debajo de las metas fijadas y de los riesgos de deflación. Una vez que las expectativas inflacionarias comienzan a moverse a la baja, volver a anclarlas a la meta puede ser un proceso largo y costoso. Como explica el recuadro 1.3, esta inquietud está arraigada en las restricciones actuales de la capacidad de la política monetaria para reducir las

tasas nominales, ya sea porque ya están cerca del límite inferior cero o por efecto de la fragmentación financiera. Como ya se señaló, los riesgos generados por un bajo nivel de inflación parecen ser especialmente significativos en la zona del euro y, en menor grado, en Japón.

En reconocimiento de esos riesgos, el interrogante es si conviene distender la política monetaria ahora o usar la orientación avanzada para esbozar las eventualidades que movilizarían nuevas medidas si la inflación o las expectativas inflacionarias se mantuvieran por debajo de la meta.

- En la zona del euro, la tasa de política monetaria está cerca de cero, y una serie de factores llevan a pensar que lo que se necesita ahora es una distensión monetaria mayor que no descarte el uso de medidas no convencionales. Las proyecciones de referencia actuales implican que la inflación se ubicará por debajo de la meta del BCE para la estabilidad de precios por un margen sustancial y mucho más tiempo que el horizonte habitual de uno a dos años. En este contexto, existen importantes riesgos de que la inflación resulte incluso inferior a lo previsto. Las expectativas inflacionarias pueden desplazarse a la baja, como explica el recuadro 1.3. Esto conduciría, a su vez, a un alza de las tasas de interés reales, agravaría la carga de la deuda y reduciría el crecimiento. En los países que necesitan mejorar la competitividad, y cuyos precios y sueldos tienen que retroceder más en relación con otros países de la zona del euro, eso probablemente agravaría la deflación y tendría efectos adversos aún más fuertes en el crecimiento.
- El Banco de Japón debería continuar con su ambiciosa política de expansión cuantitativa y afianzar más su estrategia de comunicación, especialmente en vista del desafío de evaluar la inflación subyacente tras el alza del impuesto sobre el consumo. Sin embargo, será importante que especifique las políticas que adoptará si la inflación o las expectativas inflacionarias se mantienen por debajo de la meta más tiempo de lo previsto.

Los riesgos derivados de un bajo nivel de inflación y la necesidad de mantener la política monetaria acomodaticia significan que también será importante que los bancos centrales de muchas economías avanzadas aclaren cómo promoverán la estabilidad financiera, que sigue siendo un motivo de inquietud. Un período prolongado de tasas de interés a niveles bajos a lo largo de toda la estructura de vencimientos podría fomentar una toma excesiva de riesgos, un apalancamiento excesivo y descalces imprudentes de los vencimientos. Las autoridades encargadas de la supervisión y la regulación de

los bancos deberán continuar observando de cerca los riesgos que implica la política monetaria para la estabilidad financiera y cerciorarse de que la actividad bancaria respete normas regulatorias prudenciales. En la zona del euro, sin embargo, el crédito se está contrayendo, y para estimularlo lo más apremiante es sanear los balances bancarios.

Estímulo del crecimiento y reducción de los riesgos de estancamiento

Los riesgos de bajo crecimiento y estancamiento continúan siendo un motivo de preocupación, sobre todo en la zona del euro y Japón, que necesitan una política de respuesta exhaustiva para mitigar estos riesgos. A nivel más general, sin embargo, la política fiscal debe jugar un papel crítico si el crecimiento se mantiene en niveles subóptimos. En ese caso, correspondería analizar medidas más ambiciosas para incrementar el potencial de crecimiento teniendo debidamente en cuenta la sostenibilidad fiscal a largo plazo; entre esas medidas, cabe mencionar, según corresponda, el aumento de la inversión pública.

La zona del euro ha logrado cierto avance frente a las secuelas de la crisis, es decir, el elevado nivel de deuda pública y privada, la debilidad de los balances y el alto desempleo, así como los obstáculos a más largo plazo a la competitividad y la productividad. La confianza de los mercados está mejorando, y el crecimiento ha comenzado a repuntar. Sin embargo, persisten los riesgos a la baja: aún hay un volumen sustancial de capacidad ociosa, la inflación está por debajo del objetivo del BCE para la estabilidad de precios desde hace algún tiempo, y la fragmentación financiera no ha desaparecido. Aunque los riesgos de crisis han aminorado gracias a las medidas de política recientes, los riesgos causados por un nivel persistentemente bajo de crecimiento todavía constituyen un motivo de inquietud.

- Sanear los balances bancarios: Se ha avanzado en el saneamiento de los balances bancarios. Sin embargo, los bancos continúan desapalancándose, y el crédito al sector privado se está contrayendo. La evaluación de la calidad de los activos y las pruebas de resistencia de 2014 del BCE serán una oportunidad crítica para avanzar hacia la culminación de la reestructuración de los balances bancarios. Si se lo ejecuta con credibilidad, ese proceso producirá balances bancarios transparentes y comparables, e identificará nuevas necesidades de capital. Con una pronta recapitalización de ser necesario, dicho proceso dispersará

la incertidumbre en torno a la salud del sistema bancario y promoverá el saneamiento de los balances bancarios, lo cual culminaría en una reactivación del crédito. Aunque muchos bancos seguramente podrán recurrir a una recapitalización a través de los mercados, para llevar a cabo oportunamente esta etapa es posible que sea necesario también recurrir a mecanismos de apoyo nacionales y comunes.

- Llevar a término la unión bancaria: Una unión bancaria más completa en la zona del euro es un elemento crítico para reducir la fragmentación financiera y atenuar los vínculos entre los entes soberanos y los bancos. Un elemento clave es que, para el momento en que el BCE asuma las responsabilidades de supervisión, se haya establecido un mecanismo único de resolución robusto y centralizado que garantice una resolución rápida de las instituciones bancarias al menor costo posible. El acuerdo del 20 de marzo entre el Parlamento Europeo, el Consejo de Europa y la Comisión Europea sobre ese mecanismo representa un paso hacia una unión bancaria más plena. Sin embargo, el proceso decisorio parece ser complejo y quizá no conduzca a una resolución oportuna, especialmente si se tiene previsto el respaldo del fondo único de resolución. Se necesita una transición aún más rápida hacia la mutualización de los compartimentos nacionales de dicho fondo y una decisión más clara sobre un sólido mecanismo común de respaldo y sus plazos de operación para poder quebrar eficazmente los vínculos entre los entes soberanos y los bancos, en especial en los países con un espacio fiscal limitado.
- Respaldo más la demanda: En vista de la debilidad y la fragilidad del crecimiento y del nivel muy bajo de inflación, se necesita una distensión monetaria mayor para mejorar las perspectivas de alcanzar el objetivo del BCE para la estabilidad de precios (una inflación inferior pero cercana a 2%), y apuntalar la demanda. Entre las posibilidades cabe mencionar nuevos recortes de las tasas —incluidas tasas pasivas ligeramente negativas— y medidas no convencionales como operaciones de refinanciamiento a más largo plazo (posiblemente focalizadas en la pequeña y mediana empresa) para respaldar la demanda y reducir la fragmentación. La política monetaria tendría más eficacia si se reforzaran los regímenes de insolvencia, y esa medida contribuiría también a reducir el sobreendeudamiento privado, facilitaría el saneamiento de los balances y reduciría la fragmentación financiera. La orientación fiscal neutra prevista para la zona del euro

en 2014 es, en términos amplios, adecuada. Si persiste la baja tasa de crecimiento y se agotan las opciones para la política monetaria, la política fiscal quizá deba utilizar la flexibilidad de la que dispone gracias al marco fiscal actual para estimular la actividad.

- Promoción de las reformas estructurales a nivel nacional y de toda la zona: Esto es crítico para estimular la productividad y la inversión, lograr un nivel más alto de crecimiento a más largo plazo y reducir los desequilibrios dentro de la zona del euro. En los países con superávit, las reformas encaminadas a estimular la demanda interna, especialmente la inversión, contribuirían al reequilibramiento. En los países con déficit, se necesitan nuevos ajustes de los precios relativos para reorientar los recursos de los sectores de bienes no transables hacia los sectores de bienes transables. Sumada a las reformas continuas del mercado laboral a nivel nacional, la apertura de los mercados de productos y servicios a la competencia podría movilizar la inversión y la creación de empleo. El crecimiento y la inversión también se verían fortalecidos si se redujeran los obstáculos regulatorios al ingreso y la salida de las empresas, se simplificaran los sistemas tributarios, se focalizara la implementación de la Directiva de Servicios de la Unión Europea y se profundizara la integración comercial.

En Japón, la decidida expansión monetaria y el nuevo estímulo fiscal que se encuadran dentro de la Abeconomía aumentaron el crecimiento en 2013 y mejoraron las perspectivas de crecimiento para 2014–15, en comparación con los pronósticos de base elaborados antes de que se pusiera en práctica la Abeconomía. Los riesgos de estancamiento a más largo plazo no han desaparecido, principalmente debido a la sustancial consolidación fiscal que será necesaria durante aproximadamente la próxima década para concluir la transición a una situación fiscal sostenible a largo plazo en una sociedad que está envejeciendo con rapidez. Según las estimaciones del personal técnico del FMI, además del alza del impuesto sobre el consumo de 5% a 8% del segundo trimestre de 2014 y el incremento adicional a 10% planificado para el cuarto trimestre de 2015, habrá que definir medidas adicionales equivalentes a 5,5% del PIB para que la deuda pública disminuya a mediano plazo. Contra este telón de fondo, será crítico velar por que esa consolidación avance a un ritmo que no socave los otros objetivos de la Abeconomía; a saber, crecimiento sostenido y transformación definitiva del régimen de deflación en un régimen de inflación.

A corto plazo, el estímulo fiscal adicional de 2014, aplicado con carácter pasajero, debería neutralizar

los efectos adversos creados por la necesaria alza del impuesto sobre el consumo en el segundo trimestre del año. Sin embargo, el estímulo también exacerba riesgos fiscales que de por sí ya son elevados y realza la importancia de elaborar a la mayor brevedad posible planes concretos para reforzar la consolidación más allá de 2015. Todo esto debería estar respaldado por medidas ambiciosas encaminadas a incrementar el crecimiento potencial —la tercera flecha de la Abeconomía— durante la sesión de la Dieta del primer semestre de 2014.

Gestión de los riesgos derivados de los flujos de capitales en las economías de mercados emergentes y en desarrollo

La evolución del entorno externo realza la urgencia de que las economías de mercados emergentes hagan frente a los desequilibrios macroeconómicos y las debilidades de las políticas. A medida que los activos de las economías avanzadas adquirieron un atractivo relativamente mayor, las economías de mercados emergentes experimentaron una baja de las entradas de capitales y una depreciación de la moneda, y estas tendencias podrían intensificarse, entre otras cosas debido a los riesgos al alza para el crecimiento de las economías avanzadas, como se señaló al evaluar los escenarios de riesgo.

La evolución del entorno externo plantea nuevos retos para las economías de mercados emergentes. Como muestran los últimos acontecimientos, las economías que padecen de debilidades y vulnerabilidades internas suelen estar más expuestas a la presión de los mercados. Varias de estas debilidades han estado presentes durante algún tiempo, pero como han mejorado las perspectivas de las economías avanzadas, la actitud de los inversionistas hacia los riesgos vinculados a los mercados emergentes es ahora menos favorable. Dada la posibilidad de que se produzcan cambios en la dirección de los flujos de capitales, los riesgos relacionados con las necesidades sustanciales de financiamiento externo y con una depreciación desordenada son particularmente inquietantes, ya que influyen en los rendimientos de la moneda local de los inversionistas.

Contra este telón de fondo, las economías de mercados emergentes deben superar la agudización de los riesgos generados por cambios repentinos en la dirección de los flujos de capitales, recalibrar las políticas para compatibilizarlas con la situación dentro del ciclo económico de ser necesario, e incrementar el crecimiento potencial con reformas estructurales.

Depreciación más manejable

En general, permitir que el tipo de cambio se deprecie sigue siendo una respuesta aconsejable a los cambios en la dirección de los flujos de capitales, ya que se facilita el ajuste y se reducen los efectos negativos en el producto. En la práctica, es posible que las autoridades sean renuentes a permitir una depreciación por varias razones. Una de ellas es que les preocupa la posibilidad de que tanto la reacción de los inversionistas como la depreciación sean excesivas. También existen inquietudes en torno al impacto adverso en la inflación o la estabilidad financiera, aun si la depreciación no resulta ser excesiva.

Si los riesgos de cambios en la dirección de los flujos de capitales se hacen realidad y se produce una rápida salida de capitales, las autoridades pueden recurrir a la intervención en el mercado de cambio para suavizar la volatilidad excesiva o evitar trastornos financieros, siempre que lo permita un nivel adecuado de reservas de divisas. Esa intervención no debería impedir el ajuste externo subyacente en las economías con déficits de la cuenta corriente cuyo nivel es incompatible con los fundamentos económicos y las políticas macroeconómicas aconsejables. Las medidas de gestión de flujos de capitales encaminadas a reducir o impedir las salidas de capital también podrían contribuir a suavizar la volatilidad cambiaria excesiva, pero en general no son tan aconsejables como las aplicadas a las entradas de capital. Las propias expectativas de adopción de ese tipo de medida podrían en realidad desencadenar una salida de capitales.

Las autoridades deberían abordar también los problemas de base si existen inquietudes en torno a fuertes efectos adversos de depreciación. Esas medidas prepararían mejor a sus economías para superar la agudización de los riesgos de cambios de dirección de los flujos de capitales.

- Si la principal inquietud es la inflación, el endurecimiento de la política monetaria quizá resulte necesario en caso de que la inflación se encuentre en niveles elevados. Sin embargo, las autoridades quizá deban plantearse que esa medida podría no bastar por sí sola. La transmisión del tipo de cambio también es función de la credibilidad de la política monetaria. Si la depreciación del tipo de cambio tiene una fuerte influencia en las expectativas inflacionarias, la credibilidad probablemente sea escasa, y las autoridades quizá necesiten adoptar un marco de política monetaria más transparente o mejorar la coherencia y transparencia en la implementación de la política monetaria. Por ejemplo, como se explica en el recuadro 1.4, muchas

economías de mercados emergentes han pasado de regímenes de flotación libre a regímenes de flotación de facto “dirigida”, en algunos casos imponiendo incluso estrechos límites al grado de fluctuación del tipo de cambio. Aunque la flotación dirigida puede reducir los riesgos de movimientos abruptos del tipo de cambio, también puede restarles credibilidad a las metas de inflación y demorar un ajuste externo muy necesario².

- Si la principal inquietud es la estabilidad financiera, se necesitan firmes medidas de regulación y supervisión para asegurar que los bancos aborden los problemas de calidad del crédito y rentabilidad relacionados con los riesgos derivados del tipo de cambio y los flujos de capital. Los problemas de estabilidad financiera surgen de los efectos negativos que una depreciación profunda y repentina del tipo de cambio produce en los balances y los flujos de efectivo. Las inquietudes más apremiantes están relacionadas con las empresas de los sectores orientados a los mercados internos que se han financiado con moneda extranjera pero que no gozan de la cobertura cambiaria natural que brinda la venta de exportaciones y con los bancos que operan a nivel nacional y captan fondos en moneda extranjera. En ambos casos, la carga del servicio de la deuda en moneda nacional aumenta con la depreciación, y eso a su vez puede causar importantes problemas de calidad de los activos. Además, los reguladores deben vigilar de cerca los problemas de calidad de los activos que podrían surgir por efecto de la expansión rápida del crédito ocurrida recientemente y la desmejora de las perspectivas de crecimiento a mediano plazo.

Recalibramiento de las políticas macroeconómicas

Un factor clave para la formulación de las políticas es determinar si las políticas macroeconómicas han contribuido al reciente aumento de los déficits en cuenta corriente y si esos déficits son excesivos. Como ya se señaló, algunas economías de mercados emergentes ahora tienen déficits en cuenta corriente, y en algunas economías los cambios recientes han acarreado un alejamiento del equilibrio fundamental identificado en las evaluaciones del informe *2013 Pilot External Sector Report* (FMI, 2013b). Esta inquietud se plantea porque después de la crisis financiera mundial las políticas macroeconómicas expansivas adoptadas por las economías de mercados emergentes estimularon la demanda

interna y se tradujeron en un rápido repunte de la actividad. En algunas economías, sin embargo, esa orientación no se revirtió del todo o se revirtió con demasiada lentitud cuando las economías se encontraban en auge en 2010–12 y el producto superaba el nivel potencial. Por lo tanto, el consiguiente deterioro de los saldos en cuenta corriente fue en parte resultado de un sobrecalentamiento, un proceso que ahora se está autocorrigiendo.

En consecuencia, la tarea principal consiste en recalibrar la composición y la orientación de la política macroeconómica de manera tal que sea creíble y coherente con el volumen de capacidad económica ociosa. Las particularidades varían según la economía, pero las siguientes observaciones generales son pertinentes para todas.

- Política monetaria: En una serie de economías, como Brasil, India e Indonesia, la presión inflacionaria continúa y podría recrudecer como consecuencia de la depreciación de la moneda ocurrida desde mediados de 2013. Aunque muchos países subieron la tasa de política monetaria en el curso del último año, quizá resulte necesario aplicar políticas aún más restrictivas para frenar la inflación. En otras economías, las autoridades podrían plantearse la posibilidad de incrementar las tasas de política monetaria con más lentitud o de recortar las tasas si el producto está por debajo del potencial. Sin embargo, deben tener en cuenta la posibilidad de presión inflacionaria, la credibilidad de las políticas y el posible impacto en el mercado en el entorno actual.
- Política fiscal: En términos generales, las autoridades deberían alinear la orientación fiscal con estimaciones actualizadas del potencial de crecimiento a mediano plazo y los cambios recientes de las tasas de interés a más largo plazo, como se enfatiza en ediciones anteriores del informe WEO. Las tasas de interés son sensiblemente más altas en algunas economías y es poco probable que cambien de sentido en el futuro próximo. En muchas economías de mercados emergentes, los déficits fiscales se mantienen muy por encima de los niveles previos a la crisis (véase el gráfico 1.4, panel 2), aunque el producto generalmente supera aún las tendencias previas a la crisis (gráfico 1.6, panel 1). Además, se prevé una dinámica de la deuda menos favorable, dado que la rentabilidad real de los bonos públicos es mayor que la prevista hace un año. Contra este telón de fondo, las autoridades tienen que reducir los déficits presupuestarios, como se explica en la edición de abril de 2014 del informe *Monitor Fiscal*. La urgencia con la que corresponde actuar varía según la economía, los niveles de deuda,

²Véase en Ostry, Ghosh y Chamon (2012) un análisis de las políticas monetarias y cambiarias de las economías de mercados emergentes.

las vulnerabilidades y la posición dentro del ciclo económico. En algunas economías, el aumento de riesgos contingentes para los presupuestos y la deuda pública como consecuencia de los aumentos sustanciales de la actividad y de los déficits cuasifiscales refuerza la necesidad de ajustar la orientación de la política cuasifiscal (Brasil, China, Venezuela).

Políticas de los países de bajo ingreso

Muchos países de bajo ingreso han logrado mantener un crecimiento vigoroso, gracias a la mejora de los regímenes de empresa e inversión y de las políticas macroeconómicas. Entre otras cosas, la combinación de fuerte crecimiento y moderados déficits presupuestarios ha contribuido a mantener estables los niveles de deuda pública, en torno a 35% del PIB. Ahora bien, la inversión extranjera directa ha comenzado a enfriarse frente a la disminución de precios de las materias primas y se prevé que caerá aún más; por su parte, los ingresos fiscales presupuestarios y las entradas de divisas vinculados a las materias primas se encuentran en peligro. Dadas estas condiciones del entorno externo, será importante ajustar a tiempo las políticas fiscales; de lo contrario, la deuda externa y la deuda pública podrían aumentar. Dentro de este panorama global de fortaleza relativa, algunos países enfrentan riesgos mayores. Algunos países de bajo ingreso con una baja tasa de crecimiento y un elevado nivel de deuda pública necesitarán políticas fiscales más sólidas para mantener la deuda en niveles sostenibles. Una serie de países de bajo ingreso con necesidades financieras externas más grandes que han accedido a los mercados internacionales de capitales (“economías de frontera”) son vulnerables a los riesgos derivados de los flujos de capital, situación más o menos parecida a la que enfrentan las economías de mercados emergentes. Para abordar estas vulnerabilidades quizá se necesiten políticas monetarias y fiscales más restrictivas.

Sustentar el crecimiento elevado en las grandes economías de mercados emergentes

Las grandes economías de mercados emergentes enfrentan un reto común: cómo lograr un crecimiento robusto y sostenible. Sin embargo, los problemas de base varían según la economía, como por ejemplo el grado y la naturaleza de los desequilibrios macroeconómicos.

El crecimiento de *China* se ha desacelerado desde 2012, y el crecimiento a mediano plazo estará, según las proyecciones, sustancialmente por debajo de la tasa promedio de 10% registrada en los 30 últimos

años. La actividad económica continúa dependiendo excesivamente de la inversión alimentada por el crédito, y las vulnerabilidades son cada vez mayores.

La prioridad de la política económica consiste en lograr un aterrizaje suave durante la transición a un crecimiento más inclusivo y sostenible, impulsado por el consumo privado. Esa transición exigiría la liberalización de las tasas de interés para permitir una valoración eficaz del riesgo; un marco de política monetaria más transparente basado en las tasas de interés; un régimen cambiario más flexible; reformas para mejorar la gobernabilidad y la calidad del crecimiento; y una regulación y supervisión más estrictas del sector financiero. La Tercera Sesión Plenaria del Decimotavo Comité Central ha esbozado un plan de reforma que incluye estas medidas de política. La implementación oportuna debe ser una prioridad. Ya se han tomado medidas alentadoras en el ámbito del sector financiero (anuncio de un cronograma para reformas críticas, como ser la creación de un régimen de garantía de depósitos y una liberalización más amplia de las tasas de interés) y de la política cambiaria (se ha ampliado la zona de fluctuación del tipo de cambio). Frenar la rápida expansión del crédito y limitar el endeudamiento extrapresupuestario de los gobiernos locales constituyen prioridades a corto plazo, que son críticas para contener el avance de los riesgos. Las autoridades también deben enfrentar los riesgos que podría plantear la rápida expansión del crédito de los últimos años. En particular, se deben reconocer los préstamos incobrables y otros activos dañados que puedan surgir, y reforzar el marco de resolución de las instituciones financieras quebradas. En caso de contingencias a la baja, se puede utilizar el espacio fiscal para recapitalizar las instituciones financieras cuando corresponda.

En *Brasil*, es necesario seguir aplicando políticas más restrictivas. A pesar de los aumentos sustanciales de la tasa de política monetaria del pasado año, la inflación se mantiene en el límite superior de la banda. La intervención en el mercado de cambio debe ser más selectiva y apuntar principalmente a limitar la volatilidad y evitar condiciones de mercado desordenadas. La consolidación fiscal contribuiría a moderar la presión de la demanda interna y reduciría los desequilibrios externos, facilitando a la vez la reducción del coeficiente de deuda pública que es relativamente alto. Es necesario abordar los estrangulamientos de la oferta.

En *India*, quizá sea necesario un nuevo endurecimiento de la orientación monetaria para lograr una reducción duradera de la inflación y de las expectativas inflacionarias. La consolidación fiscal ininterrumpida será

esencial para reducir los desequilibrios macroeconómicos. Las autoridades también deben concentrarse en las reformas estructurales necesarias para apuntalar la inversión, que se ha enfriado sensiblemente. Entre las tareas prioritarias, corresponde mencionar la valoración de los recursos naturales a precios de mercado para estimular la inversión, la eliminación de las demoras de implementación de los proyectos de infraestructura, el fortalecimiento de los marcos de política energética y minera, la reforma de la extensa red de subsidios, y la aprobación de los nuevos impuestos sobre bienes y servicios para sustentar la consolidación fiscal a mediano plazo.

En *Rusia*, el régimen de política monetaria se encuentra en transición hacia un régimen de metas de inflación; por lo tanto, anclar las expectativas inflacionarias deberá ser una tarea prioritaria. La flexibilización del tipo de cambio ayudará como mecanismo amortiguador. Sin embargo, con una depreciación sustancial, quizá resulte necesario cierto endurecimiento de la política monetaria para evitar persistentes aumentos de la inflación. Las reformas estructurales son críticas para promover la inversión, diversificar la economía e incrementar el crecimiento potencial. Entre las prioridades cabe mencionar el fortalecimiento del Estado de derecho y la reducción de la participación estatal en la economía.

En *Sudáfrica*, el déficit en cuenta corriente externa ha superado 5% durante algún tiempo, a pesar de la sustancial depreciación del rand. Por ende, quizá sea necesario aplicar una orientación más restrictiva a la política fiscal y monetaria para reducir las vulnerabilidades del país y contener el impacto de segunda ronda de la depreciación en la inflación. Es fundamental poner en marcha reformas estructurales que reduzcan el nivel inaceptablemente elevado de desempleo, que actualmente alcanza 24%.

Reequilibramiento mundial de la demanda

Se están perfilando indicios prometedores de una recuperación mundial más sostenible, pero una reactivación

vigorosa requiere también un mayor avance en el reequilibramiento mundial de la demanda. A medida que se cierran las brechas del producto, los desequilibrios externos podrían volver a agudizarse. La materialización del riesgo a la baja para los mercados emergentes podría tener efectos similares si los saldos en cuenta corriente de estas economías mejoraran drásticamente debido a cambios de dirección de los flujos de capitales.

Por lo tanto, el desafío consiste en adoptar medidas de política que produzcan un crecimiento tanto vigoroso como equilibrado. En otras palabras, políticas que garanticen que el crecimiento continuará sin que desmejoren los saldos en cuenta corriente. Las medidas antes descritas apuntan a sustentar el crecimiento. Algunas también reducirán en mayor medida los saldos externos. Las implicaciones cuantitativas de algunas de estas políticas, no solo para los países individualmente sino también para la economía mundial, se analizaron en el informe *2013 Spillover Report* (FMI, 2013c).

Por ejemplo, en las economías con superávit en cuenta corriente, las reformas pueden estimular la demanda interna y modificar su composición. En China, el reequilibramiento de la demanda hacia el consumo mediante la eliminación de las distorsiones financieras conducirá a un crecimiento más equilibrado y a la reducción de los desequilibrios externos. En Alemania, el aumento de la inversión —incluida la inversión pública— a través de la reforma del sistema tributario y financiero y de la liberalización del sector de los servicios, no solo es aconsejable en sí misma, sino que también reducirá el elevado superávit en cuenta corriente. En las economías con *déficit*, las reformas estructurales encaminadas a promover la competitividad (España, Francia, el Reino Unido y Sudáfrica) y eliminar los estrangulamientos de la oferta para afianzar las exportaciones (India, Sudáfrica), nuevamente, no solo son buenas para el crecimiento, sino también para ayudar a fortalecer la posición externa y permitir un crecimiento más sostenido.

Sección especial: Precios de las materias primas y pronósticos

Las proyecciones de los precios de las materias primas de esta y otras ediciones de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO, por sus siglas en inglés) se derivan de los precios de los futuros sobre materias primas, que en este momento apuntan a un retroceso de los precios y riesgos a la baja. Aunque esa metodología basada en el mercado tiene sus atractivos, a veces se cuestionan los resultados. Esta sección especial evalúa una proyección de los precios del petróleo basada en un modelo de mejor desempeño. Dado el fortalecimiento de la demanda mundial, el pronóstico basado en el modelo sugiere un alza de los precios del petróleo y riesgos al alza. En vista del nivel creciente de la oferta de petróleo de América del Norte y la desaceleración del crecimiento de los mercados emergentes, es más seguro elaborar un pronóstico que combine ambos enfoques en este momento en que la configuración del mercado del petróleo quizás esté cambiando. Esa combinación lleva a pensar que los precios del petróleo se mantendrán al mismo nivel o disminuirán ligeramente este año.

Evolución de los mercados de las materias primas¹

Desde la edición de octubre de 2013 del informe WEO, los precios de la energía se han mantenido más bien inalterados (gráfico 1.SE.1, panel 1), ya que la caída de los precios del petróleo crudo se vio compensada por el encarecimiento del gas natural (temperaturas extremadamente bajas en Estados Unidos) y del carbón (escasa oferta en una serie de países exportadores). Los precios del petróleo crudo han descendido ligeramente, sobre todo debido a la escalada continua de la oferta en América del Norte. Los suministros fuera de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) aumentaron 1,3 millones de barriles diarios (mbd) en 2013, un incremento ligeramente más rápido que el alza de 1,2 mbd de la demanda mundial, y todo el crecimiento neto se originó en Estados Unidos (1,2 mbd, fundamentalmente petróleo de esquisto) y Canadá (0,2 mbd, principalmente petróleo de arenas bituminosas) (gráfico 1.SE.1, panel 2). Las

La autora de esta sección es Samya Beidas-Strom, con la ayuda de Benjamin Beckers y Daniel Rivera Greenwood. Los datos sobre la evolución más reciente de los mercados de materias primas fueron proporcionados por Marina Rousset y Shane Streifel. Los detalles técnicos figuran en Beckers y Beidas-Strom (de próxima publicación).

¹Véanse “Commodity Market Monthly” y “Commodity Outlook and Risks” en www.imf.org/commodities.

proyecciones del crecimiento de la oferta fuera de la OPEP se han incrementado a 1,8 mbd en 2014, muy por encima de los 1,4 mbd de la demanda. Los precios se han visto sustentados por las crecientes presiones sobre la oferta de la OPEP (más que nada, trastornos en Libia, Nigeria, Siria y Yemen) y las sanciones en contra de la República Islámica del Irán. La demanda de petróleo fue relativamente débil en el cuarto trimestre de 2013, con la sola excepción de Estados Unidos (gráfico 1.SE.1, panel 3). A pesar de estas presiones, se prevé que los precios del petróleo, basados en los mercados de futuros, disminuirán durante el período que abarcan las perspectivas, en consonancia con la expansión de la oferta y la debilidad de la demanda.

Los precios de los metales se han mantenido invariables en general desde el informe WEO de octubre de 2013, aproximadamente 30% por debajo de los máximos de comienzos de 2011, y la mayoría de los mercados registran superávit (saldos elevados y crecientes y avance constante de la producción). El aumento de la demanda mundial de metales —y el aumento de la demanda de metales de China— se desaceleró en 2013 (recuadro 1.2), en tanto que la oferta creció con fuerza. Los precios de los futuros llevan a pensar que los precios de los metales estarán en descenso a lo largo del período que abarcan las perspectivas, como consecuencia de superávits continuos, aunque decrecientes, en una serie de mercados.

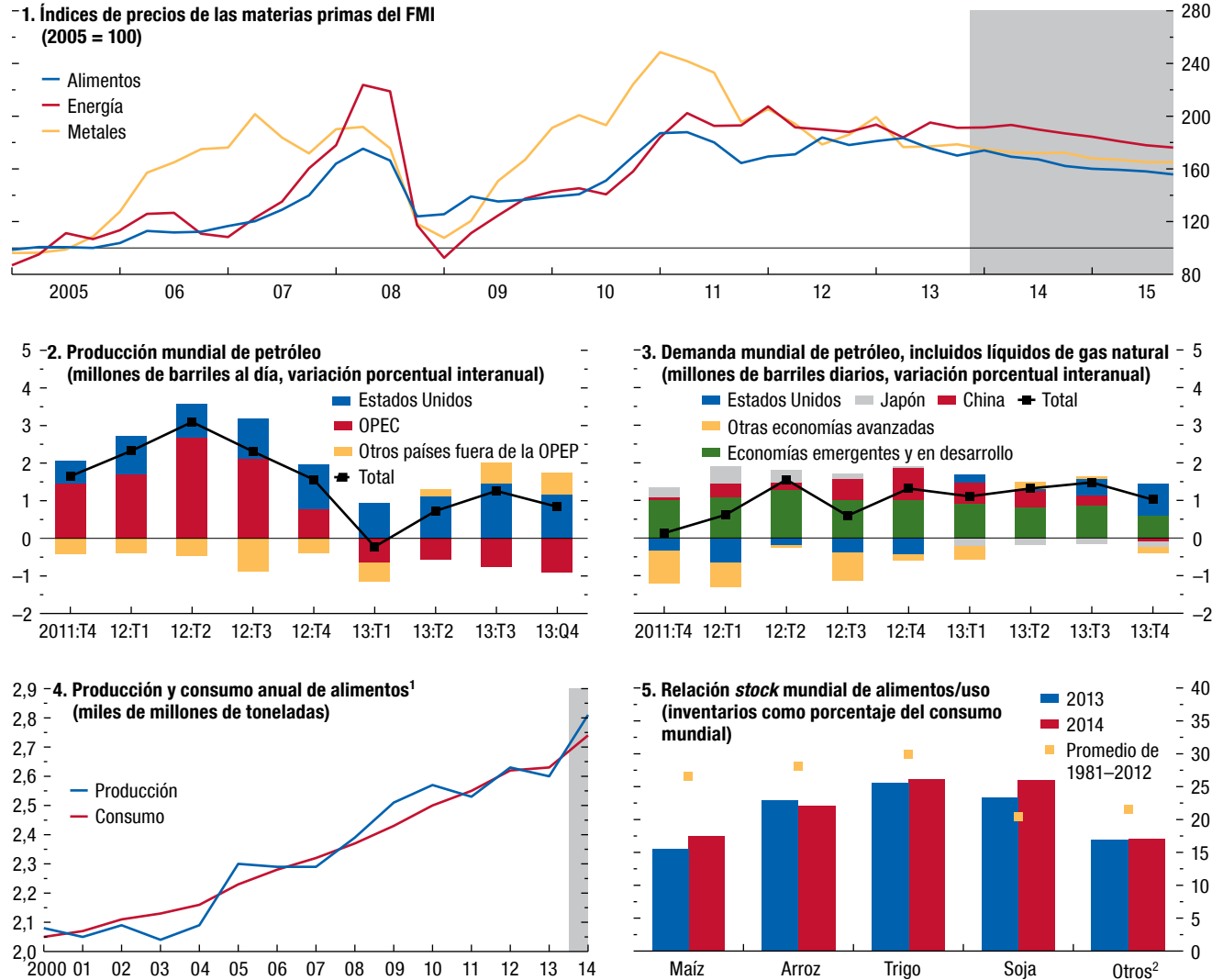
En los mercados de alimentos, las perspectivas de producción son favorables para la mayoría de los principales cultivos. Se proyecta que la producción mundial de los principales cereales y oleaginosas superará el aumento de la demanda (gráfico 1.SE.1, panel 4). China prevé incrementar la producción de trigo y maíz gracias a las condiciones meteorológicas favorables, y el suministro internacional de arroz continúa siendo abundante. Además, las existencias siguen recuperándose paulatinamente, especialmente en el caso del maíz (gráfico 1.SE.1, panel 5). A comienzos de 2014, la inquietud en torno a efectos meteorológicos desfavorables en los cultivos de América del Sur ejerció cierta presión al alza sobre los precios.

Pronósticos de los precios de las materias primas

Dado que los precios de las materias primas se mantuvieron más o menos al mismo nivel o descendieron

Gráfico 1.SE.1. Evolución de los mercados de materias primas

Los precios de las materias primas se han mantenido sin grandes cambios desde la edición de octubre de 2013 del informe WEO, y el aumento de los suministros superó la demanda anémica en la mayoría de los mercados.



Fuentes: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; Agencia Internacional de Energía; Departamento de Agricultura de Estados Unidos, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: OPEP = Organización de Países Exportadores de Petróleo.

¹Suma de los datos sobre importantes cereales y oleaginosas: cebada, maíz, mijo, arroz, centeno, sorgo, trigo, semilla de palma, colza, soja y semillas de girasol.

²Incluye cebada, mijo, semilla de palma, colza, centeno, sorgo y semillas de girasol.

en el segundo semestre de 2013, algunos analistas han pronosticado el final del ciclo extraordinario de precios de las materias primas, habida cuenta de la desaceleración en las economías de mercados emergentes, especialmente China (recuadro 1.2), y el aumento de los suministros (a saber, aumento de la producción estadounidense de petróleo crudo, exceso de oferta de

la mayoría de los metales básicos y crecientes suministros de cereales). Sin embargo, durante el primer trimestre de 2014, algunos precios avanzaron ante los indicios de fortalecimiento de la actividad mundial, aunque con gran volatilidad de precios; por ende, los analistas ahora son más cautelosos. Las razones que llevan a pronosticar los precios de las materias primas

conservan la relevancia de siempre; por lo tanto, la cuestión es plantear cuál es la mejor manera de hacerlo. ¿A qué herramientas deberían recurrir las autoridades para pronosticar los precios de las materias primas? ¿Qué resultados han dado estas herramientas de pronóstico en términos de errores y evaluaciones del riesgo *ex post*? ¿Existen otros modelos de pronóstico que podrían complementar los que están utilizando las autoridades? Y, ¿cuáles son las herramientas ideales en esta época de incertidumbre económica? Esta sección aborda estos cuatro interrogantes desde el punto de vista de los precios del petróleo².

¿Qué herramientas de pronóstico utilizan las autoridades?

Desde la época de escasez de los años setenta, cuando se utilizaban normalmente reglas como las de Hotelling (1931) para predecir el precio de una materia prima no renovable, las autoridades se inclinan por unas pocas herramientas de pronóstico sencillas: el costo real constante a largo plazo de extraer una materia prima no renovable, modelos de precios basados en el paseo aleatorio y los precios de los futuros. Dos acontecimientos recientes han empañado la utilidad de estos enfoques: un aumento vertiginoso sostenido de los precios durante el boom de las materias primas que ocurrió a mediados de la década de 2000 y la escalada de los costos de extracción, que reviste especial relevancia para el petróleo. Se han realizado esfuerzos por evaluar el contenido predictivo y el desempeño estadístico de estas herramientas de pronóstico simples (Reeve y Vigfusson, 2011; Reichsfeld y Roache, 2011; Alquist, Kilian y Vigfusson, 2013; Chinn y Coibion, 2013) y volver a considerar la clase de modelos de formación de precios de Deaton y Laroque (1996) con almacenamiento especulativo. Sin embargo, antes de examinar los modelos de pronóstico con almacenamiento especulativo, esta sección analiza el desempeño de las herramientas de pronóstico sencillas durante la última década, primero desde el punto de vista de los futuros y luego en términos de un grupo más amplio de modelos.

²El análisis de esta sección se centra en los precios del petróleo pero puede hacerse extensivo a los precios de otras materias primas con mercados de futuros si existen datos mensuales sobre la demanda, la oferta y las existencias mundiales, y si existe un precio internacional líder de la materia prima en cuestión (como ocurre con el aluminio, el cobre, el plomo, el níquel, el estaño y el cinc).

¿Qué resultado dan los futuros sobre petróleo como herramienta de pronóstico?³

Errores de pronóstico simples

Los futuros sobre petróleo sirven desde hace mucho tiempo para pronosticar los precios de entrega inmediata, partiendo de la premisa de que el precio de un contrato de futuros equivale al valor descontado del precio de entrega inmediata proyectado y que, por definición, los futuros sobre petróleo contienen información que trasciende la entrega inmediata. Como muchos otros mercados de materias primas, los mercados de futuros sobre petróleo se encuentran con frecuencia en un estado de *backwardation*⁴. Eso puede infundir cierto sesgo a la baja en los pronósticos de los precios al contado.

Además, el contenido predictivo de los futuros sobre materias primas (y los futuros sobre petróleo en particular) ha disminuido desde mediados de la década de 2000 (Chinn y Coibion, 2013), aun cuando los futuros no se encontraban en estado de *backwardation*. El error de pronóstico fue de más de 100% (si se comparan los futuros de enero de 2007 con los resultados efectivos de julio de 2008) antes de la crisis financiera internacional (gráfico 1.SE.2, panel 1). Ese caso no es excepcional; la calidad de todos los pronósticos macroeconómicos suele desmejorar en épocas de recesión o crisis. Sin embargo, aun durante la desaceleración de 2011, el error de pronóstico fue de 38% (si se comparan los precios de los futuros de enero de 2011 con los resultados efectivos de abril de 2011). Este desempeño hace pensar que los precios de los futuros quizá no sean buenos predictores en épocas de turbulencia o períodos de cambio estructural.

³En aras de la brevedad, el análisis se centra en la variedad U.K. Brent, la principal referencia internacional del petróleo crudo. También hay resultados con las variedades West Texas Intermediate (WTI) y Dubai Fateh. El promedio simple de las tres constituye el precio promedio de entrega inmediata del informe WEO, proyectado en US\$104,17 y US\$97,92 el barril en 2014 y 2015, respectivamente.

⁴*Backwardation* es la condición de mercado en la cual el precio de un contrato de futuros es inferior al precio al contado previsto al vencimiento del contrato. La curva de futuros resultante normalmente tendría una pendiente descendente (invertida), ya que los contratos para fechas futuras más alejadas generalmente tendrían precios aún más bajos. Keynes (1930) sostenía que en los mercados de materias primas el fenómeno de *backwardation* es “normal”, dado que los productores son más propensos que los consumidores a cubrirse del riesgo de los precios. La situación contraria, en la cual los precios de un contrato de futuros son más altos que los precios al contado, se conoce como “contango”, y es lo que sucedió con los futuros sobre la variedad WTI a comienzos y mediados de 2013.

Último pronóstico

El pronóstico basado en los futuros del informe WEO para el precio nominal de la variedad Brent es US\$108 el barril en 2014 y US\$103 en 2015 (gráfico 1.SE.2, panel 2), con riesgos que se inclinan a la baja. Este pronóstico implica una pequeña revisión al alza respecto del informe WEO de octubre de 2013, que probablemente refleje más que nada aumentos inesperadamente fuertes de los suministros fuera de la OPEP compensados por el recrudescimiento de los riesgos geopolíticos.

Pronósticos basados en modelos⁵

Hechos recientes

Los modelos económicos impulsados por Kilian (2009) para determinar los precios del petróleo y las mejoras que se les incorporaron parecen generar pronósticos más exactos. Estos modelos predicen los precios del petróleo combinando indicadores de la actividad mundial con variaciones de la oferta de petróleo y las existencias mundiales de petróleo crudo (a fin de captar el almacenamiento especulativo o la suavización del consumo). Sugieren que el uso de modelos de pronóstico basados en la autorregresión vectorial (VAR, por sus siglas en inglés) y datos mensuales de estos agregados generan pronósticos más exactos que la mayoría de los otros métodos (Alquist, Kilian y Vigfusson, 2013) y son robustos a cambios de la especificación del modelo y los métodos de estimación (Baumeister y Kilian, 2013b). Ahora bien, los hechos recientes indican que el uso de los diferenciales de los productos derivados del petróleo refinado basados en los precios de los futuros sobre materias primas podrían ofrecer una potencia predictiva aun mayor (Baumeister, Kilian y Zhou, 2013).

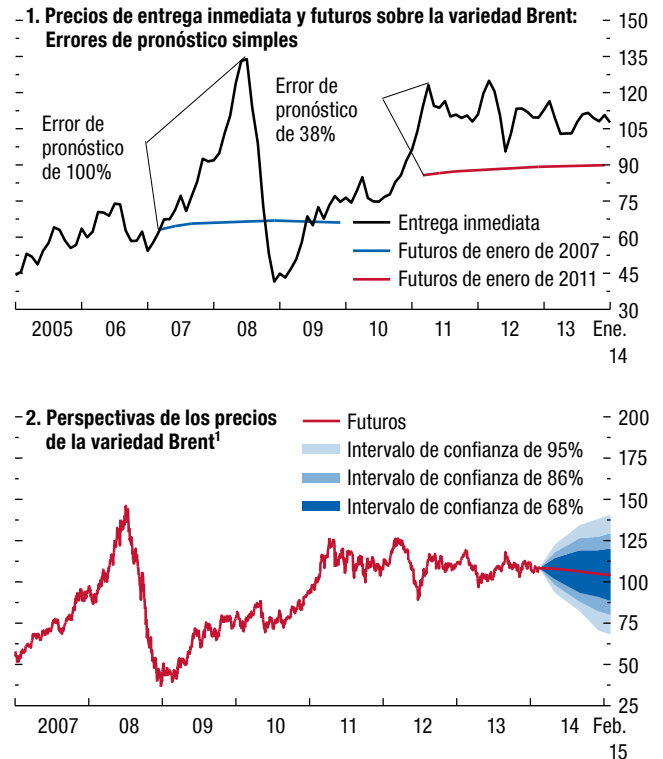
Ingredientes del modelo

Se combinan variables que parecen relevantes para predecir los precios del petróleo con la finalidad de estimar una versión de forma reducida de la VAR estructural de Beidas-Strom y Pescatori (de próxima publicación). Las principales variables son la producción mundial de petróleo crudo, el índice mundial de producción industrial del informe WEO, el precio real del petróleo Brent y las existencias de petróleo de los miembros de la Organización para la Cooperación y

⁵La autora agradece a Christiane Baumeister, del Banco de Canadá, por haberle permitido utilizar su código Matlab, mejorado y ampliado para los efectos de esta sección y Beckers y Beidas-Strom (de próxima publicación).

Gráfico 1.SE.2. Variedad Brent: Errores de pronóstico y futuros
(Dólares de EE.UU. el barril)

El contenido predictivo de los futuros sobre petróleo ha disminuido, y los errores de pronóstico han sido elevados durante la última década. En el informe WEO (pronóstico basado en los futuros) se proyecta una disminución paulatina de los precios del petróleo, con riesgos inclinados a la baja.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Derivadas de los precios de las opciones de futuros al 12 de febrero de 2014.

el Desarrollo Económico (OCDE). Se incluyen otras tres variables: un índice del tipo de cambio del dólar de EE.UU. ponderado contra monedas bilaterales de grandes consumidores de petróleo (siguiendo el ejemplo de Chen, Rogoff y Rossi, 2010); el índice estadounidense de precios al consumidor, y un indicador de la capacidad excedentaria de la OPEP. También se incluyen variables ficticias estacionales para pronosticar la variación mensual de los precios. Además, se elimina la tendencia del precio real del petróleo para evitar todo sesgo al alza en el pronóstico, dada la tendencia observada desde 2000⁶.

Pronóstico basado en la VAR

Se generan proyecciones fuera de la muestra basadas en un modelo de VAR estimado recursivamente con datos mensuales que van desde enero de 1985 hasta octubre de 2013. La VAR predice un alza de los precios nominales del Brent a lo largo del horizonte que abarca el pronóstico (gráfico 1.SE.3, panel 1), lo cual concuerda con el afianzamiento de la demanda mundial que proyecta esta edición del informe WEO (gráfico 1.SE.3, panel 2) y los efectos rezagados de los recientes shocks de la oferta y la demanda precautoria (gráfico 1.SE.3, panel 3). En un principio, el precio del Brent disminuiría, para luego aumentar pasado el mes de febrero de 2014 y promediar US\$114 el barril en 2014 (US\$6 más que los futuros) y US\$122 el barril en 2015 (US\$19 más que los futuros).

Shocks recientes

Los efectos dinámicos de los shocks son importantes para pronosticar los precios del petróleo, dada la larga duración de los rezagos. Dependen del sistema de identificación utilizado; en este caso, la identificación limita la influencia de la negociación errática en el precio real del petróleo⁷. Durante los dos últimos trimestres de 2013, el precio real del petróleo Brent se vio sustentado principalmente por la escasez del suministro de la OPEP y cierto ímpetu de la demanda de caudal, a pesar de la pronunciada reducción de las existencias de los países de la OCDE (gráfico 1.SE.3, panel 3). La influencia de estos shocks es dinámica y se disipa paulatinamente (entre 12 y 24 meses), y los parámetros del modelo empujan poco a poco el pronóstico hacia

el final del horizonte (en comparación con las variables estimadas tomando la totalidad de la muestra).

Riesgos

Se obtienen intervalos de predicción aplicando el método de *bootstrap* a los errores de la VAR a lo largo de toda la muestra (gráfico 1.SE.3, panel 1, intervalos sombreados, y panel 4). La forma de la distribución con VAR varía según el horizonte, a diferencia de lo que ocurre con los precios de los futuros (ya que en ese caso se basa en información derivada de las opciones de futuros sobre petróleo), e indica riesgos al alza para los precios mucho mayores. En la práctica, esto significa que el pronóstico con VAR indica un riesgo de 15% de que el Brent supere US\$150 el barril en enero de 2015, en comparación con menos de 5% de riesgo si el cálculo se basa en los futuros. La principal conclusión es que incluso los modelos que parecen ser relativamente acertados al predecir los precios del petróleo implican una incertidumbre considerable en ambas direcciones (gráfico 1.SE.3, panel 5)⁸. Los riesgos al alza pueden atribuirse, entre otros factores, al fortalecimiento de la demanda mundial y a los efectos rezagados de la reducción inesperada de la oferta de la OPEP que ocurrió recientemente.

¿Qué método de pronóstico tiene los errores más bajos, y cuándo?

El método estándar para evaluar formalmente el desempeño de los pronósticos es el error cuadrático medio (RMSE, por sus siglas en inglés) simétrico del pronóstico. Los modelos que se evaluaron fueron el de paseo aleatorio (RW, por sus siglas en inglés) con y sin deriva, futuros, procesos autorregresivos simples (AR(p)) y de promedio móvil (MA(q)), una combinación de estos en forma de ARMA (1,1) y distintas especificaciones de la VAR. El desempeño de la VAR supera el del RW en alrededor de 20% en horizontes de 5 a 8 meses y 18 meses. A muy corto plazo (1 a 2 meses) y a 24 meses, el desempeño del modelo VAR supera el del RW en alrededor de 10% a 12%. En todos los demás horizontes, la exactitud es aproximadamente 15% mayor. En comparación con el pronóstico basado en futuros, el método de VAR lo supera en 26% en el horizonte a 1 mes, entre 10% y 20% en horizontes de hasta 18 meses y 5% en el horizonte a 24 meses (cuadro 1.SE.1).

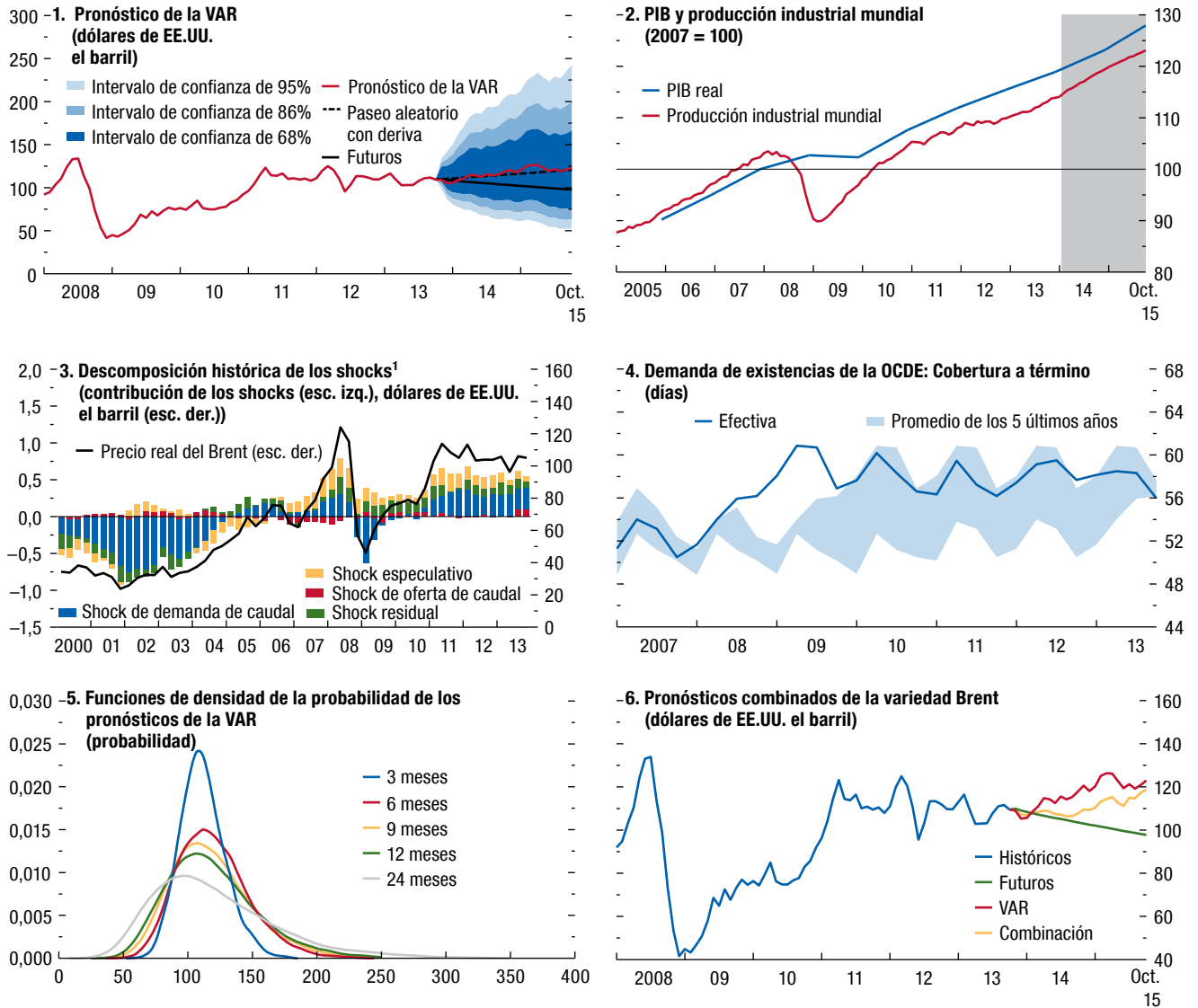
⁶Si no se suprime la tendencia, la deriva del precio real del petróleo Brent es 3,97%.

⁷Para más detalles, véase Beidas-Strom y Pescatori (de próxima publicación).

⁸Una VAR bayesiana acota el rango de incertidumbre en 35%, aproximadamente, sin influir en la evaluación del riesgo; es decir, conserva la inclinación al alza.

Gráfico 1.SE.3. Autorregresión vectorial y pronósticos combinados

Un pronóstico basado en un modelo que toma en cuenta un afianzamiento de la demanda mundial, pequeños shocks de oferta constantes de la OPEP y una disminución de los inventarios de petróleo sugiere un alza de los precios del petróleo y una agudización de los riesgos al alza a lo largo del horizonte que abarca el pronóstico. Sin embargo, se justifica combinar los pronósticos de este modelo con los futuros, lo cual arroja un nivel de precios invariable este año y un aumento paulatino posteriormente.



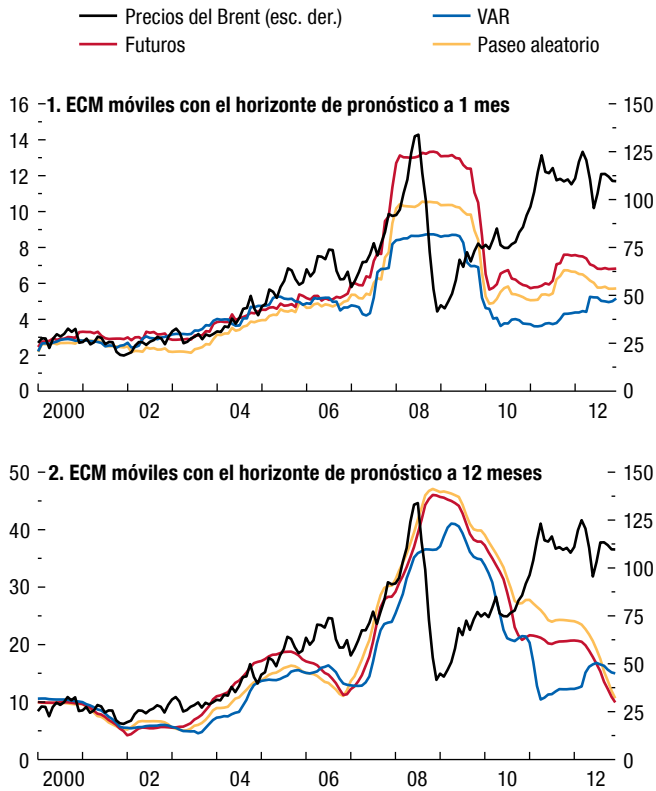
Fuentes: Bloomberg, L.P.; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: OPEP = Organización de Países Exportadores de Petróleo; VAR = Autorregresión vectorial.

¹Véanse en Beidas-Strom y Pescatori (de próxima publicación) los detalles de la identificación elegida.

Gráfico 1.SE.4. Errores cuadráticos medios móviles: Estimación recursiva

Al comparar los errores cuadráticos medios de los pronósticos con un período móvil de dos años, o con el horizonte de pronóstico total como en el cuadro 1.SE.1, los pronósticos de la VAR dan mejores resultados que los de otros modelos y futuros desde 2000, aunque no en cada año si se usa el período móvil.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: La línea más próxima al eje horizontal representa el modelo con los errores de pronóstico más pequeños; es decir, el que da los resultados más exactos. ECM = Errores cuadráticos medios del pronóstico; VAR = Autorregresión vectorial.

Además de los RMSE de la muestra completa, se obtienen promedios móviles de dos años para corregir la posible variación temporal de los parámetros. Estos promedios indican que la VAR produjo el RMSE más bajo de todos los comparadores, especialmente durante la crisis financiera internacional y el período siguiente, incluida la desaceleración de 2011. Cabe señalar, sin embargo, que ese desempeño no fue mejor que el de los modelos basados en los futuros o el RW durante la recesión de 2001 (gráfico 1.SE.4).

¿Qué modelo conviene usar?

En vista de la considerable incertidumbre de los pronósticos de los precios del petróleo, sea cual fuera el modelo empleado, quizá convenga utilizar varios. En el caso concreto de los precios del petróleo, una abundancia de suministros fuera de la OPEP podría presagiar una variación de la configuración del mercado del petróleo respecto de la que ha existido en las dos últimas décadas. De hecho, las ventajas de combinar pronósticos se comprobaron hace mucho tiempo (Bates y Granger, 1969; Diebold y Pauly, 1987; Stock y Watson, 2004). En los últimos tiempos se ha argumentado que es posible mejorar el modelo de pronóstico con el RMSE más bajo incorporándole información extraída de otros modelos o factores macroeconómicos (Baumeister y Kilian, 2013a).

Se presenta un pronóstico combinatorio (gráfico 1.SE.3, panel 6) basado en una ponderación inversa del desempeño reciente de los modelos basados en los futuros y la VAR en términos del RMSE. Aunque la ponderación es uniforme con horizontes muy cortos, el desempeño en el extremo de 24 meses fue mejor con la VAR y, por lo tanto, la combinación tiende a seguir más de cerca el pronóstico de la VAR en ese extremo. La combinación de pronósticos arroja un precio del Brent de US\$108 el barril en 2014 (US\$6 menos que la VAR, pero US\$3 más que los futuros) y de US\$114 el barril en 2015 (US\$8 menos que la VAR, pero US\$14 más que los futuros).

Cuadro 1.SE.1. Error cuadrático medio en horizontes de pronóstico h (en relación con el modelo de paseo aleatorio)

Modelo	Modelos de pronóstico simples										Modelos de VAR									
	PA	PA con deriva	AR(6)	PM(3)	ARPM(1,1)	Futuros	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J				
1	5,193	1,001	0,958	0,961	0,963	1,208***	0,919	0,894	0,946	1,008	0,927	0,949	0,978	1,145	0,989	0,913				
2	8,677	1,004	0,976	0,987	0,987	1,011	0,895	0,882	0,974	1,082	0,926	0,906	0,922	1,113	0,989	0,888				
3	11,513	1,007	0,973	0,997	0,994	1,016	0,843	0,829	0,949	1,054	0,895	0,855	0,852	1,054	0,969	0,835				
4	13,799	1,010	0,975	1,008	1,003	1,015	0,835	0,826	0,977	1,078	0,903	0,852	0,829	1,023	0,963	0,811				
5	15,648	1,013	0,974	1,013	1,007	1,013	0,818	0,805	0,980	1,121	0,901	0,834	0,800	0,981	0,952	0,784				
6	17,172	1,016	0,979	1,021	1,013	1,006	0,819	0,798	0,981	1,189	0,909	0,822	0,791	0,916	0,960	0,787				
7	18,337	1,018	0,982	1,028	1,016	0,998	0,822	0,803	0,988	1,233	0,919	0,815	0,787	0,859	0,969	0,807				
8	19,243	1,019	0,984	1,032	1,019	0,989	0,835	0,820	1,009	1,269	0,938	0,823	0,805	0,829	0,979	0,838				
9	19,879	1,020	0,987	1,036	1,022	0,980	0,855	0,847	1,038	1,289	0,961	0,843	0,845	0,822	0,998	0,871				
10	20,283	1,021	0,988	1,034	1,022	0,973	0,877	0,874	1,070	1,296	0,988	0,872	0,882	0,837	1,025	0,898				
11	20,706	1,021	0,987	1,032	1,022	0,964	0,883	0,881	1,086	1,262	1,000	0,888	0,899	0,846	1,049	0,907				
12	21,240	1,021	0,985	1,032	1,022	0,952	0,873	0,873	1,085	1,211	0,996	0,884	0,896	0,848	1,059	0,900				
15	22,561	1,021	0,980	1,036	1,023	0,925	0,852	0,840	1,103	1,270	1,014	0,870	0,874	0,859	1,057	0,862				
18	23,276	1,018	0,981	1,032	1,021	0,918	0,820*	0,796*	1,108	1,387	1,035	0,827	0,818	0,818*	1,055	0,809**				
21	23,929	1,008	0,982	1,018	1,010	0,926	0,853*	0,842*	1,149	1,129	1,096	0,860	0,854*	0,836**	1,117	0,864**				
24	25,342	1,005	0,976	1,011	1,006	0,932	0,891	0,882	1,184	1,095	1,132	0,897	0,891	0,878	1,151	0,924				

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los valores inferiores a 1 indican superioridad del modelo de pronóstico respecto del paseo aleatorio. Los valores en negrita indican el modelo de pronóstico óptimo. Los valores acompañados de *, ** y *** indican rechazo de la hipótesis nula de igual capacidad predictiva del modelo en cuestión y el modelo de paseo aleatorio con la prueba de Diebold-Mariano a niveles de 10, 5 y 1%, respectivamente. Los modelos de autorregresión vectorial (VAR) A a J están expresados en diferenciales logarítmicos, con la excepción del E, que está expresado en niveles logarítmicos. Todos tienen 6 rezagos, excepto el D, que tiene 12. El modelo B incluye el índice de tipos de cambio. El modelo F distingue entre la producción industrial de los mercados emergentes y la de las economías avanzadas. Los modelos G y H desagregan la producción petrolera por región. El modelo J es el presentado en esta sección especial, suprimiendo la tendencia del precio real del petróleo. Para más detalles, véase Beckers y Beidas-Strom (de próxima publicación). Las hileras representan el horizonte en meses. AR = autorregresión; ARPM = autorregresión y promedio móvil; PM = promedio móvil; PA = paseo aleatorio.

Recuadro 1.1. Oferta de crédito y crecimiento económico

La naturaleza financiera de la reciente crisis mundial ha reavivado el interés en comprender la importancia de las condiciones de la oferta de crédito para el crecimiento económico. Este tema conserva relevancia dado que varios países aún están haciendo frente a las debilidades del sector bancario. En particular, la contracción ininterrumpida del crédito bancario a empresas no financieras en la zona del euro está suscitando la inquietud de que las condiciones crediticias difíciles aún estén actuando como un lastre para el crecimiento económico. En este recuadro se presenta una evaluación empírica de la importancia de los shocks de la oferta de crédito como factor limitante del crecimiento económico desde comienzos de 2008 en Estados Unidos; las cuatro economías más grandes de la zona del euro (Francia, Alemania, Italia, España), e Irlanda, que sufrió una crisis bancaria grave. Las conclusiones revelan que Alemania y Estados Unidos han revertido prácticamente en su totalidad la restricción de la oferta de crédito que experimentaron durante la crisis. Por el contrario, la adopción de nuevas medidas para reavivar la oferta de crédito en España, Francia, Irlanda e Italia podría incrementar el PIB 2% o más.

Identificar los shocks de la oferta de crédito no es una tarea sencilla porque las variables utilizadas comúnmente para monitorear las condiciones de crédito, como el aumento del crédito y las tasas activas, reflejan factores relacionados tanto con la oferta como con la demanda. En este recuadro se aíslan las condiciones de la oferta de crédito mediante indicadores de normas de crédito bancario que reflejan las condiciones que rigen los préstamos y los criterios utilizados por los bancos para aprobarlos¹.

Sin embargo, estos indicadores tampoco deben ser considerados indicadores puros de shocks de la oferta de crédito, ya que los bancos pueden ajustar las normas de concesión de crédito no solo a medida que cambian su propia actitud frente al riesgo, las exigencias regulatorias o los shocks exógenos de sus balances, sino también debido a las variaciones de la demanda de crédito y la solvencia de los prestatarios. Por ejemplo, es probable que los bancos apliquen normas de concesión de crédito más estrictas cuando una recesión

en curso o en ciernes reduce la demanda de crédito y socava la capacidad de reembolso de los prestatarios.

Para resolver este problema de identificación, se estimó una autorregresión vectorial (VAR, por sus siglas en inglés) parsimónica con frecuencia trimestral desde el primer trimestre de 2003 hasta el tercer trimestre de 2013. La VAR incluye el crecimiento del PIB real, el crecimiento del PIB previsto para el trimestre siguiente y cambios en las normas de crédito bancario para los préstamos a empresas. Los shocks de la oferta de crédito se aíslan imponiendo en la VAR que producen una variación inmediata de las normas de concesión de crédito sin un impacto contemporáneo en el crecimiento corriente o previsto del PIB. Los shocks que mueven las normas de concesión de crédito así como el crecimiento efectivo o previsto del PIB dentro del mismo trimestre no se interpretan como shocks de la oferta de crédito; más bien, son una mezcla de shocks internos y no internos que, al afectar al producto corriente y previsto, también pueden producir cambios en las normas de concesión de crédito. Por ejemplo, la noticia de una recesión incipiente que conduce a una revisión a la baja del crecimiento del PIB previsto y a la adopción de normas de concesión de crédito más estrictas no se considera un shock crediticio.

Existen tres inquietudes principales en torno a las posibles limitaciones de la estrategia de identificación. Por un lado, la restricción por identificación puede ser muy conservadora. Un shock de la oferta de crédito, especialmente si ocurre al comienzo del trimestre, probablemente ya haya tenido cierto efecto en el PIB dentro del mismo trimestre, o al menos en las expectativas del PIB del trimestre siguiente. Hacer caso omiso a esta probabilidad introduce un sesgo a la baja en las estimaciones; por lo tanto, el marco de estimación ofrece una evaluación conservadora de los efectos de los shocks de la oferta de crédito en el crecimiento del PIB. Por otra parte, el crecimiento del PIB corriente y previsto quizá no capte en su totalidad la apreciación que hacen los bancos de la solvencia de los prestatarios. En este caso, el marco de estimación podría sobreestimar la importancia de los shocks de la oferta de crédito. Por último, los resultados de la estimación podrían verse afectados por el sesgo por variables omitidas, dado que la limitada serie temporal de las normas de concesión de crédito (que comienza recién en 2003) no permite estimar una VAR de mayor escala, o por quiebres estructurales del nexo entre el crédito y la actividad económica después de la crisis financiera mundial.

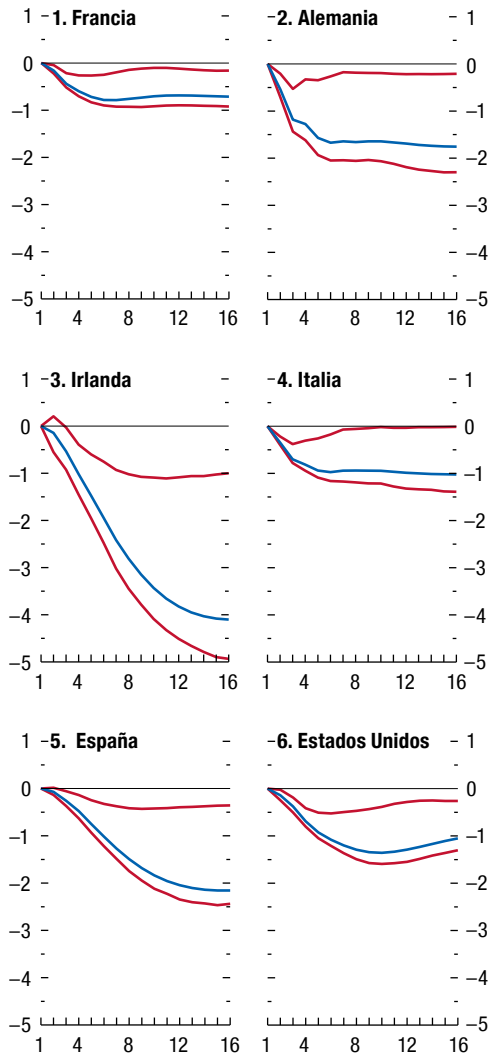
Los autores de este recuadro son Andrea Pescatori y Damiano Sandri.

¹Las normas de concesión de crédito han sido utilizadas en análisis parecidos de Estados Unidos (Lown y Morgan, 2006; Bassett *et al.*, de próxima publicación) y la zona del euro (de Bondt *et al.*, 2010).

Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.1. Respuestas acumulativas del PIB a un endurecimiento de 10 puntos porcentuales de las normas de concesión de crédito

(Porcentaje del PIB; estimaciones puntuales y bandas de confianza calculadas por "bootstrap" con 2 desviaciones estándar, trimestres en el eje de la abscisa)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

El gráfico 1.1.1 muestra el efecto acumulativo que sufre el PIB real a causa de un shock de la oferta de crédito que provoca un endurecimiento de 10 puntos porcentuales de las normas de concesión de crédito.

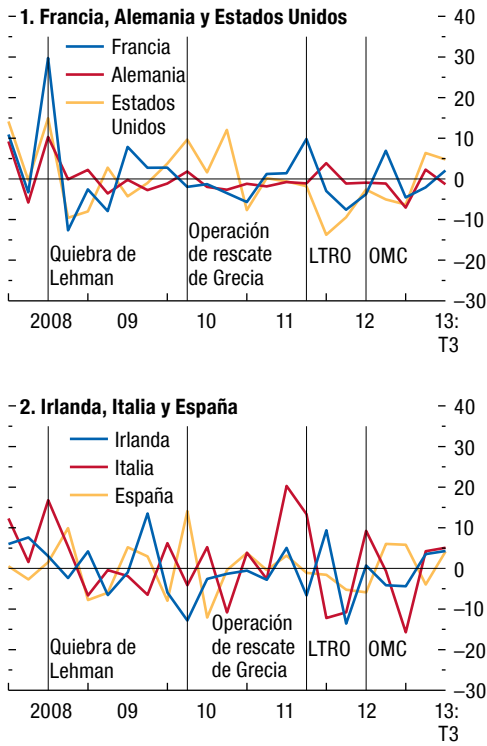
Esto es parecido al promedio internacional de los shocks sufridos en la época de la quiebra de Lehman Brothers, como muestra el gráfico 1.1.2. El impacto estimado en el PIB es negativo y estadísticamente significativo en todos los países. En Francia, Italia y Estados Unidos, el shock provoca una contracción acumulativa total del PIB del orden de 1%. Los shocks de la oferta de crédito parecen tener un efecto más pronunciado en el PIB de Alemania (1,8%) y especialmente en el de España e Irlanda (2,2% y 4,0%, respectivamente), cuyas empresas no financieras han dependido mucho más del crédito bancario. Sin embargo, las barras de confianza muestran que estas diferencias entre países no suelen ser estadísticamente significativas.

El gráfico 1.1.1 muestra también que los shocks de la oferta de crédito producen un efecto más inmediato en Francia, Alemania e Italia, donde la contracción máxima del PIB ocurre en el transcurso de un plazo de 6 trimestres. El efecto es más rezagado en Estados Unidos y especialmente en Irlanda y España, donde los shocks de la oferta de crédito continúan reduciendo el PIB hasta 16 trimestres. Es interesante constatar que en todos los países los shocks de la oferta de crédito tienen un efecto permanente en el PIB, lo que hace pensar que los problemas irresueltos del sector bancario quizá tengan un efecto perjudicial duradero en el producto.

Al evaluar la importancia de los shocks de la oferta de crédito en la erosión del crecimiento desde 2008, es importante tener en cuenta no solo cómo afecta al PIB un shock determinado, sino también cuál es la magnitud y la frecuencia de los shocks. El gráfico 1.1.2 muestra los shocks de la oferta de crédito identificados por la VAR; los valores positivos indican una desmejora de las condiciones crediticias. El gráfico muestra diferencias significativas entre los países que coinciden en términos generales con evidencia anecdótica sobre la naturaleza de la crisis. En Francia, Alemania y Estados Unidos, la desmejora más marcada de la oferta de crédito ocurrió en el segundo semestre de 2008, cuando quebró Lehman Brothers. A partir de entonces, las condiciones de crédito se mantuvieron relativamente estables, especialmente en Alemania (gráfico 1.1.2, panel 1). Por el contrario, Irlanda, Italia y España sufrieron los shocks más fuertes en una etapa posterior de la crisis. En Irlanda, la oferta de crédito se contrajo drásticamente a fines de 2009 y se produjo un profundo shock negativo de la oferta de crédito en la época del rescate de Grecia. Italia vivió una grave contracción de la oferta de crédito a fines de 2011,

Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.2. Shocks de la oferta de crédito
(Variaciones en puntos porcentuales de las normas de concesión de crédito)



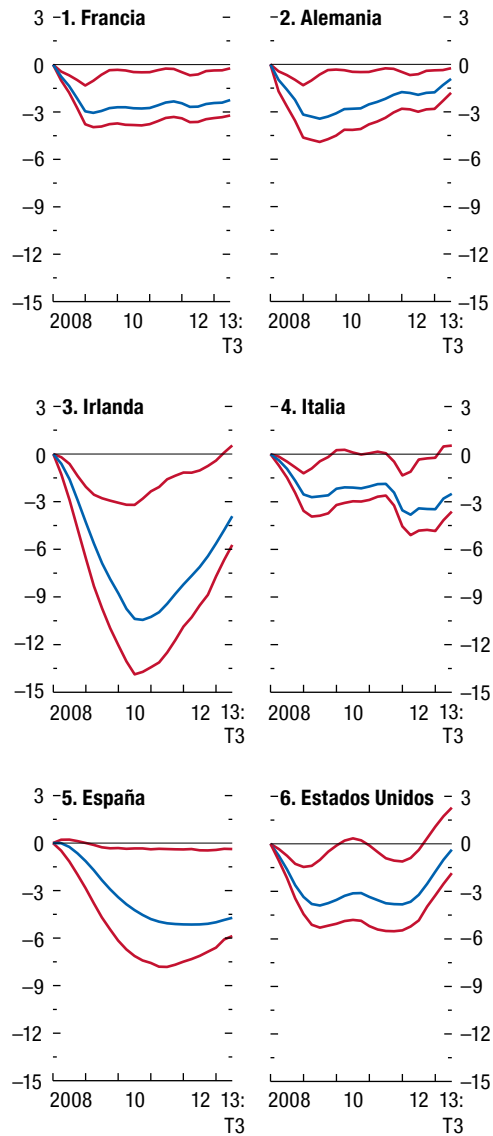
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
Nota: LTRO = Operaciones de refinanciación a plazo más largo; OMC = Operaciones Monetarias de Compraventa.

cuando los rendimientos de los títulos soberanos alcanzaron su punto máximo.

Al combinar la magnitud y la frecuencia de los shocks de la oferta de crédito (gráfico 1.1.2) con el impacto que tienen en el PIB (gráfico 1.1.1) se puede apreciar la contribución de los shocks de la oferta de crédito al PIB en un período determinado. El gráfico 1.1.3 muestra la contribución acumulada de estos shocks con relación al PIB en el primer trimestre de 2008². Las bandas de confianza confirman que el endurecimiento de la oferta de crédito tuvo un efecto negativo estadísticamente significativo en el PIB, pero también ponen de relieve que existe considerable

Gráfico 1.1.3. Contribución de los shocks de oferta de crédito al PIB

(Contribución acumulada con respecto al PIB de 2008:T1; estimaciones puntuales y bandas de confianza calculadas por "bootstrap" con 2 desviaciones estándar)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

²En ausencia de shocks (incluidos los no financieros), el PIB habría crecido a su tendencia estimada, que varía de un país a otro.

Recuadro 1.1 (continuación)

incertidumbre en torno a los efectos precisos. Cuando se examinan las estimaciones puntuales, los resultados revelan que en Francia, Alemania y Estados Unidos los shocks de la oferta de crédito produjeron contracciones muy parecidas del PIB, del orden de 3%, para comienzos de 2009 (gráfico 1.1.3, paneles 1, 2 y 6). La contribución negativa de los shocks de la oferta de crédito se moderó posteriormente, especialmente en Alemania y Estados Unidos. La mejora ha sido considerablemente más débil en Francia. Para el tercer trimestre de 2013, el impacto acumulativo total de los shocks de la oferta de crédito en Francia, Alemania y Estados Unidos había generado una reducción de PIB, en comparación con comienzos de 2008, de 2,2%, 0,9% y 0,4%, respectivamente.

El impacto de los shocks de la oferta de crédito en el PIB es, según las estimaciones, considerablemente más fuerte en Irlanda, Italia y España, y en cierta medida en Italia, con diferencias que coinciden con los relatos frecuentes de las crisis nacionales específicas (gráfico 1.1.3, paneles 3, 4 y 5). Irlanda, que se enfrentó a una crisis bancaria grave, fue la economía que más sufrió a causa de la contracción de la oferta de crédito. De acuerdo con las estimaciones puntuales, el impacto ha sido impresionante: el PIB tuvo una reducción total de alrededor de 10% para mediados de 2010 y sus pérdidas comenzaron a revertirse recién a fines de ese año³. Una salvedad significativa es el ancho de las bandas de confianza, que sugiere que la VAR posiblemente no capte otros factores importantes que pueden haber afectado a la relación entre el crédito y el crecimiento del PIB en Irlanda. Por ejemplo, Laeven (2012) usa microdatos y detecta una influencia más grande de los factores vinculados a la demanda de crédito una vez que se tiene en cuenta el cambio estructural de la producción, que se reorientó de los bienes no negociables a los negociables durante la crisis.

En Italia, en 2008 la oferta de crédito se contrajo menos que en Francia y Alemania, lo cual concuerda

³Este impacto es parecido a la reducción del PIB que sufrió Irlanda entre 2008 y 2010. Sin embargo, con eso no pretendemos sugerir que la recesión profunda de Irlanda se debió exclusivamente a un endurecimiento de la oferta de crédito por dos razones. Primero, para explicar la crisis es necesario tener en cuenta no solo la caída del PIB, sino también la ausencia de crecimiento tendencial. Segundo, pueden haber estado en juego otras fuerzas contractivas importantes, posiblemente compensadas por otros shocks positivos, que la VAR no puede aislar.

con una exposición mucho más baja a activos estadounidenses, y se recuperó temporalmente hasta mediados de 2011. Sin embargo, las condiciones de crédito desmejoraron drásticamente a fines de 2011, cuando los rendimientos de los títulos soberanos italianos dieron un fuerte salto y se produjo una contracción del PIB de alrededor de 2%. Las condiciones de crédito se estabilizaron posteriormente, y la recuperación se fortaleció a mediados de 2013. En España, las condiciones de la oferta de crédito ejercieron un efecto negativo rezagado pero continuo en el PIB desde comienzos de 2008 hasta el primer trimestre de 2012. Se observó posteriormente cierta estabilización, posiblemente gracias a la operación de refinanciamiento a largo plazo de tres años, las Operaciones Monetarias de Compraventa, y el programa respaldado por el Mecanismo de Estabilidad Financiera para recapitalizar el sector bancario. Globalmente, los shocks de la oferta han provocado contracciones del PIB en Irlanda, Italia y España de 3,9%, 2,5% y 4,7%, respectivamente, con bandas de confianza significativas en torno a esas estimaciones, como ya se señaló.

La contribución histórica de los shocks de la oferta de crédito que muestra el gráfico 1.1.3 también pueden aclarar el impacto potencial de las políticas encaminadas a fortalecer el sector bancario, como las medidas que pretenden reforzar el capital bancario o lograr un avance mayor hacia la unión bancaria en la zona del euro. De hecho, el impacto acumulativo de los shocks de la oferta de crédito también puede interpretarse en términos de los beneficios que produciría la adopción de políticas del sector financiero capaces de neutralizar los shocks negativos de la oferta de crédito ocurridos desde comienzos de 2008. Alemania y Estados Unidos básicamente han revertido ya los efectos negativos de los shocks de la oferta de crédito, pero hay beneficios considerables que aún no se han hecho realidad en Francia, Irlanda, Italia y España. En estos países, al restablecer la oferta de crédito a los niveles previos a la crisis se podría lograr un aumento del PIB de 2,2%, 2,5%, 3,9% y 4,7%, respectivamente, en comparación con el primer trimestre de 2008. Cabe hacer la salvedad de que las políticas que devuelvan la oferta de crédito a los niveles de 2008 quizá no sean aconsejables desde el punto de vista de la estabilidad financiera, dado que las condiciones crediticias imperantes antes de la crisis posiblemente hayan sido producto de un apalancamiento excesivo del sector bancario y una toma imprudente de riesgos.

Recuadro 1.2. ¿Está reorientando China el gasto en materias primas?

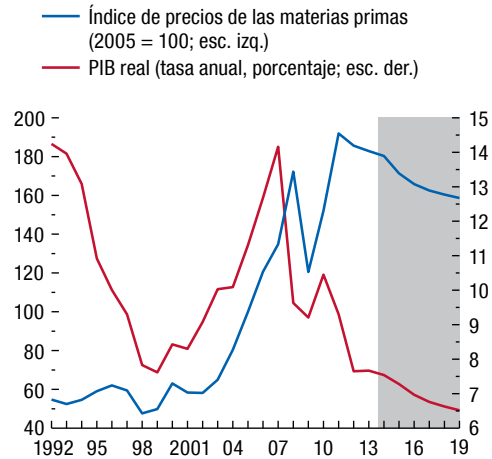
Tras tres décadas de rápido crecimiento, de alrededor de 10% al año en promedio, la desaceleración reciente de la economía china ha suscitado numerosas inquietudes. Entre ellas cabe mencionar las implicaciones para los mercados internacionales de materias primas: el reequilibramiento de la demanda china puede empujar a la baja el consumo y los precios de las materias primas y generar así efectos de contagio adversos para los exportadores de materias primas (gráfico 1.2.1). En este recuadro se analizan el consumo de materias primas en China y su relación con el reequilibramiento de la demanda. El análisis determina que es poco probable que dicho consumo haya tocado máximos teniendo en cuenta los niveles actuales de ingreso per cápita. Además, el patrón del consumo de materias primas en China sigue de cerca el de otras economías de Asia de rápido crecimiento¹. Sin embargo, su reciente recomposición es congruente con los indicios incipientes de reequilibramiento de la demanda: el consumo privado de bienes no perecederos ha comenzado a repuntar, y la inversión en infraestructura se ha enfriado. El consumo de materias primas ha venido aumentando en el mundo entero (y en China) y, según las previsiones, mantendrá esa trayectoria, aunque a un ritmo más lento en el caso de las materias primas de bajo grado y más rápido en el caso de las de grado más alto. Eso implica efectos de contagio positivos para los exportadores de materias primas, sobre todo las de más valor.

El crecimiento de la demanda mundial de materias primas se ha moderado en cierta medida, pero en China el consumo de materias primas continúa en aumento. Desde la crisis financiera internacional, la tasa de crecimiento del consumo mundial de materias primas parece estar disminuyendo, en comparación con el auge de mediados de la década de 2000, excepto en el caso de los alimentos (gráfico 1.2.2). Esa desaceleración se vio acompañada de una recomposición del consumo mundial de materias primas. Específicamente, dentro del ámbito de la energía primaria, la tasa de crecimiento del consumo de gas natural ha subido con más rapidez que la de otros combustibles, los alimentos muy básicos como el arroz están cediendo su lugar a las proteínas (la suma de los datos

La autora de este recuadro es Samya Beidas-Strom, con la asistencia de Angela Espiritu, Marina Rousset y Li Tang. Para más detalles sobre la metodología y los resultados resumidos en este recuadro, véase Beidas-Strom (de próxima publicación).

¹Al igual que en Guo y N'Diaye (2010) y Dollar (2013), las economías de referencia son Corea, Japón y la provincia china de Taiwan.

Gráfico 1.2.1. China: Crecimiento del PIB real y precios de las materias primas

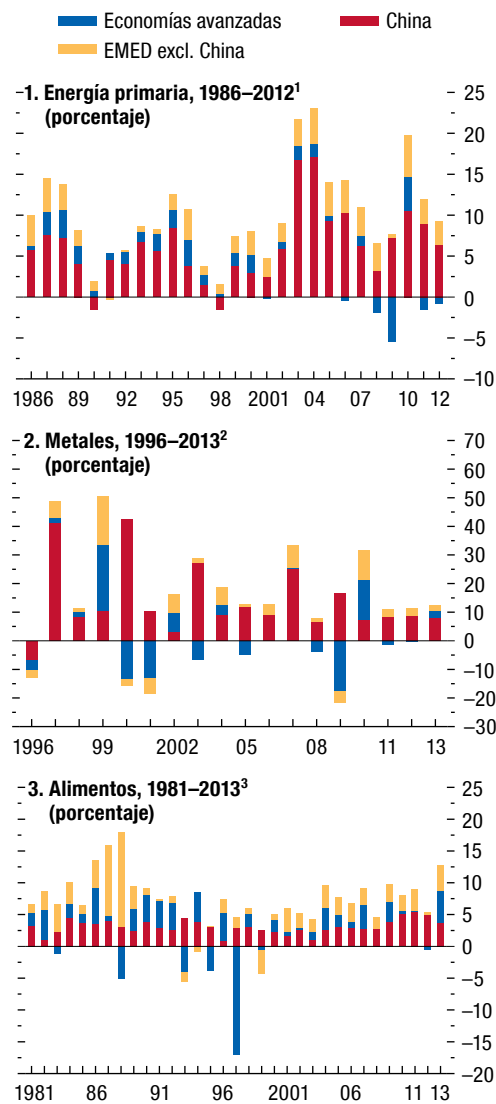


Fuentes: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios, y estimaciones del personal técnico del FMI.

correspondientes a los aceites comestibles, la carne y la soja; excluye los frutos de mar y los lácteos por falta de datos completos), y el consumo de metales de base se ha alejado en general de los metales de bajo grado (cobre y mineral de hierro) para orientarse hacia los de grado más alto (aluminio y cinc). En China, la tasa de crecimiento del consumo de materias primas también se ha moderado, pero no ha perdido el vigor. Dentro de las categorías de materias primas, los patrones de consumo de energía, metales y alimentos per cápita parecen coincidir en general con los observados en otras economías de rápido crecimiento de Asia (a saber, Corea, Japón y la provincia china de Taiwan) hace unas décadas. Están en evidencia algunas idiosincrasias; la más notable es el nivel considerablemente más alto del consumo per cápita de carbón y alimentos muy proteínicos en China. Sin embargo, la reciente recomposición de las categorías de materias primas a nivel mundial también se observa en China. En particular, el arroz ha cedido su lugar a alimentos de más calidad (aceites comestibles y soja y, en menor grado, carne); el cobre y el mineral de hierro se han visto desplazados en los últimos tiempos por el aluminio, el estaño y el cinc; y el carbón ha comenzado a retroceder frente a combustibles de energía primaria más limpios. La demanda de carbón térmico en China (y otros mercados emergentes) disminuyó en

Recuadro 1.2 (continuación)

Gráfico 1.2.2. Tasa de crecimiento del consumo mundial de materias primas



Fuentes: British Petroleum Statistical Review; Agencia Internacional de Energía; Departamento de Agricultura de Estados Unidos; Administración de Información Energética de Estados Unidos; Oficina Mundial de Estadísticas del Metal; Asociación Mundial del Acero, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EMED = Economías de mercados emergentes y en desarrollo.

¹Carbón, gas y petróleo.

²Aluminio, cadmio, mineral de hierro, cobre, plomo, níquel, estaño y cinc.

³Cebada, carne vacuna, maíz, leche, aceite de palma, aceite de cacahuete, carne de cerdo, aves, aceite de colza, arroz, aceite de soja, soja, aceite de girasol y trigo.

2013 y comienzos de 2014, lo cual concuerda con el pronóstico de referencia de la Agencia Internacional de Energía (2013).

La relación entre el consumo de materias primas y el ingreso puede ayudar a analizar las perspectivas del consumo de materias primas en China en el futuro. La relación pronosticada entre el consumo de materias primas per cápita y el ingreso per cápita y otros factores determinantes se basa en regresiones multinacionales con datos en panel del período 1980–2013, con efectos fijos por país de 41 economías (26 avanzadas: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Corea, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca y Suecia; y 15 de mercados emergentes o en desarrollo: Chile, China, Croacia, Emiratos Árabes Unidos, Hungría, India, Iraq, México, Malasia, Pakistán, Polonia, Rusia, provincia china de Taiwan, Sudáfrica, Vietnam). En el caso de la energía primaria, todavía rige la relación no lineal con el ingreso per cápita ya pronosticada (edición de abril de 2011 del informe WEO. La regresión estimada es:

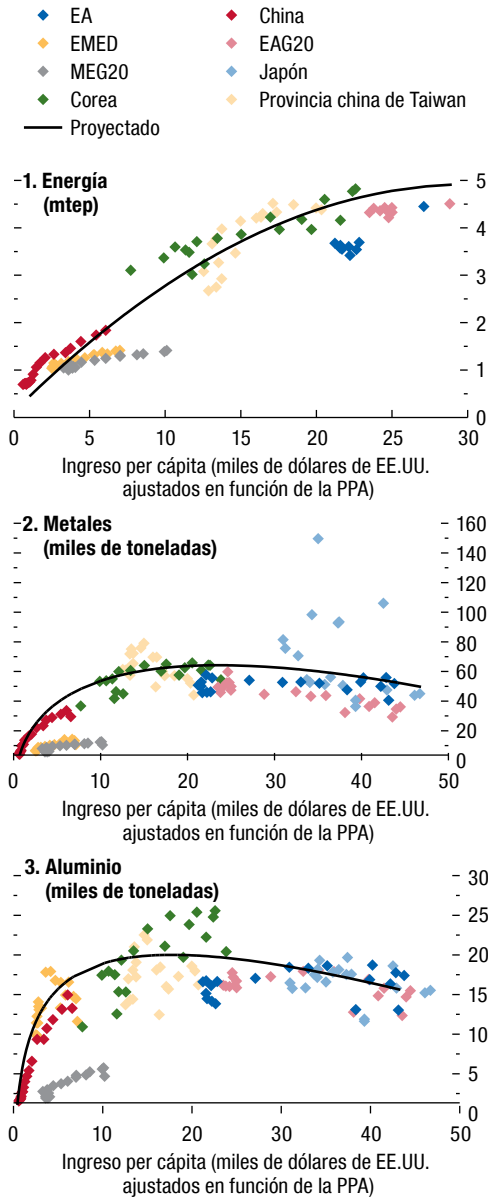
$$e_{it} = \alpha_i + P(y_{it}) + u_{it}, \quad (1.1)$$

en la cual i denota el país, t denota años, e es la energía primaria per cápita, y es el PIB per cápita real, $P(y)$ es un polinomio de tercer orden, y α_i capta los efectos fijos. Concretamente, la elasticidad-ingreso del consumo de energía es próxima a 1 a los niveles actuales de ingreso per cápita de China (como lo fue en otras economías de rápido crecimiento de Asia). Por el contrario, las economías avanzadas pueden sustentar el crecimiento del PIB con escaso o nulo aumento del consumo energético (gráfico 1.2.3, panel 1). Esta relación es plana en las economías con ingresos más elevados, excepto Estados Unidos, cuyo consumo ha estado aumentando junto con el ingreso per cápita. La novedad surge en el análisis de los metales básicos. Las regresiones estimadas para los metales promedio y sus componentes son las mismas que las de la energía, pero con argumentos añadidos: la proporción de la inversión dentro del PIB, la proporción de los productos no perecederos dentro del consumo privado² y las

²El consumo privado (productos no perecederos, productos perecederos y servicios) de los mercados emergentes se obtiene empalmando el conjunto completo de datos con datos de CEIC Data, la Oficina de Análisis Económicos, Economist Intelligence Unit, Euromonitor, Global Insight y las encuestas de hogares de

Recuadro 1.2 (continuación)

Gráfico 1.2.3. Consumo per cápita de materias primas, efectivo y proyectado



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: EA = Economías avanzadas; EAG20 = Economías avanzadas del G-20; EMED = Economías de mercados emergentes y en desarrollo; MEG20 = Economías de mercados emergentes del G20; mtep = Millón de toneladas equivalentes de petróleo; PPA = Paridad del poder adquisitivo.

tasas del crecimiento de ambas. En particular, la relación no lineal con el ingreso per cápita constituye un buen predictor del consumo de metales en las primeras etapas de la convergencia del ingreso³, con una elasticidad-ingreso superior a 1 en China (y sus comparadores asiáticos). La curva proyectada del consumo de metales alcanza un punto de inflexión en un umbral de ingreso muy anterior al de la energía: primero se suaviza en el umbral de US\$8.000 per cápita, luego se aplana en torno a US\$18.000 per cápita y a partir de ahí disminuye poco a poco (gráfico 1.2.3, panel 2). Además, el consumo proyectado aumenta en la *tasa de crecimiento* del coeficiente inversión/PIB (a diferencia de la energía primaria).

Dado que la tasa de crecimiento de la inversión parece estar disminuyendo y el consumo está comenzando a aumentar en China, quizá se justifique una desagregación más detallada del consumo de metales de base para determinar cuáles son más sensibles a la evolución reciente de la inversión y el consumo. En el caso de algunos metales de alto grado, como el aluminio y el cinc, se ha determinado que la relación también está aumentando significativamente, tanto en la proporción del consumo de productos no perecederos dentro del consumo privado como en su tasa de crecimiento, con una elasticidad del consumo significativamente superior a 1 (y aún más alta en el caso del metal promedio). Por ende, el consumo per cápita proyectado de metales de alto grado aumenta con fuerza en niveles de ingreso per cápita inferiores a aproximadamente US\$20.000 (en relación con la tasa de crecimiento y la estabilización proyectadas para los metales promedio). Sin embargo, más adelante disminuye con más rapidez (en relación con los metales promedio) (gráfico 1.2.3, panel 3). Este resultado implica que se producirá un aumento de la inversión, los productos no perecederos y el PIB a nivel más general junto con el aumento del consumo (con una tasa de crecimiento en alza) de estos metales en el futuro —y probablemente también de algunos metales preciosos empleados en la manufactura de productos no perecederos de alta gama, como el paladio— al menos hasta que el ingreso per cápita de China sea el doble del actual. Por el contrario, la inversión y el crecimiento

World Development Indicators del Banco Mundial. Puede haber un error de medición en el “nivel”, pero lo que nos interesa aquí son los efectos en el “crecimiento”. Por ende, para calcular la proporción correspondiente a los productos no perecederos, los productos perecederos y los servicios, se reconstruye el consumo privado.

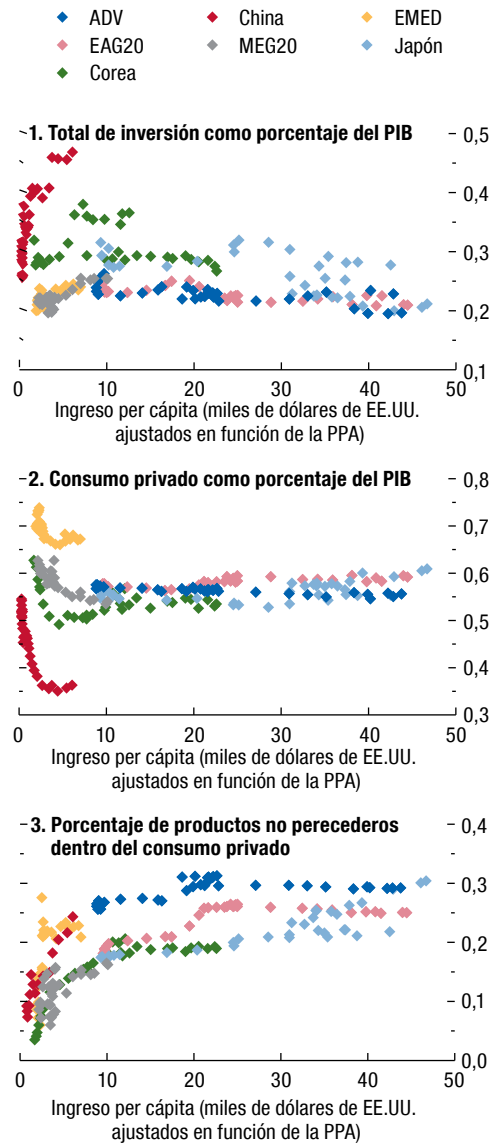
³Luego, la curva proyectada cae rápidamente a cero si el ingreso per cápita es el único determinante.

Recuadro 1.2 (continuación)

del PIB pronto quedarán sustentados por tasas de aumento más bajas del consumo de los metales de bajo grado, lo cual implica una desaceleración del aumento futuro de la demanda. Los resultados de las estimaciones confirman que el consumo de cobre y mineral de hierro seguirá aumentando, pero a un ritmo decreciente a medida que suba el ingreso, tal como ocurrió en las economías asiáticas incluidas en la comparación anterior. Se prevé que a un nivel de ingreso per cápita de US\$15.000 o más, el consumo de cobre y mineral de hierro retrocederá con más rapidez que el consumo de aluminio. Entre los metales básicos, únicamente los futuros sobre cobre se encuentran en una situación de *backwardation*. Sin embargo, ¿cuáles son las implicaciones generales de este análisis para la demanda mundial de materias primas, y qué vínculos tienen con el reequilibrio de la demanda en China?

Las trayectorias proyectadas del consumo de metales per cápita coinciden con la desaceleración de la inversión en infraestructura y la aceleración del consumo de productos no perecederos en China. Comparado con el de otras economías de mercados emergentes, el consumo per cápita de materias primas en China de hecho es elevado y va en aumento, como ya se estableció. Sin embargo, eso no es algo inusitado en las primeras etapas de la convergencia del ingreso dado su modelo de crecimiento, que en líneas generales sigue a los de Corea y la provincia china de Taiwan en los años setenta y ochenta, y al de Japón algunas décadas antes. Estas economías de referencia aplicaron un modelo de crecimiento liderado por la exportación, la acumulación de factores, un bajo nivel de consumo privado y un elevado nivel de inversión (gráfico 1.2.4, paneles 1 y 2). Las diferencias entre China y estas economías de referencia —analizadas en FMI (2011, 2013a); Hubbard, Hurley y Sharma (2012); y Dollar (2013)— tienen que ver más que nada con la relación inversión/PIB algo más elevada y la relación consumo de los hogares/PIB algo más baja, producto de factores sociales e institucionales específicos de China. El consumo privado en las economías de referencia también disminuyó en un principio y luego aumentó a medida que el ingreso comenzó a converger, y la inversión en infraestructura disminuyó en paralelo. El elevado nivel de inversión de China (Ahuja y Nabar, 2012; Roache, 2012) parece estar estabilizándose. Esto se observa especialmente en la tasa de crecimiento de

Gráfico 1.2.4. Patrones de gasto



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: EA = Economías avanzadas; EAG20 = Economías avanzadas del G-20; EMED = Economías de mercados emergentes y en desarrollo; MEG20 = Economías de mercados emergentes del G-20; PPA = Paridad del poder adquisitivo.

Recuadro 1.2 (continuación)

la infraestructura, a medida que algunas provincias se aproximan a un umbral de industrialización y construcción de infraestructura (McKinsey Global Institute, 2013)⁴. Por ende, la desaceleración observada de los metales utilizados intensivamente en la infraestructura parece ser natural. Entre tanto, el consumo privado de bienes no perecederos está convergiendo tras una larga demora (gráfico 1.2.4, panel 3), quizá como resultado de la aceleración observada de la tasa de crecimiento del consumo de aluminio y otros metales de alto grado (Banco Federal de Alemania, 2013; Goldman Sachs, 2013a)⁵.

A continuación debería producirse un reequilibrio de la demanda. Los resultados de las regresiones sugieren que la *tasa de crecimiento* del PIB y la relación inversión/PIB impulsan el consumo privado en las primeras etapas de convergencia del ingreso (antes de llegar al umbral de US\$10.000 per cápita), cuando hay un consumo intensivo de materias primas de bajo grado⁶. Posteriormente, según Eichengreen, Park y

⁴Se observa una desaceleración de la inversión real total en activos fijos durante el segundo semestre de 2013, con una desaceleración notable de la tasa de crecimiento de la inversión en los sectores de infraestructura, construcción y bienes raíces no negociables durante el cuarto trimestre del año.

⁵El análisis del sector (Goldman Sachs, 2013b) corrobora estos hallazgos: ha aumentado la demanda de productos no perecederos con gran intensidad de metales de alto grado (por ejemplo, automotores y lavavajillas) y productos perecederos (alimentos proteínicos) y servicios (turismo y seguros) de alta gama.

⁶Mismo período y panel de economías; sobre la base de dos regresiones separadas con datos de panel por mínimos cuadrados generalizados, con efectos fijos y errores estándar robustos: una para los factores determinantes de la relación consumo privado/PIB, la otra para la proporción de bienes no perecederos dentro del consumo. Se determinó que los siguientes factores internos son estadísticamente significativos: represión o liberalización financiera, crédito a empresas estatales, gasto personal privado en salud y educación (Barnett y Brooks, 2010) y factores demográficos. Cabe señalar que las condiciones de financiamiento externo y la riqueza de los hogares (por ejemplo, precios inmobiliarios) no resultan estadísticamente significativas.

Shin (2013), (el aumento de) los *niveles* de ingreso y otros factores sociales e institucionales internos son los elementos más determinantes de la proporción del consumo de productos no perecederos (y servicios) cuando la demanda se orienta hacia las materias primas de alto grado. Esas predicciones de los factores determinantes de los componentes de la demanda interna parecen coincidir con la recomposición de las materias primas y el cambiante patrón del gasto en China: hacia materias primas de alto grado y productos no perecederos desde 2012 y la disminución de la demanda de materias primas de bajo grado y de la inversión en infraestructura durante 2013, lo cual apunta a un incipiente reequilibrio de la demanda. La implementación de las reformas contempladas en la Tercera Sesión Plenaria del Decimoctavo Comité Central —particularmente la eliminación de los subsidios a los factores y crédito administrado— debería incrementar la renta del trabajo privado y promover un reequilibrio más profundo.

Deberían producirse efectos de contagio positivos a los exportadores de materias primas de alto y bajo grado a medida que el consumo de materias primas siga las relaciones proyectadas. El reequilibrio no indica que el nivel del consumo de materias primas en China vaya a tocar máximos, al menos no hasta que el ingreso per cápita actual se duplique. Más bien, el consumo de materias primas (a nivel mundial y en China) aumentaría y continuaría reorientándose poco a poco hacia los alimentos y los metales de alto grado, así como los combustibles de energía primaria más limpios. Sin embargo, los exportadores de materias primas básicas y de bajo grado (arroz, cobre, mineral de hierro y, posteriormente, carbón) deberían prever que la demanda china crecerá con más lentitud a medida que se vuelque hacia otras materias primas, con crecientes efectos de contagio positivos para los exportadores de estas materias primas.

Recuadro 1.3. Anclaje de las expectativas inflacionarias cuando la inflación es inferior al objetivo

¿Podrían desmejorar inesperadamente las condiciones financieras en las economías avanzadas más grandes del mundo? El interrogante se plantea porque la inflación subyacente se ha mantenido por debajo del objetivo en Estados Unidos, Japón y la zona del euro. En Japón, donde este fenómeno perdura desde hace más tiempo, la deflación se ha arraigado. Entre tanto, en la zona del euro y Estados Unidos, el bajo nivel de inflación ya ha arrastrado a la baja las expectativas inflacionarias a más corto plazo. Si las expectativas a más largo plazo también comienzan a disminuir, las implicaciones podrían ser graves. Los bancos centrales podrían tener dificultad para distender las condiciones monetarias porque las tasas de interés nominales ya se encuentran efectivamente en el límite cero. En ese caso, las tasas de interés reales (que se basan en la inflación prevista a largo plazo) subirían, con el consecuente deterioro de las condiciones financieras y peligro para las recuperaciones aún frágiles.

En este recuadro se plantea cómo pueden impedir los bancos centrales que las expectativas a más largo plazo se desanclen, analizando el caso de tres países con experiencia en metas de inflación (Canadá, Noruega, República Checa), así como las tres economías avanzadas más grandes que han adoptado objetivos numéricos de inflación (Estados Unidos, Japón, la zona del euro)¹. Antes de proceder, cabe recordar que el hecho de mantener las expectativas inflacionarias a largo plazo ancladas en niveles positivos no basta para conjurar el riesgo de un nivel de inflación indeseablemente bajo: en Japón, las expectativas inflacionarias siguieron siendo positivas durante años, incluso mientras la economía caía en deflación (gráfico 1.3.1).

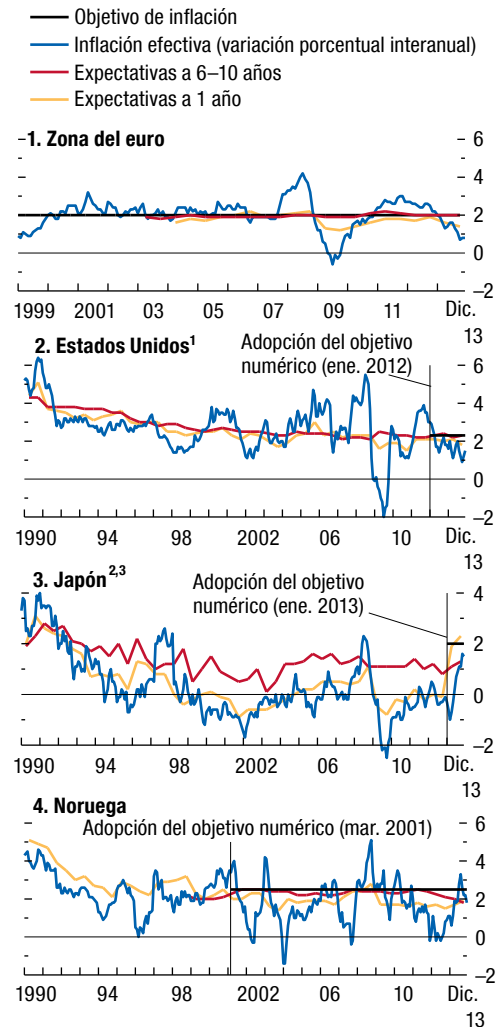
Resultados en materia de inflación y expectativas a corto plazo

El bajo nivel de inflación ya está empujando a la baja las expectativas inflacionarias a más corto plazo.

Los autores de este recuadro son Ali Alichí, Joshua Felman, Emilio Fernández Corugedo, Douglas Laxton y Jean-Marc Natal.

¹Canadá y Noruega sirven para ilustrar las dificultades de compaginar objetivos contradictorios; la República Checa pone de relieve la importancia de disponer de otros instrumentos para elevar las expectativas inflacionarias cuando la tasa de interés de política monetaria se encuentra en el límite cero.

Gráfico 1.3.1. Expectativa de inflación en la zona del euro, Estados Unidos, Japón y Noruega



Fuentes: Consensus Economics y cálculos del personal técnico del FMI.

¹El objetivo de inflación implícito del índice de precios al consumidor (IPC) está estimado en torno a 0,3 puntos porcentuales por encima del objetivo de inflación oficial del gasto de consumo personal (GCP) de 2,0% de la Reserva Federal. Esto se basa en la diferencia entre los pronósticos de inflación a largo plazo según el IPC y el GCP de la Reserva Federal del *Survey of Professional Forecasters* del Banco de Filadelfia.

²El objetivo de inflación numérico fue anunciado en diciembre de 2012; la implementación ocurrió en enero de 2013.

³En octubre de 2013, el gobierno japonés anunció que la tasa del impuesto al valor agregado aumentaría 3 puntos porcentuales a partir de abril de 2014, lo cual hizo subir drásticamente las expectativas inflacionarias a corto plazo.

Recuadro 1.3 (continuación)

Cuadro 1.3.1. Expectativas inflacionarias según el índice de precios al consumidor calculadas por Consensus Economics¹
(Porcentaje)

	2014	2015	2016	Objetivo de inflación	¿Se publica una trayectoria de la tasa de interés congruente con la política monetaria?
Zona del euro	1,1 (-0,3)	1,4 (-0,2)	1,8	2,0 ²	No
España	0,7 (-0,6)	1,3 (-0,3)	1,7	...	...
Italia	1,1 (-0,5)	1,3 (-0,4)	1,6	...	...
Francia	1,2 (-0,3)	1,4 (-0,2)	1,7	...	...
Alemania	1,6 (-0,3)	2,0 (-0,1)	2,1	...	...
Japón	2,3 (0,0)	1,6 (+0,3)	1,4	2,0	No
Estados Unidos	1,6 (-0,2)	1,9 (-0,2)	2,3	2,3 ³	Sí ⁴
Canadá	1,5 (-0,3)	1,9 (-0,1)	2,0	2,0	No, solo usa palabras
Suecia	0,9 (-0,4)	2,0 (-0,1)	2,2	2,0	Sí
Noruega	2,0 (+0,1)	2,1 (0,0)	2,0	2,5	Sí
República Checa	1,3 (-0,3)	2,2 (+0,4)	2,0	2,0	Sí
Nueva Zelanda	2,0 (0,0)	2,3 (-0,1)	2,4	1,0–3,0	Sí
Reino Unido	2,3 (-0,2)	2,3 (-0,3)	2,8	2,0	No

Fuentes: Banco de Inglaterra (2012); Consensus Economics; sitios web de los bancos centrales, y compilación del personal técnico del FMI.

¹Los datos de 2014–15 están tomados de la encuesta de Consensus Economics de enero de 2014 (las desviaciones respecto de la encuesta de referencia de octubre de 2013 se indican entre paréntesis). Los datos de 2016 están tomados de la encuesta de referencia de octubre de 2013 de Consensus Economics.

²El objetivo oficial del Banco Central Europeo es una inflación "inferior pero cercana a 2,0%".

³El objetivo de inflación implícito del índice de precios al consumidor (IPC) fue estimado por el personal técnico del FMI en aproximadamente 0,3 puntos porcentuales por encima del objetivo de inflación oficial del gasto de consumo personal (GCP), de 2,0% de la Reserva Federal. Esto se basa en la diferencia entre los pronósticos de inflación a largo plazo según el IPC y el GCP de la Reserva Federal (*Survey of Professional Forecasters del Banco de Filadelfia*).

⁴En Estados Unidos, la trayectoria de las tasas de interés está tomada de los distintos participantes de la reunión de los miembros del Comité Federal de Mercados Abiertos.

La encuesta Consensus Economics de especialistas en pronósticos revela el problema: las proyecciones de inflación para 2014–15 están efectivamente por debajo del objetivo en las seis economías antes mencionadas (cuadro 1.3.1)². Aumentan con el correr del tiempo, pero incluso para 2016 continuarían por debajo del objetivo en Japón, Noruega y la zona del euro.

Marcos de política y expectativas a largo plazo

¿Cuál es el riesgo de que esa disminución de las expectativas a más corto plazo repercuta en las expectativas a más largo plazo? Los datos sugieren que la respuesta depende del marco de política. El gráfico 1.3.1 presenta estimaciones de las expectativas inflacionarias a más largo plazo (a 6–10 años) de Estados Unidos,

²Consensus Economics lleva a cabo una encuesta mensual de la inflación prevista de los precios al consumidor para el año en curso (2014) y el siguiente (2015), y una encuesta semestral (abril y octubre) de la inflación prevista a más largo plazo. Las expectativas inflacionarias de Japón en 2014 exhiben el marcado efecto transitorio del aumento del impuesto sobre el valor añadido previsto para abril. Los indicadores de la inflación subyacente, excluyendo los efectos del impuesto sobre el valor añadido, serían significativamente inferiores al objetivo de 2%.

Japón, Noruega y la zona del euro. Antes de que Estados Unidos y Japón adoptaran objetivos numéricos de inflación, las expectativas a largo plazo tendían a moverse junto con las expectativas a corto plazo y la inflación efectiva (en Estados Unidos, principalmente porque aún estaba en marcha el proceso de desinflación a niveles acordes con el objetivo de inflación a largo plazo). Por el contrario, Canadá fijó un objetivo de inflación constante a 2% mucho antes, y las expectativas inflacionarias a largo plazo quedaron ancladas firmemente a la meta, a pesar de las fluctuaciones a corto plazo (véase el cuadro 1.3.1)³.

Esto no es accidental. Una vez que los bancos centrales adoptan objetivos numéricos, dedican considerables recursos a asegurar que las expectativas inflacionarias a largo plazo estén bien ancladas. Emplean pronósticos de inflación para guiar las medidas de política monetaria, estimando la trayectoria endógena de la tasa de interés de política monetaria que debería devolver la inflación a la meta. La mayoría también publica información sobre

³Análogamente, Capistrán y Ramos-Francia (2010) concluyen que la dispersión de las expectativas inflacionarias a corto y mediano plazo es más baja en los países con metas de inflación.

Recuadro 1.3 (continuación)

los pronósticos para brindar una orientación avanzada al público⁴. De esa manera, pueden garantizar que las medidas de política monetaria sean coherentes con un nivel de inflación que se moverá hacia el objetivo fijado con el correr del tiempo.

La política posterior a la crisis financiera internacional

Inmediatamente después de la crisis financiera internacional, las economías avanzadas más grandes se enfrentaron a un dilema. Tenían que brindar un estímulo masivo para apuntalar la economía real a corto plazo, pero manteniendo ancladas las expectativas inflacionarias a largo plazo. También sabían que esos objetivos podían lograrse con un marco de política monetaria más transparente centrado en las expectativas a más largo plazo, a pesar de las fluctuaciones a corto plazo de la inflación⁵. Por lo tanto, la Reserva Federal y el Banco de Japón adoptaron metas numéricas de inflación en 2012.

Sin embargo, la tarea de mantener ancladas las expectativas a largo plazo una vez superada la crisis ha resultado difícil. Canadá, Noruega y la República Checa estuvieron entre los primeros en adoptar un régimen de metas de inflación y tienen historias relativamente largas de comunicar la política monetaria dentro del marco de un régimen de metas de inflación⁶. Aun así, en Noruega las expectativas inflacionarias a largo plazo han estado moviéndose a la baja.

¿Cuál es el motivo? En parte, es que el Banco central de Noruega ha tenido que encontrar un equilibrio entre los objetivos de inflación y los de estabilidad financiera. Desde hace un tiempo le inquieta el hecho de que el crédito (especialmente a los hogares) está

creciendo con demasiada rapidez y agudizando los desequilibrios fiscales. Por ende, viene manteniendo tasas de política monetaria superiores a los niveles necesarios para devolver la inflación al objetivo, y se prevé que esa orientación continuará. En consecuencia, las expectativas inflacionarias a largo plazo se han ubicado por debajo de la meta.

El Banco de Canadá también tiene inquietudes en torno al creciente nivel de deuda de los hogares, y esa podría ser la razón por la cual se prevé que la inflación regresará a la meta recién en 2016. Pero las expectativas a más largo plazo se mantienen bien ancladas. ¿Dónde está la diferencia? Una explicación puede ser que el Banco de Canadá históricamente ha podido controlar la inflación. Fue uno de los primeros en fijar metas, y lo hizo una década antes que el Banco central de Noruega. Por ende, goza de considerable credibilidad.

La experiencia de la República Checa, entre tanto, ilustra las ventajas de disponer de instrumentos de política adicionales cuando la tasa de política monetaria se ha topado con el límite cero. Como la República Checa es una economía pequeña y abierta, el tipo de cambio es una herramienta poderosa para influir en los precios, y como la corona estaba sobrevalorada se estimó apropiado intervenir en el mercado de cambio⁷. Así lo hizo el banco central, junto con una vigorosa campaña de comunicación, e hizo subir las expectativas inflacionarias a corto plazo sin desanclar las expectativas a más largo plazo.

Conclusiones

¿Qué conclusiones podemos extraer de estas experiencias? Una lección importante es que los marcos de política monetaria respaldados por objetivos numéricos de inflación (como un régimen de metas de inflación) pueden contribuir a evitar que la disminución de las expectativas inflacionarias a corto plazo se traduzcan en caídas de las expectativas a más largo plazo.

Sin embargo, los marcos tienen una utilidad limitada. Una segunda lección es que la implementación también es crítica, y resulta difícil cuando los bancos centrales tienen ante sí objetivos contradictorios. Una estrategia puede ser asignar instrumentos macroprudenciales para lograr las metas de estabilidad financiera. Si es necesario reforzarlos con una orientación

⁴El Banco central checo y el Banco central de Noruega publican una trayectoria de la tasa de política monetaria congruente con el regreso de la inflación a la meta, en tanto que el Banco de Canadá simplemente describe con palabras los supuestos que sirven de base a su pronóstico de referencia. Los primeros dejan en claro que el pronóstico es un elemento importante de la formulación de las políticas, pero no es el único.

⁵Basándose en datos previos a la crisis financiera internacional, Levin, Natalucci y Piger (2004) y el recuadro 4.2 de la edición de septiembre de 2005 del informe WEO muestran que las expectativas inflacionarias a largo plazo estaban mucho mejor ancladas en los países con metas de inflación que en los países sin metas de inflación.

⁶Canadá fue el primer país del Grupo de los Siete que adoptó un régimen de metas de inflación en 1991, y ahora tiene más de 20 años de experiencia en el tema. La República Checa y Noruega adoptaron un régimen de metas de inflación en 1997 y 2001, respectivamente.

⁷El análisis del nivel del tipo de cambio de la República Checa figura en el recuadro 3.1 de la edición de abril de 2013 del informe WEO.

Recuadro 1.3 (continuación)

monetaria inusualmente restrictiva, los bancos centrales tendrán que explicar cómo esta contribuirá a estabilizar la economía a más largo plazo y, en última instancia, cómo ayudará a alcanzar el objetivo de inflación.

Una tercera lección crítica es que los bancos centrales necesitan herramientas adecuadas. Como las tasas de política monetaria están próximas a cero en muchos países, esto también es problemático. Hay algunos casos, como la República Checa, en que la intervención en el mercado de cambios sería apropiada; un uso generalizado de esta herramienta podría generar extensos efectos de contagio y dañar el sistema internacional. Lo

que queda entonces son otras políticas monetarias no convencionales. Aunque estas medidas pueden acarrear costos a más largo plazo, también ayudaron a evitar otra Gran Depresión desde la crisis financiera internacional.

Por último, para utilizar estas herramientas, los bancos centrales necesitarán independencia operacional, un pilar clave del control de la inflación en las dos últimas décadas. La situación reciente en este ámbito no es tranquilizadora. El alcance de las intervenciones extraordinarias —incluidas las adquisiciones de una amplia variedad de activos del sector público o privado— no debe estar restringido por factores políticos.

Recuadro 1.4. Regímenes cambiarios y susceptibilidad a la crisis en los mercados emergentes

La selección de un régimen cambiario es un tema perenne para los mercados emergentes. La ortodoxia, especialmente después de la crisis de los mercados emergentes de fines de la década de 1990, era bipolar: los países tenían que elegir entre la flotación o la paridad rígida (unión monetaria, dolarización, caja de conversión). La idea era que los regímenes intermedios (paridades fijas convencionales, bandas horizontales, paridades móviles, flotaciones reguladas) incrementaban la susceptibilidad a la crisis. La experiencia de algunas economías de mercados emergentes de Europa, así como de algunas economías de la zona del euro durante la crisis financiera mundial, sin embargo, lleva a pensar que las paridades rígidas posiblemente aumenten la propensión a registrar contracciones del crecimiento y dolorosas reversiones de la cuenta corriente, en cuyo caso la seguridad que ofrecen sería más bien ilusoria.

El tema de la flotación, por su parte, tampoco está del todo claro. Una cuestión que rara vez recibe atención es qué constituye una flotación “segura”; es decir, dónde está la línea divisoria entre la flotación y los regímenes cambiarios intermedios más riesgosos. Aunque durante períodos de turbulencia en los mercados o sucesos extremos, una intervención ocasional no convierte la flotación en un régimen intermedio, cabe preguntarse en qué momento se torna excesiva la administración del tipo de cambio.

Regímenes en evolución

Estas cuestiones son naturalmente importantes para la política económica, dado que un número cada vez mayor de bancos centrales de mercados emergentes abandonan las flotaciones libres a favor de una flotación dirigida de facto, definida convencionalmente como un régimen en el cual el banco central influye en el movimiento del tipo de cambio a través de sus políticas sin fijar una paridad en particular (al menos explícitamente)¹. De hecho, según la clasificación de

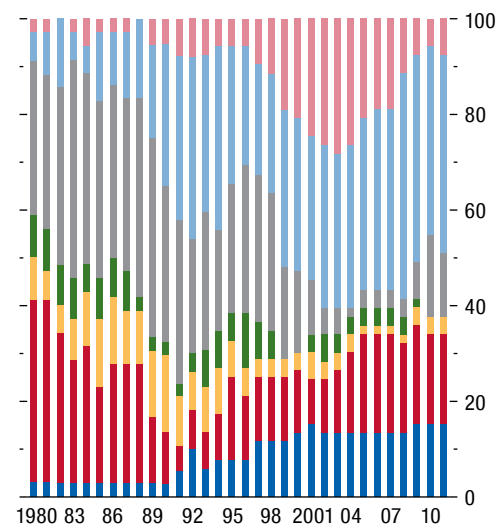
La autora de este recuadro es Mahvash Qureshi, que se basó en Ghosh, Ostry y Qureshi (2014).

¹A diferencia de la flotación libre (o independiente), en la cual el tipo de cambio está determinado mayormente por el mercado. Las distintas clasificaciones del régimen de tipo de cambio de facto suelen utilizar diferentes criterios de identificación. Por ejemplo, la clasificación de facto del FMI combina información sobre la volatilidad efectiva del tipo de cambio y una política de intervención del banco central con criterios cualitativos basados en el análisis del equipo encargado del país; la clasificación de Reinhart y Rogoff (2004) tiene en cuenta la volatilidad del tipo de cambio y la existencia de un tipo de cambio en el mercado paralelo; Levy-Yeyati

Gráfico 1.4.1. Distribución de los regímenes cambiarios de los mercados emergentes, 1980–2011

(Porcentaje)

■ Paridad rígida ■ Flotación libre
 ■ Paridad con una cesta de monedas ■ Paridad con una sola moneda
 ■ Paridad móvil ■ Banda horizontal
 ■ Flotación dirigida



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Según la clasificación de regímenes cambiarios de facto del informe *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* del FMI. Las paridades rígidas incluyen dolarización, uniones monetarias y cajas de conversión.

regímenes cambiarios de facto del FMI, la tendencia de los países a abandonar los regímenes intermedios mayormente a favor de flotaciones libres —que comenzó inmediatamente después de la crisis asiática de fines de la década de 1990— se revirtió alrededor de 2004 (gráfico 1.4.1). Desde entonces, ha aumentado la proporción de regímenes intermedios (de los cuales las flotaciones reguladas son la categoría más importante) en economías de mercados emergentes.

¿A qué se debe esta preferencia por una mayor administración del tipo de cambio? Mientras se gestaba la crisis financiera mundial, la tendencia probablemente estaba motivada por la escalada de las

y Sturzenegger (2005) incluyen la volatilidad del tipo de cambio nominal y la de las reservas internacionales.

Recuadro 1.4 (continuación)

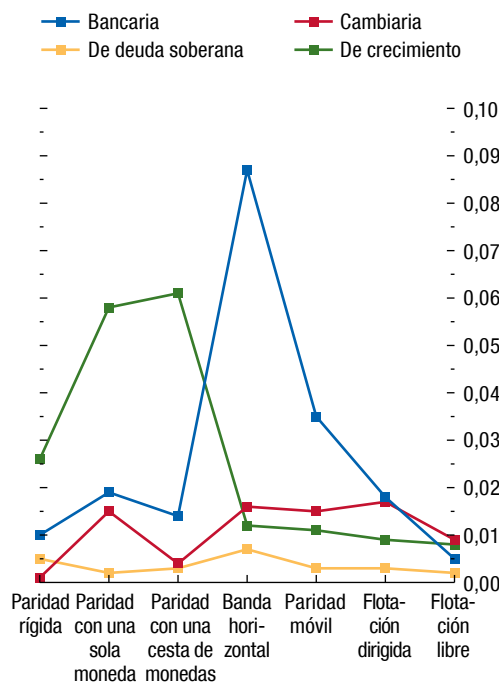
entradas de capitales en las economías de mercados emergentes, que suscitó inquietud en torno a la competitividad de las exportaciones y condujo a los intentos de limitar la apreciación de la moneda. Durante la crisis, sin embargo, cuando estas economías se vieron enfrentadas a una fuerte caída de las entradas de capitales (y en algunos casos incluso a elevadas salidas de capitales), el propósito de la intervención fue apuntalar la moneda. Desde entonces, las entradas y salidas de capitales experimentadas por las economías de mercados emergentes han hecho alternar la preocupación por la apreciación y la depreciación de la moneda; en uno y otro caso, la inquietud por la volatilidad del tipo de cambio condujo al interés por administrar los tipos de cambio.

Regímenes, vulnerabilidades y susceptibilidad a la crisis

El análisis empírico de las vulnerabilidades y los riesgos de crisis con diferentes regímenes cambiarios en una muestra de 50 economías de mercados emergentes durante el período 1980–2011 lleva a pensar que las vulnerabilidades macroeconómicas y financieras (como la sobrevaluación de la moneda, la postergación del ajuste externo, la rápida expansión del crédito, el endeudamiento externo excesivo y el crédito en moneda nacional denominado en divisas) suelen ser significativamente mayores con regímenes cambiarios menos flexibles —incluidas las paridades rígidas— que con flotaciones libres y dirigidas. Aunque no son especialmente susceptibles a crisis bancarias o cambiarias, las paridades rígidas son significativamente más propensas que la flotación a colapsos del crecimiento.

En términos generales, los regímenes intermedios son la clase más susceptible a la crisis, pero las flotaciones dirigidas tienen un comportamiento mucho más parecido al de las flotaciones puras, con riesgos significativamente menores y menos crisis (gráfico 1.4.2). Entre otros factores, la expansión excesiva del crédito, la sobrevaluación del tipo de cambio real, los pasivos bancarios externos y los déficits en cuenta corriente profundos están asociados a una probabilidad significativamente mayor de crisis bancarias y cambiarias, en tanto que un nivel más alto de reservas de divisas reduce esa probabilidad. El aumento de la deuda externa también incrementa significativamente la probabilidad de crisis bancarias y de deuda soberana, pero esa asociación es más tenue cuando se incluyen en el modelo los pasivos bancarios externos y el saldo fiscal.

Gráfico 1.4.2. Probabilidad proyectada de crisis en los mercados emergentes, 1980–2011



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las probabilidades proyectadas se obtienen con un modelo probit de probabilidad de crisis evaluada con los valores medios de las variables de control. Véanse en Ghosh, Ostry y Qureshi (2014) los detalles de las variables de control incluidas en cada probabilidad de estimación de crisis y las definiciones de las variables de crisis.

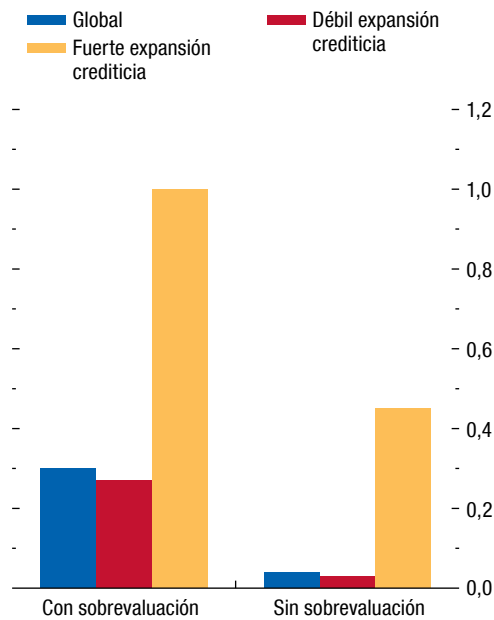
Dónde poner el límite

Los regímenes cambiarios menos flexibles tienen más propensión a crisis de distinto tipo, pero ¿qué diferencia las flotaciones reguladas “seguras” de los regímenes intermedios “riesgosos”?² Para examinar más a fondo qué constituye una administración del tipo de cambio más riesgosa, se adopta una metodología que caracteriza la susceptibilidad a la crisis de los regímenes cambiarios intermedios de acuerdo con factores diversos (como la flexibilidad del tipo de cambio, el grado de intervención en el mercado de cambio, la sobrevaluación del tipo de cambio real y los riesgos

²Esta es una pregunta pertinente, porque las actuales clasificaciones de los regímenes cambiarios a menudo producen información diferente sobre el régimen cambiario de un país, y las diferencias son más pronunciadas en la categoría del régimen intermedio.

Recuadro 1.4 (continuación)

Gráfico 1.4.3. Probabilidad de crisis bancaria o cambiaria



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los resultados se obtienen con un análisis por árbol binario recursivo. La sobrevaloración se define como una desviación del tipo de cambio efectivo real respecto de la tendencia de más de 5%. La expansión del crédito fuerte (débil) es una variación acumulativa de la relación crédito privado interno/PIB de más (menos) de 30 puntos porcentuales a lo largo de un período de tres años.

para la estabilidad financiera) y permite al mismo tiempo umbrales arbitrarios y efectos interactivos entre estos factores³. Los resultados llevan a pensar que no existe una línea divisoria simple (por ejemplo, basada en la flexibilidad del tipo de cambio) entre regímenes

³Eso se hace a través de un análisis con un árbol binario recursivo. Un árbol binario recursivo es una secuencia de reglas para predecir una variable binaria (por ejemplo, presencia o ausencia de crisis) sobre la base de una serie de variables explicativas tales que en cada nivel la muestra se divide en dos grupos de acuerdo con un valor umbral de una de las variables explicativas. El valor umbral, a su vez, es el que mejor distingue entre observaciones de presencia o ausencia de crisis de acuerdo con un criterio específico (por ejemplo, minimizar la suma de errores de tipo I y II).

cambiaros intermedios seguros y los regímenes riesgosos. En la práctica, lo que determina si un régimen intermedio es seguro o riesgoso es una compleja confluencia de factores, que incluye las vulnerabilidades financieras, la flexibilidad del tipo de cambio, el grado de intervención y, fundamentalmente, el hecho de que la moneda esté o no sobrevalorada. Entonces, por ejemplo, en el caso de los regímenes intermedios, aunque la probabilidad de crisis bancaria o cambiaria sea más o menos siete veces mayor cuando el tipo de cambio real está sobrevalorado, la probabilidad de crisis con y sin sobrevaloración es mucho mayor si el crédito interno al sector privado ha crecido con rapidez (gráfico 1.4.3). Además, si el tipo de cambio real está sobrevalorado, una intervención para impedir que la sobrevaloración aumente puede alejar el riesgo de crisis, mientras que una intervención lanzada para defender la sobrevaloración exagera la vulnerabilidad del régimen.

Los resultados del análisis son tres. Primero, aunque los países con paridades rígidas sufran menos crisis bancarias y cambiarias que los que utilizan la mayoría de los otros regímenes, son más proclives a experimentar colapsos del crecimiento porque las paridades rígidas impiden el ajuste externo y dificultan la recuperación de la competitividad tras un shock negativo. Segundo, aunque los países con flotaciones puras son los menos susceptibles a la crisis, la mayoría de los bancos centrales de mercados emergentes prefieren al menos cierto grado de administración de los tipos de cambio, presuntamente por razones de competitividad o por los efectos que producen las depreciaciones fuertes en los balances. Tercero, una vez que un banco central ha optado por administrar la moneda, limitarse simplemente a recomendar que el tipo de cambio sea lo más flexible posible y que el banco central mantenga al mínimo las intervenciones quizá no baste para evitar la crisis; lo que diferencia las flotaciones reguladas seguras de las riesgosas es más bien un conjunto complejo de factores, como el hecho de que el banco central esté defendiendo una moneda sobrevalorada o interviniendo para impedir que aumente la sobrevaloración y el hecho de que disponga de otros instrumentos (como medidas macroprudenciales o controles de capital) que puedan utilizarse para mitigar los riesgos para la estabilidad financiera.

Referencias

- Agencia Internacional de Energía (AIE), 2013, “Coal Market Outlook”, en *World Energy Outlook* (París).
- Ahuja, Ashvin, y Malhar Nabar, 2012, “Investment-Led Growth in China: Global Spillovers”, IMF Working Paper No. 12/267 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Alquist, Ron, Lutz Kilian y Robert J. Vigfusson, 2013, “Forecasting the Price of Oil”, en *Handbook of Economic Forecasting*, vol. 2, editado por Graham Elliott y Allan Timmermann (Amsterdam: North Holland), págs. 427–508.
- Banco de Inglaterra, 2012, *State of the Art of Inflation Targeting*, Centre for Central Banking Studies Handbook No. 29 (Londres).
- Banco Federal de Alemania, 2013, “Commodity Themes in 2014”, Deutsche Bank Markets Research, Special Report, 10 de diciembre.
- Barnett, Steven, y Ray Brooks, 2010, “China: Does Government Health and Education Spending Boost Consumption?”, IMF Working Paper No. 10/16 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bassett, William F., Mary B. Chosak, John C. Driscoll y Egon Zakrajsek, de próxima publicación, “Changes in Bank Lending Standards and the Macroeconomy”, *Journal of Monetary Economics*.
- Bates, John M., y Clive W.J. Granger, 1969, “The Combination of Forecasts”, *Journal of the Operational Research Society*, vol. 20, No. 4, págs. 451–68, doi:10.1057/jors.1969.103.
- Baumeister, Christiane, y Lutz Kilian, 2013a, “Forecasting the Real Price of Oil in a Changing World: A Forecast Combination Apágsroach”, CEPR Discussion Paper No. 9569 (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- , 2013b, “What Central Bankers Need to Know about Forecasting Oil Prices”, Working Paper No. 2013-15 (Ottawa, Ontario: Banco de Canadá).
- , y Xiaoqing Zhou, 2013, “Are Product Spreads Useful for Forecasting? An Empirical Evaluation of the Verleger Hypothesis”, Working Paper No. 2013-25 (Ottawa, Ontario: Banco de Canadá).
- Beckers, Benjamin, y Samya Beidas-Strom, de próxima publicación, “Forecasting the Price of Oil: Can a Global Oil Market VAR Beat the Futures Forecast?”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Beidas-Strom, Samya, de próxima publicación, “Is China’s Spending Pattern Shifting away from Commodities?”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , y Andrea Pescatori, de próxima publicación, “Oil Price Volatility and the Role of Speculation”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Capistrán, Carlos, y Manuel Ramos-Francia, 2010, “Does Inflation Targeting Affect the Dispersion of Inflation Expectations?”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 42, No. 1, págs. 113–34.
- Chen, Yu-Chin, Kenneth S. Rogoff y Barbara Rossi, 2010, “Can Exchange Rates Forecast Commodity Prices?”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, No. 3, págs. 1145–94.
- Chinn, Menzie D., y Olivier Coibion, 2013, “The Predictive Content of Commodity Futures”, *Journal of Futures Markets*, early view (versión digital), doi: 10.1002/fut.21615.
- de Bondt, Gabe, Angela Maddaloni, José-Luis Peydró y Silvia Scopel, 2010, “The Euro Area Bank Lending Survey Matters: Empirical Evidence for Credit and Output Growth”, Working Paper No. 1160 (Fráncfort: Banco Central Europeo).
- Deaton, Angus, y Guy Laroque, 1996, “Competitive Storage and Commodity Price Dynamics”, *Journal of Political Economy*, vol. 104, No. 5, págs. 896–923.
- Deressin, Jorg, y Douglas Laxton, 2009, “Gauging Risks for Deflation”, IMF Staff Position Note No. 09/01 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Diebold, Francis X., y Peter Pauly, 1987, “Structural Change and the Combination of Forecasts”, *Journal of Forecasting*, vol. 6, No. 1, págs. 21–40.
- Dollar, David, 2013, “China’s Rebalancing: Lessons from East Asian Economic History”, John L. Thornton China Center Working Paper (Washington: Brookings Institution).
- Eichengreen, Barry, Donghyun Park y Kwanho Shin, 2013, “Growth Slowdowns Redux: New Evidence on the Middle-Income Trap”, NBER Working Paper No. 18673 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2011, *G-20, People’s Republic of China Sustainability Report* (Washington).
- , 2013a, *G-20, People’s Republic of China Sustainability Update* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2013b, *2013 Pilot External Sector Report* (Washington).
- , 2013c, *2013 Spillover Report* (Washington).
- Ghosh, Atish, Jonathan Ostry y Mahvash Qureshi, 2014, “Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment”, IMF Working Paper No. 14/11 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Goldman Sachs, 2013a, “Changing China”, *Top of Mind*, edición especial, 5 de diciembre.
- , 2013b, “What the World Wants”, *Economic Research*, Global Economics Paper No. 220, 9 de septiembre.
- Guo, Kai, y Papa N’Diaye, 2010, “Determinants of China’s Private Consumption: An International Perspective”, IMF Working Paper No. 10/93 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Hottelling, Harold, 1931, “The Economics of Exhaustible Resources”, *Journal of Political Economy*, vol. 39, No. 2, págs. 137–75.
- Hubbard, Paul, Samuel Hurley y Dhruv Sharma, 2012, “The Familiar Pattern of Chinese Consumption Growth”, *Economic Roundup*, No. 4, págs. 63–78. www.treasury.gov.au/-/media/Treasury/Publications%20and%20Media/Publications/2012/roundup-04/downloads/pdf/Economic-Roundup-4-article3.ashx.
- Keynes, John M., 1930, *A Treatise on Money* (Nueva York: Harcourt, Brace).

- Kilian, Lutz, 2009, “Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market”, *American Economic Review*, vol. 99, No. 3, págs. 1053–69.
- Kumar, Manmohan S., 2003, *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*, IMF Occasional Paper No. 221 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Laeven, Luc, 2012, “Access to Credit, Debt Overhang, and Economic Recovery: The Irish Case”, sección II en *Ireland: Selected Issues*, IMF Country Report No. 12/265, págs. 11–26 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Levin, Andrew, Fabio Natalucci y Jeremy Piger, 2004, “The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 86, No. 4, págs. 51–80.
- Levy-Yeyati, Eduardo, y Federico Sturzenegger, 2005, “Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words”, *European Economic Review*, vol. 49, No. 6, págs. 1603–35.
- Lown, Cara, y Donald P. Morgan, 2006, “The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 38, No. 6, págs. 1575–97.
- McKinsey Global Institute, 2013, “Resource Revolution: Tracking Global Commodity Markets” (Seúl, San Francisco, Londres, Washington).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh y Marcos Chamon, 2012, “Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies”, IMF Staff Discussion Note No. 12/01 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Reeve, Trevor A., y Robert J. Vigfusson, 2011, “Evaluating the Forecasting Performance of Commodity Futures Prices”, International Finance Discussion Paper No. 1025 (Washington: Junta de la Reserva Federal).
- Reichsfeld, David A., y Shaun K. Roache, 2011, “Do Commodity Futures Help Forecast Spot Prices?”, IMF Working Paper No. 11/254 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Reinhart, Carmen, y Kenneth Rogoff, 2004, “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, No. 1, págs. 1–48.
- Roache, Shaun, 2012, “China’s Impact on World Commodity Markets”, IMF Working Paper No. 12/115 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Stock, James H., y Mark W. Watson, 2004, “Combination Forecasts of Output Growth in a Seven-Country Data Set”, *Journal of Forecasting*, vol. 23, No. 6, págs. 405–30.

Según las previsiones, la recuperación mundial se afianzará, liderada por las economías avanzadas. Se prevé que el crecimiento en las economías de mercados emergentes repuntará solo moderadamente. La balanza de riesgos para el crecimiento mundial ha mejorado, en gran medida gracias a las perspectivas más favorables de las economías avanzadas. No obstante, persisten importantes riesgos a la baja, en particular una desaceleración general aun mayor en las economías de mercados emergentes; riesgos para la actividad derivados de tasas de inflación inferiores a las previstas en las economías avanzadas; reformas incompletas, y crecientes tensiones geopolíticas.

En el segundo semestre de 2013 el crecimiento en las economías avanzadas repuntó 1,3 puntos porcentuales y se prevé que continuará afianzándose en 2014–15. El crecimiento está respaldado por la política monetaria, un menor freno fiscal (excepto en Japón) y una disipación de las secuelas de la crisis en un contexto de mejora de las condiciones financieras en las economías afectadas. En las economías de la zona del euro sometidas a tensiones, se proyecta que el crecimiento seguirá siendo débil y frágil dado que los altos niveles de deuda y de fragmentación financiera reprimen la demanda interna. En el caso de Japón se proyecta que la consolidación fiscal en 2014–15 provocará una cierta moderación del crecimiento. En las economías avanzadas, las brechas del producto siguen siendo amplias y destacan las persistentes fragilidades de la recuperación.

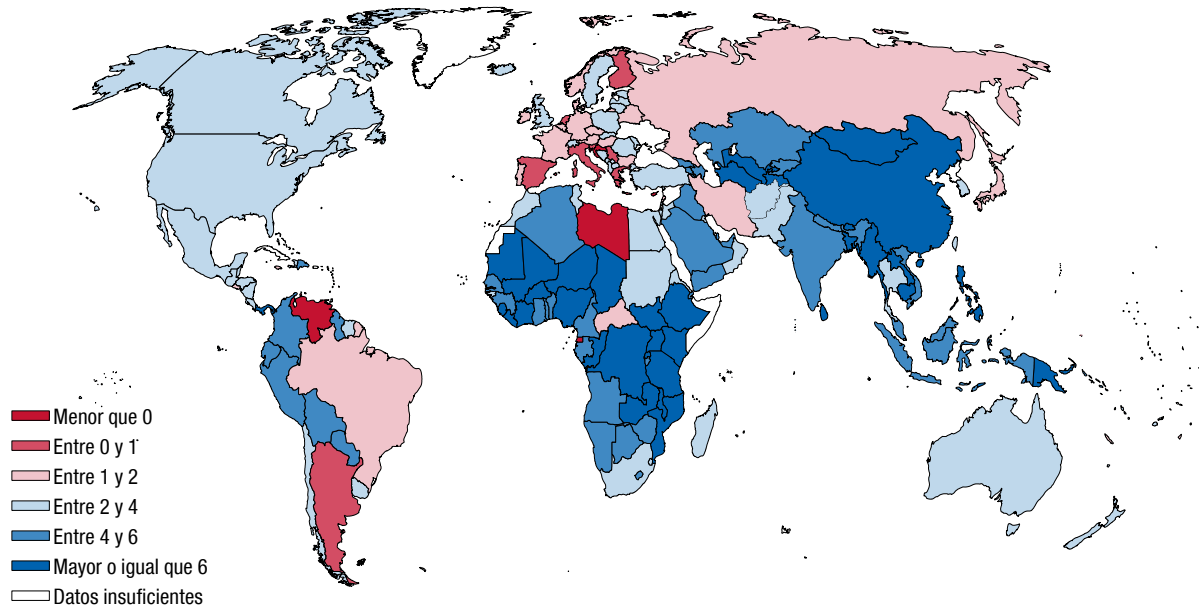
En el segundo semestre de 2013, el crecimiento repuntó solo moderadamente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo: de 4,6% registrado en el primer semestre a 5,2% en el segundo semestre, pero aun así dichas economías siguen contribuyendo en gran medida al crecimiento mundial. No obstante, el crecimiento vigoroso o en aumento se registró únicamente en las regiones de Asia y África subsahariana, mientras que en las otras regiones las tasas de crecimiento real han ido disminuyendo o han sido moderadas. Esto ha sucedido a pesar del empuje en general positivo de las exportaciones debido a la depreciación

de las monedas y el fortalecimiento de la recuperación en las economías avanzadas en muchas regiones, además de un consumo robusto apoyado por la demanda interna. Un hecho preocupante es la reducción de las tasas de crecimiento en unas pocas economías de mercados emergentes importantes (por ejemplo, Brasil, Rusia, Sudáfrica, Turquía) debido a la debilidad de las políticas internas, las condiciones más restrictivas de financiamiento interno y externo o las restricciones en la inversión y la oferta. Por lo tanto, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo solo se prevé un repunte moderado del crecimiento este año (gráfico 2.1, panel 1).

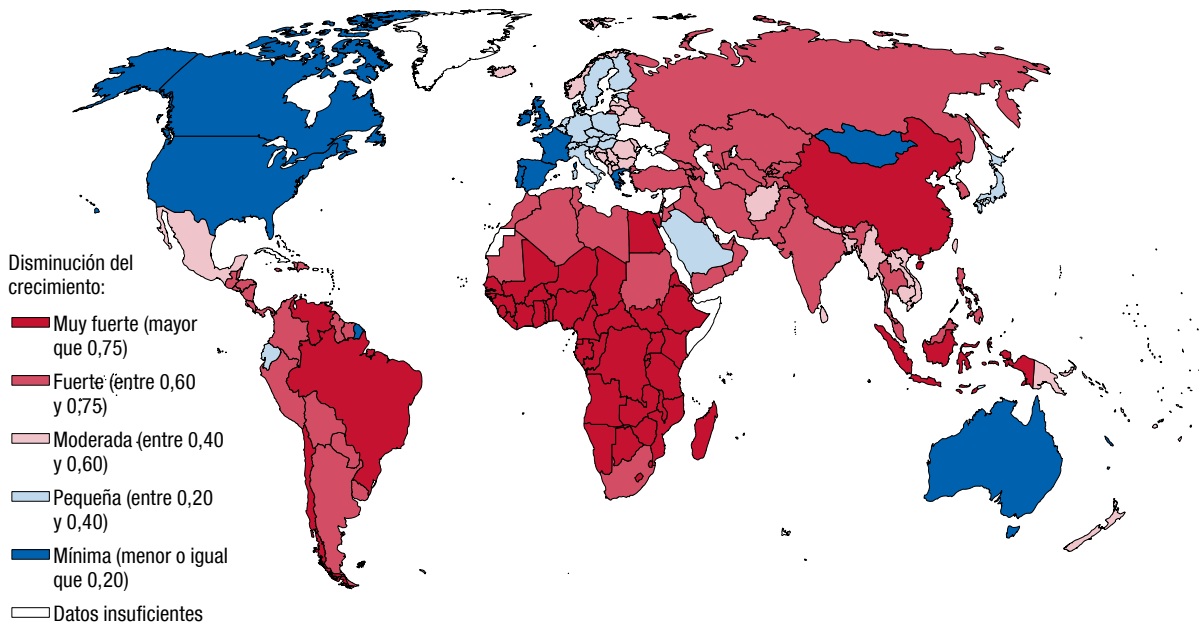
Persisten los riesgos a la baja para el crecimiento mundial. El principal es un aumento de la volatilidad en los mercados financieros, especialmente en las economías de mercados emergentes. De materializarse este riesgo, las entradas de capitales a las economías de mercados emergentes y en desarrollo probablemente disminuirán, y el crecimiento en estas economías será inferior al del escenario base, con efectos de contagio que se propagarán a las economías avanzadas, como se analiza en la sección especial sobre los efectos de contagio en este capítulo. En el panel 2 del gráfico 2.1 se muestra el impacto de una desaceleración más prolongada en las principales economías de mercados emergentes debido a una menor inversión, escenario que se describe en detalle en el capítulo 1. En las economías avanzadas, los riesgos a la baja para la actividad emanan de las perspectivas de baja inflación y de la posibilidad de que se produzca un estancamiento prolongado, especialmente en la zona del euro y Japón. Otros riesgos a la baja son la fatiga del ajuste y el hecho de que las medidas de política resulten insuficientes en una zona del euro que aún está fragmentada financieramente; otros riesgos a la baja son los relacionados con el retiro de la política monetaria no convencional. Por el lado positivo, en el segundo semestre de 2013 el ímpetu del crecimiento, más fuerte de lo esperado, podría apuntalar la confianza en Alemania, Estados Unidos y el Reino Unido.

Gráfico 2.1. Pronósticos de crecimiento del PIB en 2014 y los efectos de un escenario a la baja verosímil

**1. Pronósticos de crecimiento del PIB en 2014¹
(porcentaje)**



**2. Efectos de un escenario a la baja verosímil
(máxima 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. No se incluyen Siria, debido a la incertidumbre de la situación política, ni Ucrania, debido a la actual crisis.

¹Las cifras de Argentina son los datos oficiales declarados. 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 PBI. 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 PBI a los efectos de la supervisión de la evolución macroeconómica en Argentina. El dólar de Zimbabwe dejó de circular a comienzos de 2009. Los datos se basan en las estimaciones de la evolución de los precios y el tipo de cambio del dólar de EE.UU. preparadas por el personal técnico del FMI. Las estimaciones del dólar de EE.UU. del personal técnico del FMI pueden diferir de las estimaciones preparadas por las autoridades. El PIB real se calcula a precios constantes de 2009.

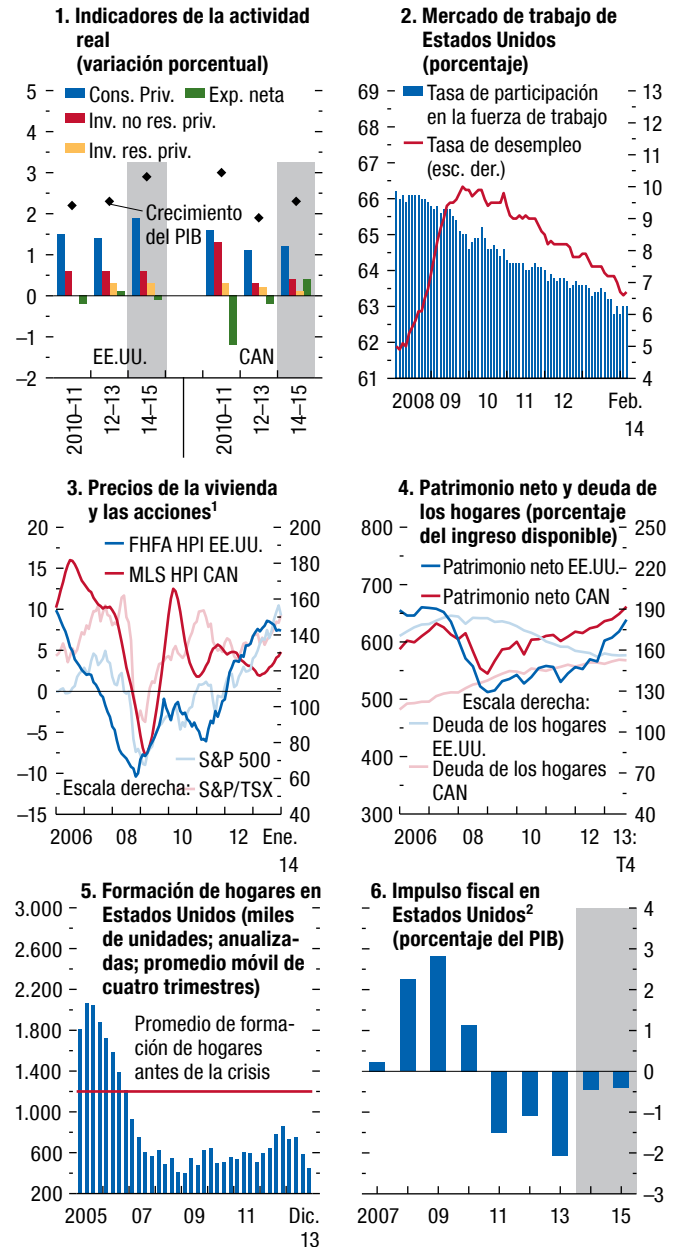
Estados Unidos y Canadá: El ímpetu se afianza

La economía de Estados Unidos creció a un ritmo más rápido de lo previsto en el segundo semestre de 2013, impulsada por una dinámica demanda interna, una sólida acumulación de inventarios y un fuerte crecimiento de las exportaciones. Un invierno más crudo de lo normal puede haber desacelerado la actividad a comienzos de 2014, pero los fundamentos económicos subyacentes de la demanda privada siguen siendo sólidos y se prevé que el crecimiento avanzará a un ritmo superior al potencial el resto del año. En Canadá se prevé que el crecimiento anual se acelerará en 2014 gracias a una demanda externa más fuerte y una creciente inversión empresarial.

El crecimiento en Estados Unidos fue de 1,9% en 2013, y la continua recuperación de la demanda interna privada compensó en parte el importante esfuerzo de consolidación fiscal, que restó entre 1¼ y 1½ puntos porcentuales al crecimiento del PIB. El ímpetu económico repuntó durante 2013; el PIB creció a una tasa media anualizada de 3,3% en el segundo semestre en comparación con el 1,2% del primer semestre. El gasto de consumo también se reactivó, impulsado por los precios más altos de la vivienda y de las acciones y por la continua reducción de la deuda de los hogares en relación con el ingreso disponible, lo cual elevó el patrimonio neto de los hogares por encima de su promedio a largo plazo (gráfico 2.2). El ritmo más rápido de acumulación de inventarios y el sólido crecimiento de las exportaciones (en particular de los productos petroleros) también contribuyeron a una actividad sostenida en el segundo semestre de 2013. El cierre administrativo del gobierno en octubre fue la principal razón por la que el gasto público se contrajera considerablemente al final del año, pero las condiciones financieras siguieron siendo muy acomodaticias, con tasas a largo plazo a la baja luego del marcado aumento que experimentaron a mediados de 2013. La tasa de desempleo siguió cayendo en 2013, y se ubicó en 6,7% en febrero de 2014. Sin embargo, un factor importante detrás de esta disminución fue una nueva contracción de la tasa de participación en la fuerza laboral, que se situó en 63% en febrero de este año (véase el capítulo 1). La capacidad ociosa de la economía, que es aún abundante, se manifestó en presiones de precios moderadas y un nivel general de inflación del índice de precios al consumidor de 1,6% en febrero de 2014. En gran medida, gracias a los aumentos de la producción energética interna y la

Gráfico 2.2. Estados Unidos y Canadá: La recuperación se afianza

En Estados Unidos el crecimiento en 2013 fue mayor de lo previsto, y los datos recientes siguen siendo coherentes con otro repunte en 2014 a medida que continúa la mejora de los mercados del trabajo y la vivienda y que disminuye el lastre fiscal. En Canadá el crecimiento se fortaleció en 2013 y se prevé que se acelerará en 2014 como consecuencia de una creciente inversión empresarial y el afianzamiento de la demanda externa.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Oficina de Presupuesto del Congreso; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: CAN = Canadá; cons. = consumo; FHFA HPI = Índice de precios de la vivienda de la Federal Housing Finance Agency; inv. = inversión; MLS HPI = Índice de precios de la vivienda de Multiple Listing Service; no res. = no residencial; priv. = privada; res. = residencial; S&P = Standard & Poor's; TSX = Bolsa de valores de Toronto.
¹Variación porcentual interanual de los precios de la vivienda e índice; enero de 2005 = 100 para S&P y TSX.
²El impulso fiscal es la cifra negativa de la variación del saldo primario estructural.

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		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Economías avanzadas	1,3	2,2	2,3	1,4	1,5	1,6	0,4	0,5	0,4	7,9	7,5	7,3
Estados Unidos	1,9	2,8	3,0	1,5	1,4	1,6	-2,3	-2,2	-2,6	7,4	6,4	6,2
Zona del euro ^{4,5}	-0,5	1,2	1,5	1,3	0,9	1,2	2,3	2,4	2,5	12,1	11,9	11,6
Japón	1,5	1,4	1,0	0,4	2,8	1,7	0,7	1,2	1,3	4,0	3,9	3,9
Reino Unido ⁴	1,8	2,9	2,5	2,6	1,9	1,9	-3,3	-2,7	-2,2	7,6	6,9	6,6
Canadá	2,0	2,3	2,4	1,0	1,5	1,9	-3,2	-2,6	-2,5	7,1	7,0	6,9
Otras economías avanzadas ⁶	2,3	3,0	3,2	1,5	1,8	2,4	4,8	4,7	4,3	4,6	4,6	4,5

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.

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

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

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

consiguiente merma de las importaciones de petróleo, el déficit en cuenta corriente se redujo a 2,3% del PIB en 2013, el nivel más bajo en 15 años (cuadro 2.1).

La inusitada crudeza del invierno frenó la actividad a comienzos de 2014, pero se prevé una reactivación del crecimiento a lo largo del resto del año, impulsada por una fuerte expansión de la inversión residencial (que repuntará a partir de niveles muy bajos y gracias a una importante demanda reprimida de viviendas), un sólido consumo personal y una recuperación del crecimiento de la inversión fija no residencial resultado de la mejora de la confianza de los consumidores y las empresas. El crecimiento también se verá favorecido por un menor freno fiscal, que este año está disminuyendo a un nivel de entre $\frac{1}{4}$ y $\frac{1}{2}$ puntos porcentuales del PIB, gracias en parte a la ley presupuestaria respaldada por ambos partidos políticos, que reemplazó con medidas diferidas de ahorro algunos de los recortes automáticos del gasto previstos para los ejercicios fiscales 2014 y 2015. El tope de la deuda ha quedado suspendido hasta marzo de 2015, y con eso ha disminuido la incertidumbre que ha caracterizado la política fiscal en los últimos años. En términos generales, se proyecta que el crecimiento se acelerará a 2,8% en 2014 y a 3,0% en 2015.

La balanza de riesgos se inclina levemente a la baja. En el ámbito externo, una atonía prolongada en la zona del euro frenaría el crecimiento, en particular si una dinámica deflacionaria llega a cobrar fuerza. Una desaceleración en las economías de mercados emergentes también podría plantear un riesgo: si el PIB de estas economías disminuyera un 1%, el crecimiento del producto

en Estados Unidos disminuiría 0,2 puntos porcentuales (véase la sección especial sobre los efectos de contagio en este capítulo). En el ámbito interno, la demanda interna podría perder ímpetu si los rendimientos a largo plazo aumentan más rápido de lo previsto y sin que se produzca una mejora concomitante de las perspectivas. A mediano plazo, las mayores preocupaciones acerca de la sostenibilidad fiscal podrían plantear riesgos adicionales a la baja, mientras que una continuación de la tendencia descendente de la tasa de participación en la fuerza laboral podría reducir aún más el producto potencial y, al reducir la capacidad ociosa de la economía, podría adelantar el endurecimiento de la política monetaria. Por el lado positivo, sigue siendo posible una recuperación más pujante del mercado de la vivienda, que tendría repercusiones mutuas en las condiciones de crédito, los balances y la demanda privada. Por otro lado, el aumento de la confianza en las perspectivas de la economía (gracias a un sector financiero relativamente saludable y bajos costos energéticos) podría inducir a las empresas a pasar más rápidamente del acaparamiento de efectivo a la inversión real.

Un plan fiscal equilibrado, gradual y creíble que encauce la deuda pública en una firme trayectoria descendente sigue siendo la principal prioridad en materia de política. Dicho plan incluiría medidas para contener gradualmente el gasto en prestaciones sociales, una reforma tributaria para captar ingresos y el reemplazo de los recortes automáticos del gasto presupuestario con nuevos ingresos y ahorros obligatorios de efecto diferido. (La ley presupuestaria bipartidista es un pequeño paso en

esta dirección). Si bien el continuo ímpetu económico justifica las reducciones medidas del programa de compras de activos por parte de la Reserva Federal, la orientación general de la política monetaria debe seguir siendo acomodaticia, dada la considerable capacidad ociosa y las constantes expectativas inflacionarias (véase el capítulo 1). El retorno a la orientación avanzada cualitativa en marzo de 2014 puede dotar a la Reserva Federal de mayor flexibilidad para alcanzar sus metas de empleo e inflación. A medida que se acerca la fecha de implementación, la Reserva Federal tendrá que comunicar claramente al mercado la forma en que evaluará los avances hacia el cumplimiento de esas metas, a fin de evitar un aumento de incertidumbre en torno a las políticas.

La economía de Canadá se afianzó en 2013, pero el reequilibrio tan necesario entre el consumo de los hogares y la construcción residencial por un lado, y las exportaciones y la inversión empresarial por el otro, no se ha materializado plenamente. Se prevé que el crecimiento aumentará de 2% en 2013 a 2,3% en 2014, y que la reactivación proyectada de la economía estadounidense estimulará el crecimiento de las exportaciones y la inversión empresarial de Canadá (cuadro 2.1, gráfico 2.2). Si bien la demanda externa podría dar una sorpresa al alza, las perspectivas siguen estando más sujetas a riesgos a la baja, entre ellos, exportaciones inferiores a las previstas debido a problemas de competitividad, precios más bajos de las materias primas y una corrección más abrupta de los desequilibrios internos. De hecho, pese a la reciente moderación en el mercado inmobiliario, el elevado nivel de apalancamiento de los hogares y de los precios de la vivienda sigue siendo un factor de vulnerabilidad clave (gráfico 2.2). Con la inflación en niveles bajos y la presencia de riesgos a la baja, la política monetaria debe seguir siendo acomodaticia hasta que el crecimiento se afiance más. La política fiscal debe encontrar un equilibrio adecuado entre apoyar el crecimiento y recomponer los márgenes de maniobra fiscal, sobre todo a nivel del gobierno federal, dado el menor margen de maniobra a escala provincial.

Europa

Economías avanzadas de Europa: De la recesión a la recuperación

Se prevé que en las economías avanzadas de Europa el crecimiento se reanuda en 2014, pero la inflación permanece en niveles muy bajos. La demanda interna en la zona del euro finalmente se ha estabilizado y ha entrado en terreno positivo, y se observa que las exportaciones netas también han contribuido a poner fin a la recesión. Pero los elevados niveles de desempleo y deuda, el bajo nivel de inversión, las persistentes brechas del producto, las condiciones restrictivas de crédito y la fragmentación financiera en la zona del euro pondrán trabas a la recuperación. Los riesgos a la baja se derivan de las reformas incompletas, factores externos y una inflación aun menor. La política monetaria acomodaticia, la conclusión de las reformas del sector financiero y las reformas estructurales revisten crucial importancia.

taciones netas también han contribuido a poner fin a la recesión. Pero los elevados niveles de desempleo y deuda, el bajo nivel de inversión, las persistentes brechas del producto, las condiciones restrictivas de crédito y la fragmentación financiera en la zona del euro pondrán trabas a la recuperación. Los riesgos a la baja se derivan de las reformas incompletas, factores externos y una inflación aun menor. La política monetaria acomodaticia, la conclusión de las reformas del sector financiero y las reformas estructurales revisten crucial importancia.

La zona del euro finalmente ha salido de la recesión. La actividad se contrajo aproximadamente ½% en 2013, pero a partir del segundo trimestre el crecimiento ha sido positivo, tras un largo período de merma del producto (cuadro 2.2). La reactivación, que puede atribuirse en parte a un menor freno fiscal y un cierto ímpetu de la demanda privada interna por primera vez desde 2010, está cristalizándose en gran medida conforme a lo previsto. El crecimiento en ciernes y la notable reducción de los riesgos extremos han dinamizado los mercados financieros, con una marcada compresión de los diferenciales soberanos en las economías sometidas a tensiones, aunque estos diferenciales han aumentado moderadamente con la reciente volatilidad en los mercados (véase el capítulo 1). Las medidas de política a escala nacional y colectiva han contribuido a esta evolución positiva.

Sin embargo, aún está pendiente la tarea de abordar de forma cabal el legado de la crisis —desempleo elevado, balances privados y públicos débiles, contracción del crédito y una pesada carga de la deuda— y los obstáculos a los que se enfrenta el crecimiento a largo plazo, y eso genera inquietud acerca de la solidez y durabilidad de la recuperación.

- La recuperación es desigual entre países y sectores. Los focos de crecimiento más fuerte, como Alemania, conviven con productos estancados o a la baja en otros lugares. El motor principal del crecimiento sigue siendo las exportaciones, aunque se ha observado un repunte incipiente de la demanda interna (por ejemplo, en Francia, España y particularmente Alemania). No obstante, en toda la zona del euro todavía la demanda privada no se ha reavivado con fuerza. Pese a cierto reequilibrio (dentro de la zona del euro), los saldos en cuenta corriente han mejorado asimétricamente, con superávits persistentes en algunas economías del núcleo y saldos externos a la baja en las economías deficitarias.
- La considerable y persistente capacidad ociosa ha dado lugar a una moderación de las tasas de inflación,

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		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Europa	0,5	1,7	1,9	1,9	1,6	1,8	1,9	2,1	2,2	...	...	...
Economías avanzadas	0,1	1,5	1,7	1,5	1,1	1,3	2,6	2,6	2,8	10,8	10,6	10,2
Zona del euro ^{4,5}	-0,5	1,2	1,5	1,3	0,9	1,2	2,3	2,4	2,5	12,1	11,9	11,6
Alemania	0,5	1,7	1,6	1,6	1,4	1,4	7,5	7,3	7,1	5,3	5,2	5,2
Francia	0,3	1,0	1,5	1,0	1,0	1,2	-1,6	-1,7	-1,0	10,8	11,0	10,7
Italia	-1,9	0,6	1,1	1,3	0,7	1,0	0,8	1,1	1,1	12,2	12,4	11,9
España	-1,2	0,9	1,0	1,5	0,3	0,8	0,7	0,8	1,4	26,4	25,5	24,9
Países Bajos	-0,8	0,8	1,6	2,6	0,8	1,0	10,4	10,1	10,1	6,9	7,3	7,1
Bélgica	0,2	1,2	1,2	1,2	1,0	1,1	-1,7	-1,3	-1,0	8,4	9,1	8,9
Austria	0,4	1,7	1,7	2,1	1,8	1,7	3,0	3,5	3,5	4,9	5,0	4,9
Grecia	-3,9	0,6	2,9	-0,9	-0,4	0,3	0,7	0,9	0,3	27,3	26,3	24,4
Portugal	-1,4	1,2	1,5	0,4	0,7	1,2	0,5	0,8	1,2	16,3	15,7	15,0
Finlandia	-1,4	0,3	1,1	2,2	1,7	1,5	-0,8	-0,3	0,2	8,1	8,1	7,9
Irlanda	-0,3	1,7	2,5	0,5	0,6	1,1	6,6	6,4	6,5	13,0	11,2	10,5
República Eslovaca	0,9	2,3	3,0	1,5	0,7	1,6	2,4	2,7	2,9	14,2	13,9	13,6
Eslovenia	-1,1	0,3	0,9	1,6	1,2	1,6	6,5	6,1	5,8	10,1	10,4	10,0
Luxemburgo	2,0	2,1	1,9	1,7	1,6	1,8	6,7	6,7	5,5	6,8	7,1	6,9
Letonia	4,1	3,8	4,4	0,0	1,5	2,5	-0,8	-1,6	-1,9	11,9	10,7	10,1
Estonia	0,8	2,4	3,2	3,5	3,2	2,8	-1,0	-1,3	-1,5	8,6	8,5	8,4
Chipre ⁶	-6,0	-4,8	0,9	0,4	0,4	1,4	-1,5	0,1	0,3	16,0	19,2	18,4
Malta	2,4	1,8	1,8	1,0	1,2	2,6	0,9	1,4	1,4	6,5	6,3	6,2
Reino Unido ⁵	1,8	2,9	2,5	2,6	1,9	1,9	-3,3	-2,7	-2,2	7,6	6,9	6,6
Suecia	1,5	2,8	2,6	0,0	0,4	1,6	5,9	6,1	6,2	8,0	8,0	7,7
Suiza	2,0	2,1	2,2	-0,2	0,2	0,5	9,6	9,9	9,8	3,2	3,2	3,0
República Checa	-0,9	1,9	2,0	1,4	1,0	1,9	-1,0	-0,5	-0,5	7,0	6,7	6,3
Noruega	0,8	1,8	1,9	2,1	2,0	2,0	10,6	10,2	9,2	3,5	3,5	3,5
Dinamarca	0,4	1,5	1,7	0,8	1,5	1,8	6,6	6,3	6,3	7,0	6,8	6,7
Islandia	2,9	2,7	3,1	3,9	2,9	3,4	0,4	0,8	-0,2	4,4	3,7	3,7
San Marino	-3,2	0,0	2,2	1,3	1,0	1,2	...	...	...	8,0	8,2	7,8
Economías emergentes y en desarrollo⁷	2,8	2,4	2,9	4,1	4,0	4,1	-3,9	-3,6	-3,8	...	...	...
Turquía	4,3	2,3	3,1	7,5	7,8	6,5	-7,9	-6,3	-6,0	9,7	10,2	10,6
Polonia	1,6	3,1	3,3	0,9	1,5	2,4	-1,8	-2,5	-3,0	10,3	10,2	10,0
Rumania	3,5	2,2	2,5	4,0	2,2	3,1	-1,1	-1,7	-2,2	7,3	7,2	7,0
Hungría	1,1	2,0	1,7	1,7	0,9	3,0	3,1	2,7	2,2	10,2	9,4	9,2
Bulgaria ⁵	0,9	1,6	2,5	0,4	-0,4	0,9	2,1	-0,4	-2,1	13,0	12,5	11,9
Serbia	2,5	1,0	1,5	7,7	4,0	4,0	-5,0	-4,8	-4,6	21,0	21,6	22,0
Croacia	-1,0	-0,6	0,4	2,2	0,5	1,1	1,2	1,5	1,1	16,5	16,8	17,1
Lituania ⁵	3,3	3,3	3,5	1,2	1,0	1,8	0,8	-0,2	-0,6	11,8	10,8	10,5

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.

⁴Excluye Letonia. Saldo 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.

⁶El crecimiento del PIB real y saldo en cuenta corriente de 2013 corresponden a estimaciones del personal técnico realizadas en el momento del tercer examen del programa y están sujetos a revisión.

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

que ya estaban bastante por debajo del nivel fijado como meta por el Banco Central Europeo (BCE) (gráfico 2.3).

- Con la reforma bancaria y el desapalancamiento del sector privado aún pendientes, la fragmentación

financiera, pese a estar disminuyendo, continúa entorpeciendo la transmisión monetaria. En los países sometidos a tensiones, el sector privado se enfrenta a elevadas tasas activas y una contracción del crédito.

- Pese a importantes reformas en varios países, persisten las preocupaciones a más largo plazo en torno a la productividad y la competitividad.

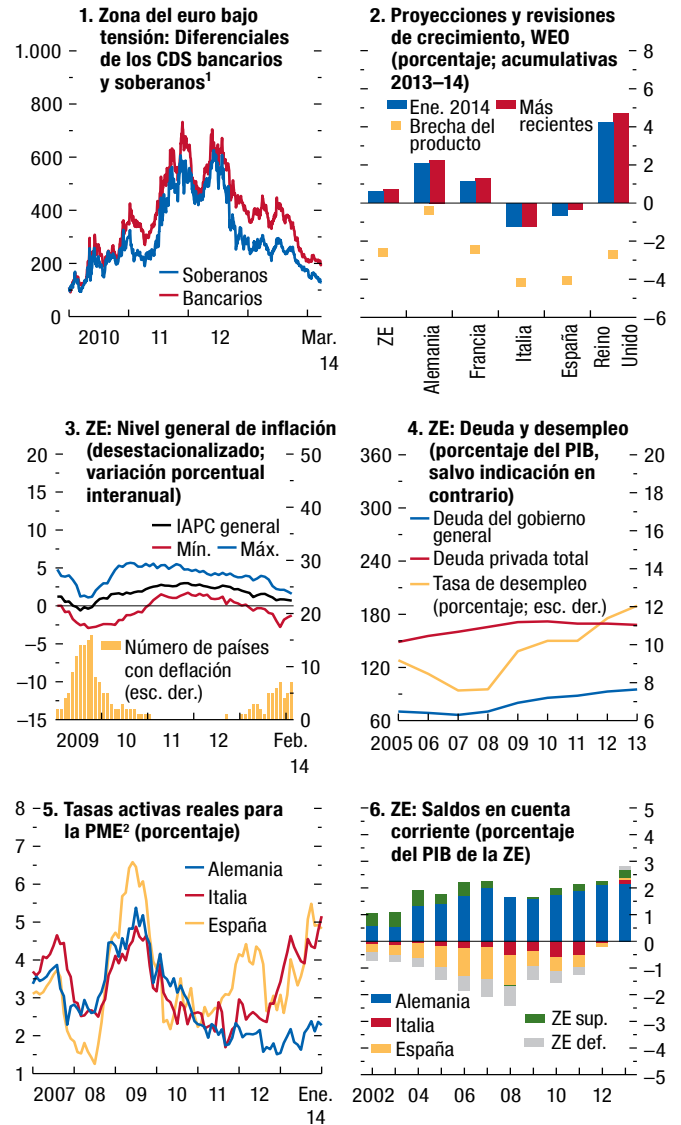
Se prevé que la recuperación en la zona del euro continuará en 2014 (cuadro 2.2), con un pronóstico de crecimiento de 1,2%, que tiene en cuenta la reducción del freno fiscal, expectativas de mejora de las condiciones de crédito y una demanda externa más vigorosa. A mediano plazo se proyecta un crecimiento de 1½% en la zona del euro. Se prevé que las persistentes brechas del producto —salvo en el caso de Alemania— moderarán la inflación a menos de 1¼% en 2014–15, bastante por debajo de la meta cercana a 2% fijada por el BCE para el futuro previsible.

Otras economías avanzadas registraron un crecimiento más fuerte, pero su durabilidad no está en absoluto asegurada. El crecimiento ha repuntado con más vigor de lo previsto en el Reino Unido gracias a las condiciones de crédito más favorables y un aumento de la confianza. Sin embargo, la recuperación ha sido desigual, y la inversión empresarial y las exportaciones aún son decepcionantes. Suiza recuperó el ímpetu gracias a la demanda interna, y el tope mínimo fijado para el tipo de cambio ha contenido la deflación. Suecia se vio reprimida por un nivel continuamente alto de desempleo, una corona fuerte y debilidades estructurales en el mercado laboral, aunque para este año se pronostica un repunte de la actividad impulsado por una demanda externa más fuerte.

Pese a una reactivación del crecimiento, predominan los riesgos a la baja. La recuperación en la zona del euro podría descarrilarse si vuelven a surgir tensiones financieras debido al estancamiento de las iniciativas de políticas. El desempleo elevado podría dar lugar a la fatiga de la reforma, incertidumbre política y una reversión de las políticas, lo cual pondría en peligro los avances logrados en base a mucho esfuerzo. Los shocks externos —condiciones financieras más restrictivas en Estados Unidos, contagio financiero y perturbaciones en el comercio debidas a acontecimientos geopolíticos y crecimiento inferior al previsto en los mercados emergentes— podrían perjudicar el crecimiento y la estabilidad. Por ejemplo, un shock externo que implique nuevos resultados desalentadores de crecimiento en las economías de mercados emergentes, si se materializa, podría propagarse a la zona del euro dados los considerables vínculos comerciales, y al Reino Unido a través de los vínculos financieros (véase la sección especial sobre los efectos de contagio en este capítulo). En un plano

Gráfico 2.3. Economías avanzadas de Europa: De la recesión a la recuperación

Los mercados financieros en las economías avanzadas de Europa han mostrado dinamismo gracias a la moderación de los riesgos extremos y la reanudación del crecimiento. Las brechas del producto, no obstante, siguen siendo amplias, debido a un bajo nivel de inflación, muy inferior a la meta a mediano plazo fijada por el BCE. Las tasas de desempleo son persistentemente altas, y los niveles de endeudamiento están al alza. Persiste la fragmentación financiera. Los saldos en cuenta corriente han mejorado asimétricamente, observándose persistentes superávits en algunas economías del núcleo.



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

Nota: Zona del euro (ZE) = Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Portugal, República Eslovaca. Zona del euro bajo tensión = España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal. CDS = Swaps de incumplimiento crediticio; IAPC = Índice armonizado de precios al consumidor; PME = Pequeña y mediana empresa; ZE def. = Otras economías deficitarias de la zona del euro; ZE sup. = Otras economías superavitarias de la zona del euro.

¹Los diferenciales de los CDS bancarios y soberanos a cinco años están expresados en puntos básicos y ponderados según los activos totales y la deuda bruta del gobierno general, respectivamente. Los datos abarcan hasta el 24 de marzo de 2014. Se incluyen todos los países de la zona del euro bajo tensión, excepto Grecia.

²Instituciones monetarias y financieras que ofrecen a las empresas préstamos a 1–5 años por una cantidad menor a €1 millón.

más positivo, una actitud empresarial más sólida de lo previsto podría reactivar la inversión y el crecimiento.

Un riesgo crítico para la actividad es el nivel muy bajo de inflación en las economías avanzadas. En la zona del euro, una inflación que se sitúe por debajo del nivel fijado como meta por un período prolongado podría desanclar las expectativas inflacionarias a más largo plazo y complicar la tarea de recuperación en las economías que soportan tensiones, en las cuales aumentarían la carga real de la deuda y las tasas de interés real.

La prioridad consiste en sentar las bases para un crecimiento más fuerte y duradero y abordar el problema de la baja inflación sin descuidar la estabilidad financiera. La combinación de políticas es compleja e interdependiente, y abarca las políticas fiscales y monetarias, la reforma y reestructuración del sector financiero y las reformas estructurales.

- Las políticas macroeconómicas deben seguir siendo acomodaticias. En la zona del euro es necesario apoyar más la demanda. Se precisa una mayor distensión monetaria ya sea para mejorar las perspectivas de que se alcance el objetivo de estabilidad de precios del BCE, consistente en mantener la inflación en un nivel inferior pero cercano a 2%, como para apoyar la demanda. Estas medidas podrían incluir nuevos recortes de las tasas y financiamiento bancario focalizado a más largo plazo (posiblemente a las pequeñas y medianas empresas). En términos generales, la orientación fiscal neutra para 2014 es adecuada, pero podrían justificarse medidas de apoyo fiscal en los países con margen para la aplicación de políticas en caso de que persistiera un crecimiento flojo y de que se agotaran las opciones de política monetaria. En el Reino Unido, la política monetaria debe seguir siendo acomodaticia, y es por eso que son positivas las recientes modificaciones del marco de la orientación avanzada efectuadas por el Banco de Inglaterra. De forma similar, los esfuerzos del gobierno para elevar el gasto de capital sin sobrepasar la dotación fiscal a mediano plazo deberían ayudar a afianzar la recuperación y el crecimiento a largo plazo. En Suecia, la política monetaria de apoyo y la orientación fiscal en general neutra siguen siendo adecuadas.
- Sanear los balances de los bancos y completar la unión bancaria son dos tareas críticas para restablecer la confianza y el crédito en la zona del euro (véase el capítulo 1). A tales efectos, es esencial que el examen sobre la calidad de los activos y las pruebas de tensión se realicen adecuadamente, utilizando

en forma mancomunada sólidos mecanismos de respaldo para desvincular las entidades soberanas de los bancos y un mecanismo único de resolución para garantizar una reconstrucción bancaria oportuna y al costo más bajo posible. El Reino Unido debería seguir trabajando para afianzar un sector financiero sólido, cerciorarse de que las pruebas de tensión estén bien coordinadas con las que realiza la Autoridad Bancaria Europea y evitar cualquier acumulación de factores de vulnerabilidad financiera, como los derivados de una escalada de precios de la vivienda. Suecia debe seguir mejorando la capitalización y liquidez de los bancos y adoptar medidas del lado de la demanda para contener el crecimiento del crédito de los hogares. Suiza debe cerciorarse de que los bancos de importancia sistémica del país reduzcan el apalancamiento.

- Pese a los avances, aún es necesario incrementar el producto potencial y reducir los desequilibrios dentro de la zona del euro mejorando la productividad y la inversión. Serían necesarias reformas estructurales para crear mercados laborales flexibles y mercados de productos y servicios competitivos, facilitar el ingreso y la salida de empresas y simplificar los sistemas tributarios. La reducción de los superávits en cuenta corriente, que son persistentemente elevados, tendría repercusiones positivas en toda la zona del euro; por ejemplo, una mayor inversión pública podría reducir el superávit en cuenta corriente de Alemania y al mismo tiempo promover el crecimiento tanto en ese país como en la región. La implementación focalizada de la Directiva de Servicios de la Unión Europea (UE) crearía apertura en las profesiones protegidas. Un proceso más flexible de formación de sueldos ayudaría a abordar el alto desempleo en Suecia, sobre todo en los grupos vulnerables.

Economías emergentes y en desarrollo de Europa: La recuperación se afianza, pero persisten las vulnerabilidades

El crecimiento se desaceleró en las economías emergentes y en desarrollo de Europa en el segundo semestre de 2013 ya que la región tuvo que enfrentar cuantiosas salidas de capitales. Pese a las repercusiones positivas derivadas de las economías avanzadas de Europa, se prevé que la recuperación se moderará levemente en 2014. Las fragilidades en la zona del euro, un cierto endurecimiento de las políticas internas, la creciente volatilidad en los mercados financieros y la agudización de los riesgos geopolíticos derivados de

los acontecimientos en Ucrania plantean importantes riesgos a la baja. Las políticas orientadas a elevar el producto potencial siguen siendo una prioridad para la región.

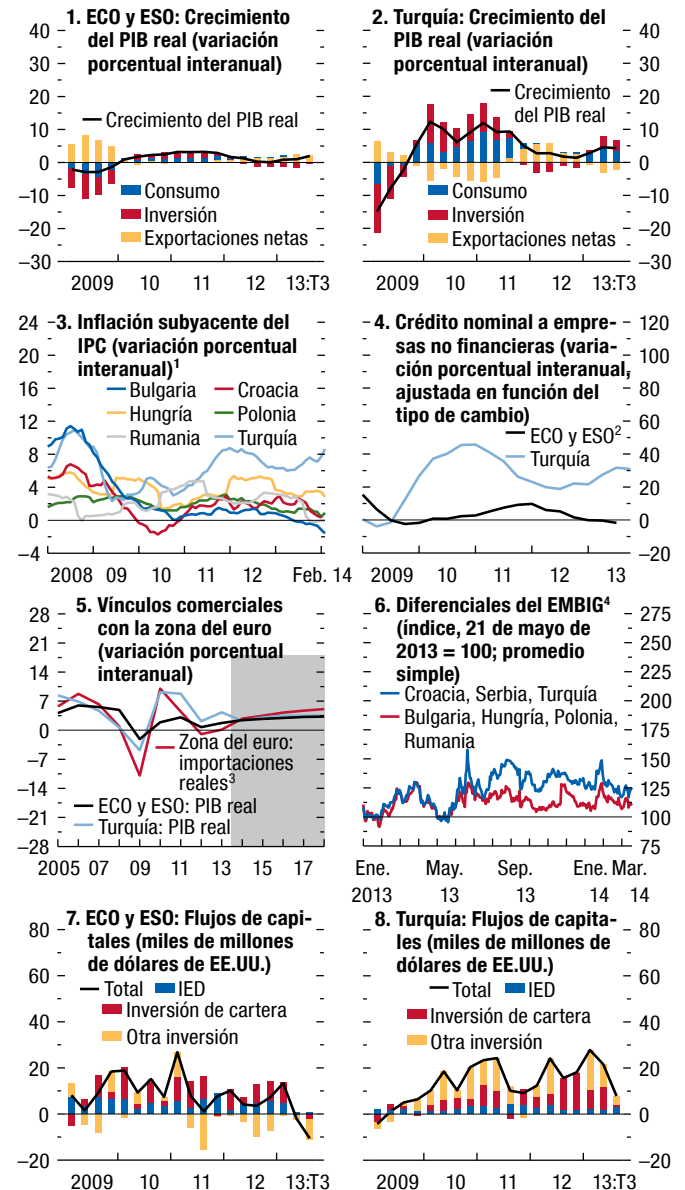
En 2013 la recuperación económica en las economías emergentes de Europa siguió estando impulsada por la demanda externa, excepto en Turquía y los países bálticos, donde el motor del crecimiento fue el consumo privado. El mayor consumo privado se debió principalmente a políticas macroeconómicas procíclicas en el caso de Turquía, mientras que en los países bálticos obedeció a las mejores condiciones del mercado laboral. Tras una mejora inicial, la volatilidad en el mercado financiero ha recrudescido desde comienzos del otoño en la mayoría de los países. Como resultado, la región, con la excepción de Turquía, experimentó salidas de capitales (gráfico 2.4).

Se prevé que el crecimiento más fuerte en la zona del euro impulsará la actividad en la mayoría de las economías emergentes y en desarrollo de Europa. Sin embargo, en 2014 el crecimiento de la región en general será ligeramente más débil que en 2013, sobre todo debido a Turquía, país cuya economía está en una etapa mucho más avanzada del ciclo que otros países de la región (cuadro 2.2).

- Pese a una mejora proyectada de las exportaciones netas, se prevé que el crecimiento en Turquía se debilitará de 4,3% en 2013 a 2,3% en 2014, principalmente como consecuencia de una acusada desaceleración del consumo privado provocada por medidas macroprudenciales, el considerable ajuste del tipo de cambio y las subidas de las tasas de interés. La inversión pública probablemente permanezca en línea con las metas presupuestarias fijadas para 2014.
- Según los pronósticos, el crecimiento de Hungría y Polonia se afianzará pasando de 1,1% y 1,6% en 2013 a 2,0% y 3,1% en 2014, respectivamente. En ambas economías ese afianzamiento está basado en un repunte de la demanda interna, apoyado por una distensión monetaria, mejoras en el mercado laboral y mayores fondos de la UE, que se prevé estimularán la inversión pública. En Hungría, las vulnerabilidades externas, pese a estar disminuyendo, aún son elevadas y podrían frenar el crecimiento.
- Al igual que el año pasado, el repunte del crecimiento en Europa sudoriental se situará en un nivel moderado de alrededor de 1,9% en 2014, principalmente debido a la mejora de la demanda externa. La demanda interna en unos pocos países se beneficiará del gasto de la UE. No obstante, la demanda

Gráfico 2.4. Economías emergentes y en desarrollo de Europa: La recuperación se afianza, pero con vulnerabilidades

El crecimiento se desaceleró en las economías emergentes y en desarrollo de Europa en 2013, conforme la región hizo frente a mayores salidas de capitales, condiciones monetarias más restrictivas y creciente volatilidad en los mercados financieros.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; CEIC Data Management; Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: Europa central y oriental (ECO) y Europa sudoriental (ESO) comprenden, conforme a la disponibilidad de datos, Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Hungría, Kosovo, Montenegro, Polonia, la ex República Yugoslava de Macedonia, Rumania y Serbia. Todos los agregados de grupos de países están ponderados en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo como proporción del PIB del grupo, salvo indicación en contrario. IPC = Índice de precios al consumidor; EMBIG = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan; IED = Inversión extranjera directa.

¹Los datos abarcan hasta febrero de 2014, excepto en el caso de Croacia (enero de 2014).

²Los datos abarcan hasta el tercer trimestre de 2013.

³Excluye Letonia.

⁴Los datos abarcan hasta el 25 de marzo de 2014.

seguirá estando contenida por el lento progreso en la resolución de los préstamos en mora, el desempleo persistente y la necesidad de consolidación fiscal en algunos países.

Según las previsiones, la inflación disminuirá o permanecerá en niveles moderados en la mayoría de los países de la región. La inflación subyacente es baja en varios países y ha estado disminuyendo en Bulgaria, Croacia y Rumania, debido, entre otros factores, a la brecha del producto, que aún es negativa, la demanda interna deprimida, el flojo crédito bancario y la evolución negativa de los precios externos (gráfico 2.4). Sin embargo, para las economías emergentes de Europa los riesgos de deflación son bajos en vista de que la demanda interna se está afianzando y se están disipando ciertos factores excepcionales.

La demora de la recuperación en la zona del euro y el recrudecimiento de la volatilidad en los mercados financieros, ya sea por acontecimientos geopolíticos o por el inicio del repliegue de la Reserva Federal, son los principales riesgos a la baja en toda la región. El crecimiento regional está estrechamente correlacionado con el crecimiento en la zona del euro, y en vista de los fuertes vínculos financieros, la zona del euro sigue siendo la principal fuente de shocks para las economías emergentes y en desarrollo de Europa. Dadas las fuertes reducciones en la inversión de cartera, las entradas brutas de capitales a Europa central y sudoriental dieron un drástico vuelco a terreno negativo en el tercer trimestre de 2013 y disminuyeron en forma importante en el caso de Turquía (gráfico 2.4). Las rápidas salidas de capitales se convertirán en un riesgo si vuelve a aumentar la volatilidad en los mercados financieros, con consecuencias negativas para el financiamiento de déficits fiscales, que aún son cuantiosos en muchos países, y déficits externos en algunos otros casos. Además, una nueva escalada de riesgos geopolíticos relacionados con Ucrania podría tener importantes repercusiones negativas para la región por vía de los canales financieros y de comercio. Por último, la incertidumbre relacionada con la resolución de las hipotecas denominadas en moneda extranjera en Hungría, la reestructuración financiera y de las empresas en Eslovenia y el logro de la necesaria disciplina fiscal en Serbia también ensombrecen las perspectivas para estos países.

Siguen siendo prioritarias las políticas orientadas a elevar el crecimiento potencial, como por ejemplo abordando el problema del alto desempleo estructural, avanzando en la resolución de la abultada cartera de préstamos en mora y mejorando la función del sector

de bienes transables. El bajo crecimiento obedece sobre todo a las rigideces estructurales en muchos países, aunque las brechas negativas del producto en la mayoría de los países de la región también dejan entrever debilidades cíclicas. Sin embargo, solo unos pocos países disponen de margen de maniobra para aplicar políticas: en la mayoría de los países el nivel ya bajo de las tasas de política monetaria y el riesgo de una renovada turbulencia financiera reducen el margen para distender aún más la política monetaria. Al mismo tiempo, los elevados niveles de deuda pública y de los déficits fiscales generales destacan la necesidad de llevar a cabo la consolidación en varios países, la cual habrá de lograrse en gran medida recortando el gasto.

Asia: Recuperación sostenida

Con la excepción de Japón, el crecimiento en Asia repuntó en el segundo semestre de 2013 gracias a la recuperación de las exportaciones y a una robusta demanda interna. Los riesgos mundiales a la baja aún son significativos y son especialmente pertinentes para las economías que se han visto debilitadas por factores de vulnerabilidades internas y externas. Además, las vulnerabilidades propias de China siguen aumentando, en especial las derivadas del crecimiento del crédito. Las prioridades en materia de política varían en la región, y mientras ciertas economías aplican políticas más restrictivas, otras aún están en condiciones de apoyar el crecimiento. Las reformas del lado de la oferta mejorarían la capacidad de recuperación y las perspectivas de crecimiento.

La actividad económica en Asia se volvió más dinámica en el segundo semestre de 2013 con la aceleración de las exportaciones a las economías avanzadas. La demanda interna ha sido sólida, y las ventas al por menor han sido buenas en gran parte del continente. Las exportaciones, particularmente a Estados Unidos y la zona del euro, han cobrado impulso. En Japón, si bien el consumo privado y el gasto público siguieron siendo robustos, el PIB se desaceleró en el segundo semestre de 2013 a causa de una lenta recuperación de las exportaciones y un aumento de la demanda de importaciones debido a un nivel elevado y sostenido de importaciones de energía y una fuerte demanda interna (véase el capítulo 1). Los países con políticas y fundamentos económicos firmes pudieron hacer frente a las presiones registradas a mediados de 2013 y comienzos de 2014 derivadas de la desaceleración de los flujos de capitales, y muchos países emergentes de Asia evitaron verse perjudi-

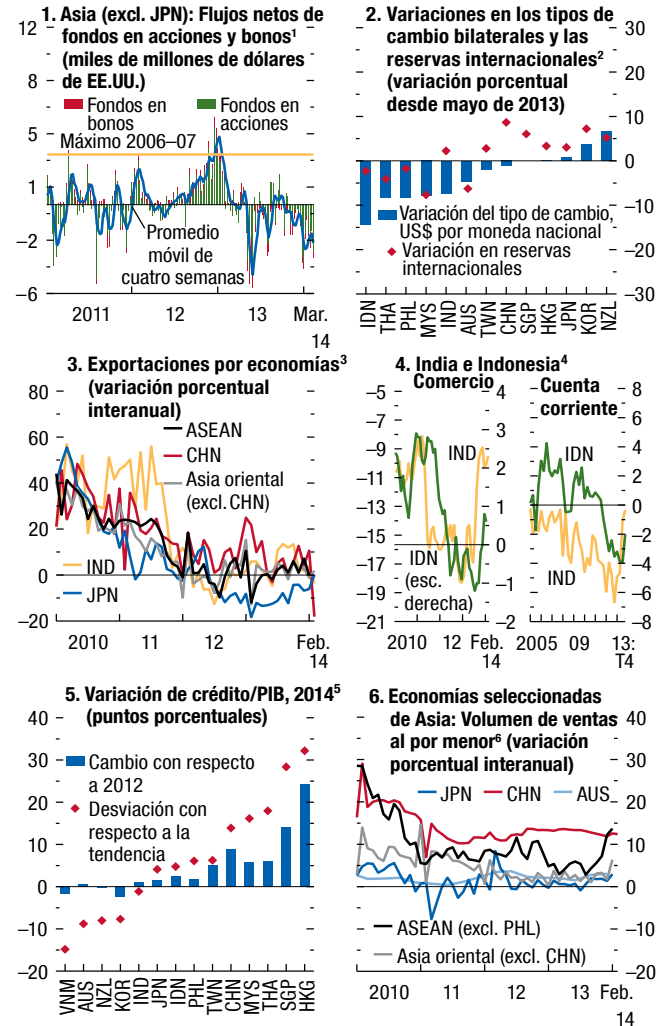
cados y salieron fortalecidos. Pese a la mayor volatilidad, las condiciones financieras siguen siendo laxas, en parte porque las monedas, al ser más débiles, están proporcionando cierto contrapeso (gráfico 2.5).

Para las economías de Asia en su conjunto, se prevé que el crecimiento se acelerará moderadamente, de 5,2% en 2013 a alrededor de 5,5% en 2014 y 2015 (cuadro 2.3). Las mejores perspectivas para las economías avanzadas, junto con tipos de cambio más competitivos en algunos casos, ayudarán a fomentar las exportaciones. La demanda interna seguirá estando respaldada por la solidez de los mercados laborales y un crecimiento del crédito que aún es dinámico. Se prevé que las políticas seguirán siendo acomodaticias, aunque en unos pocos casos (India, Indonesia) las subidas de las tasas de interés por un lado atenuarán los factores de vulnerabilidad, pero por el otro lado podrían frenar el crecimiento. En Japón, la consolidación fiscal representará un lastre para la economía. Con el cierre de la brecha del producto se prevé que la inflación aumentará ligeramente, pero permanecerá en niveles en general bajos en toda la región. Las principales excepciones son India e Indonesia, cuyas elevadas tasas de inflación deberían seguir moderándose.

- Se prevé que en *Japón* el crecimiento del PIB se moderará a aproximadamente 1,4% en 2014 debido al lastre de la política fiscal en la actividad. Según las previsiones, el efecto positivo de las medidas de estímulo recientemente aprobadas se verá más que neutralizado por el impacto negativo del aumento del impuesto al consumo y el repliegue del gasto en reconstrucción y de las anteriores medidas de estímulo. El apoyo monetario garantizará que las condiciones financieras sigan siendo acomodaticias, y la inflación aumentará temporalmente a 2¾% este año como consecuencia del aumento del impuesto al consumo (véase el capítulo 1).
- En *Corea*, la economía debería seguir recuperándose, con una aceleración del crecimiento a 3,7% en 2014. El crecimiento más vigoroso estará impulsado principalmente por las exportaciones, que repuntarán con la mejora de la demanda de los socios comerciales. La demanda interna también debería repuntar, gracias al estímulo fiscal y la orientación monetaria acomodaticia aplicados anteriormente así como también a las continuas condiciones favorables en el mercado laboral.
- En *Australia* se prevé que el crecimiento permanecerá en general estable en un nivel de 2,6% en 2014 mientras continúa la desaceleración de la inversión

Gráfico 2.5. Asia: Recuperación sostenida

La actividad en Asia repuntó en el segundo semestre de 2013 gracias a una recuperación de las exportaciones propiciada por una demanda más fuerte de las economías avanzadas. Dado que la demanda interna sigue siendo robusta, se proyecta que el crecimiento aumentará a 5,5% en 2014 a medida que prosiga la recuperación de la demanda externa.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; CEIC; Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: Asia = Australia (AUS), China (CHN), Corea (KOR), Filipinas (PHL), India (IND), Indonesia (IDN), Malasia (MYS), Nueva Zelandia (NZL), provincia china de Taiwan (TWN), RAE de Hong Kong (HKG), Singapur (SGP), Tailandia (THA), Vietnam (VNM). ASEAN = Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (IDN, MYS, PHL, SGP, THA). Asia oriental = Incluye CHN, HKG, KOR y TWN. JPN = Japón. Los agregados de grupos de países están ponderados en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo como proporción del PIB del grupo.
¹Los datos incluyen los flujos de fondos negociados en bolsa y los flujos de fondos comunes de inversión, y abarcan hasta el 19 de marzo de 2014.
²Los datos del tipo de cambio son de marzo de 2014; los datos sobre las reservas son de febrero de 2014 excepto en los casos de NZL (enero de 2014) y CHN (diciembre de 2013).
³Los datos de la ASEAN abarcan hasta enero de 2013.
⁴Los datos de balance comercial se expresan como promedios móviles de tres meses, y para IDN abarcan hasta enero de 2014. Los datos sobre el saldo en cuenta corriente se expresan como porcentaje del PIB.
⁵Datos mensuales disponibles más recientemente. La tendencia se calcula usando un filtro Hodrick-Prescott a lo largo del período 2000-12.
⁶AUS, CHN, JPN y ASEAN (excluido PHL). En el caso de AUS los datos abarcan hasta diciembre de 2013; para JPN, Asia oriental (excluido CHN) y ASEAN (excluido PHL) los datos abarcan hasta enero de 2014. A los datos trimestrales de AUS se les aplica una interpolación lineal.

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		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Asia	5,2	5,4	5,6	3,5	3,9	3,7	1,4	1,6	1,6	...	...	...
Economías avanzadas	2,1	2,3	2,2	1,1	2,4	2,2	2,0	2,1	2,0	4,0	4,0	4,0
Japón	1,5	1,4	1,0	0,4	2,8	1,7	0,7	1,2	1,3	4,0	3,9	3,9
Corea ⁴	2,8	3,7	3,8	1,3	1,8	3,0	5,8	4,4	3,5	3,1	3,1	3,1
Australia	2,4	2,6	2,7	2,4	2,3	2,4	-2,9	-2,6	-2,8	5,7	6,2	6,2
Taiwan, provincia china de	2,1	3,1	3,9	0,8	1,4	2,0	11,7	11,7	10,9	4,2	4,2	4,1
Hong Kong, RAE de	2,9	3,7	3,8	4,3	4,0	3,8	3,1	3,3	3,9	3,1	3,1	3,1
Singapur	4,1	3,6	3,6	2,4	2,3	2,6	18,4	17,7	17,1	1,9	2,0	2,1
Nueva Zelandia	2,4	3,3	3,0	1,1	2,2	2,2	-4,2	-4,9	-5,4	6,1	5,2	4,7
Economías emergentes y en desarrollo	6,5	6,7	6,8	4,5	4,5	4,3	1,1	1,2	1,4	...	...	...
China	7,7	7,5	7,3	2,6	3,0	3,0	2,1	2,2	2,4	4,1	4,1	4,1
India	4,4	5,4	6,4	9,5	8,0	7,5	-2,0	-2,4	-2,5	...	...	...
ASEAN-5	5,2	4,9	5,4	4,4	4,7	4,4	0,1	0,3	0,3	...	...	...
Indonesia	5,8	5,4	5,8	6,4	6,3	5,5	-3,3	-3,0	-2,7	6,3	6,1	5,8
Tailandia	2,9	2,5	3,8	2,2	2,3	2,1	-0,7	0,2	0,3	0,7	0,7	0,8
Malasia	4,7	5,2	5,0	2,1	3,3	3,9	3,8	4,0	4,0	3,1	3,0	3,0
Filipinas	7,2	6,5	6,5	2,9	4,4	3,6	3,5	3,2	2,6	7,1	6,9	6,8
Vietnam	5,4	5,6	5,7	6,6	6,3	6,2	6,6	4,3	3,5	4,4	4,4	4,4
Otras economías emergentes y en desarrollo de Asia⁵	6,2	6,7	7,1	6,8	6,6	6,4	-2,1	-1,4	-1,2	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
Economías emergentes de Asia ⁶	6,5	6,7	6,8	4,5	4,4	4,2	1,2	1,3	1,4	...	...	...

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.

⁴El año de referencia de la serie del PIB real de Corea es 2005. Esto no refleja las cuentas nacionales revisadas que fueron divulgadas el 26 de marzo de 2014, después de concluida la preparación de *Perspectivas de la economía mundial* para su publicación. Estas revisiones integrales incluyen la adopción del *Sistema de Cuentas Nacionales 2008* y la actualización del año de referencia a 2010. Como resultado de estas revisiones, el crecimiento del PIB real de 2013 se revisó al alza, de 2,8% a 3%.

⁵Las 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.

⁶Las economías emergentes de Asia comprenden las economías de ASEAN-5, China e India.

relacionada con la minería. En *Nueva Zelandia*, el crecimiento debería repuntar a 3,3%, con la ayuda del gasto en reconstrucción.

- En *China*, el crecimiento se recuperó en cierta medida en el segundo semestre de 2013 y debería conservar el ímpetu este año, moderándose tan solo marginalmente a 7,5% dado que se siguen aplicando políticas acomodaticias. El anuncio del plan de reforma del gobierno ha mejorado la actitud, pero los avances para reequilibrar la economía aún no se consolidan (véase el recuadro 1.2). Se espera que las reformas fiscales hagan más eficiente el sistema tributario; y las reformas financieras que están en curso deberían mejorar la asignación de capital y la eficiencia de la inversión, aunque podrían dar lugar a cierta volatilidad a corto plazo en los mercados de capitales chinos (véase el capítulo 1). Si bien se prevé

que las perspectivas de inflación seguirán siendo benignas, la preocupación acerca de una inversión excesiva y la calidad del crédito implica que se debe seguir retirando el apoyo monetario a la economía mediante un crecimiento más lento del crédito y un aumento de los costos reales de endeudamiento.

- Se prevé que el crecimiento de *India* se recuperará, de 4,4% en 2013 a 5,4% en 2014, gracias al impulso del crecimiento mundial que es ligeramente más fuerte, la mejora de la competitividad de las exportaciones y la ejecución de proyectos de inversión recientemente aprobados. El repunte de las exportaciones en los últimos meses y las medidas para restringir las importaciones de oro han contribuido a reducir el déficit en cuenta corriente. Las medidas de política para reforzar los flujos de capitales han ayudado aún más a reducir las vulnerabili-

dades externas. El crecimiento, aunque permanecerá por debajo de su nivel tendencial, se espera que en general se afiance gracias a las políticas a favor de la inversión y a un aumento de la confianza resultante de las medidas de política adoptadas recientemente. La inflación de precios al consumidor seguirá siendo un desafío importante, pero debería continuar en una trayectoria descendente.

- Las economías de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN) seguirán evolucionando en forma desigual. Se proyecta que el crecimiento de *Indonesia* se desacelerará este año debido a que se moderó la actitud de los inversionistas y que los mayores costos de endeudamiento serán un lastre para la economía interna, aunque la depreciación de la moneda desde mediados de 2013 debería dar un impulso a las exportaciones. En *Tailandia*, las perspectivas a corto plazo aún están ensombrecidas por la situación política; la economía está desacelerándose conforme se debilita la demanda privada y se postergan los planes de inversión pública. Sin embargo, *Malasia* y *Filipinas* se encuentran en una trayectoria más positiva, y se prevé que el crecimiento seguirá siendo robusto en ambos países.
- En el caso de las economías en desarrollo de Asia, las perspectivas económicas en su mayoría apuntan a que continuará un crecimiento sólido con un cierto beneficio adicional proveniente de la recuperación en curso del comercio mundial. Sin embargo, se prevé que la demanda interna en *Bangladesh* se recuperará en 2014 gracias a la normalización de la actividad tras un año de perturbaciones políticas. Además, los desequilibrios macroeconómicos relacionados con el rápido crecimiento del crédito y los elevados déficits en cuenta corriente en la *República Democrática Popular Lao* y *Mongolia* son un riesgo permanente.

Aunque persisten inquietudes vinculadas al entorno externo, Asia también se enfrenta a varios riesgos internos idiosincrásicos. En general, el año que viene la región tendrá que abordar tres cuestiones generales (véase el capítulo 1) que están por encima de los riesgos de carácter más idiosincrásico derivados de tensiones e incertidumbres políticas en varios países (por ejemplo, Tailandia):

- *Condiciones financieras mundiales más restrictivas:* A medida que mejore el crecimiento en Estados Unidos, Asia tendrá que adaptarse a un aumento constante de la prima por plazo a escala mundial. Las economías con fundamentos económicos más

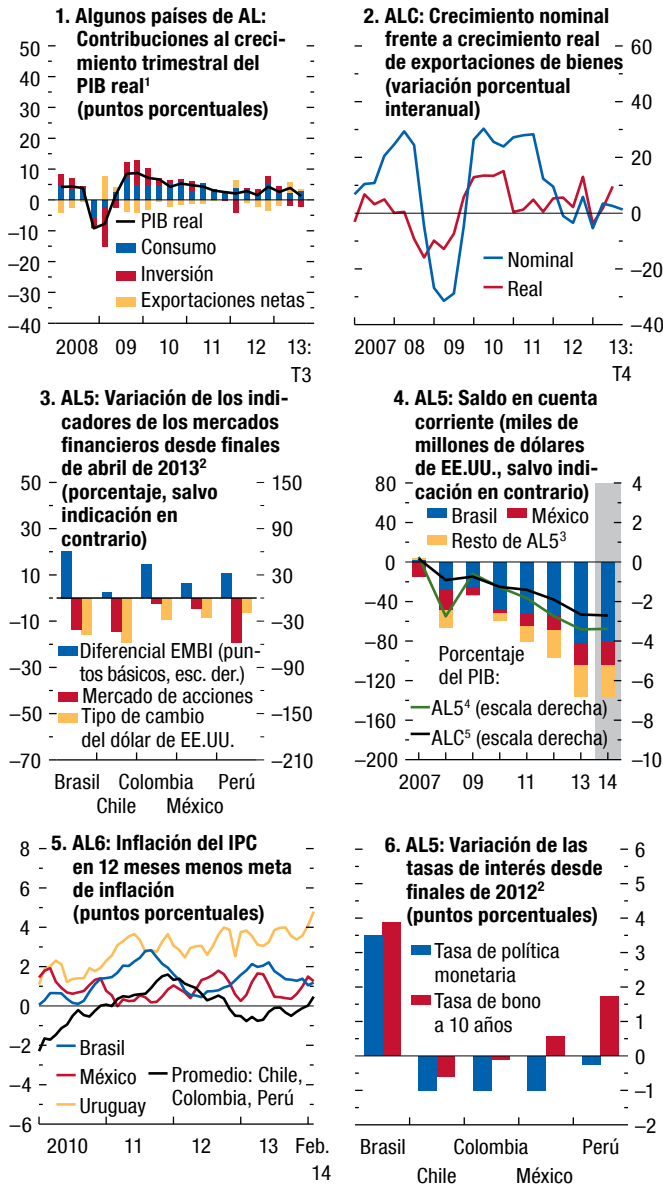
débiles y que dependen más de las finanzas y el comercio mundiales tenderán a ser las más afectadas. En algunos casos, el impacto podría verse amplificado por vulnerabilidades financieras internas derivadas del apalancamiento en las empresas o los hogares, lo cual incidiría negativamente en los balances de los bancos.

- *Menor eficacia de la Abeconomía:* En Japón, las medidas de política podrían fomentar el crecimiento menos de lo previsto si no consiguen elevar las expectativas inflacionarias, los sueldos nominales, las exportaciones y la inversión privada. Un crecimiento más lento podría tener importantes efectos de contagio negativos para las economías que mantienen estrechos vínculos comerciales y de inversión extranjera directa con Japón, como *Indonesia* y *Tailandia*, sobre todo si retorna el riesgo de deflación.
- *Una desaceleración imprevistamente drástica y vulnerabilidades en el sector financiero en China:* Una desaceleración más acentuada de lo previsto en China —debida a la implementación de reformas estructurales, por ejemplo— tendría importantes efectos de contagio en el resto de la región, especialmente en las economías vinculadas a la cadena regional de suministro y a los países exportadores de materias primas. A corto plazo, es poco probable que se produzca una crisis financiera, pero recientemente el rápido crecimiento del crédito y el aumento de la banca paralela implican que podrían seguir surgiendo noticias sobre problemas de crédito en los fideicomisos o problemas potenciales de servicio de la deuda en los gobiernos locales. Estos problemas podrían desencadenar una reacción adversa en los mercados financieros tanto en China como a nivel mundial, pero también podrían mejorar la valoración del riesgo y por lo tanto tendrían su lado positivo.

Además de abordar las vulnerabilidades a corto plazo, Asia debería seguir impulsando reformas estructurales para mejorar las perspectivas a mediano plazo. En general, las reformas deberían centrarse en eliminar obstáculos estructurales al crecimiento en India y en todas las economías de la ASEAN mediante una mayor inversión pública y privada (particularmente en infraestructura). En China, las reformas para liberalizar el sistema financiero y elevar el costo del capital serán fundamentales para mejorar la asignación de crédito y fomentar el crecimiento de la productividad. En Japón se necesitan reformas estructurales para lograr un repunte sostenible del crecimiento y para asestar un golpe más duradero a la deflación.

Gráfico 2.6. América Latina y el Caribe: Crecimiento atenuado

El crecimiento en América Latina y el Caribe continuó desacelerándose en 2013 en un contexto de desempeño atenuado de las exportaciones y una continua desaceleración de la inversión. Se prevé que en el transcurso del año la actividad seguirá avanzando a ritmo lento, y una renovada turbulencia en los mercados financieros plantea un riesgo a la baja, sobre todo para las economías con importantes necesidades de financiamiento externo o debilidades en sus políticas internas.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: ALC = América Latina y el Caribe; AL6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay; AL5 = AL6 menos Uruguay; EMBI = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan; IPC = Índice de precios al consumidor.

¹En el caso de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Paraguay y Perú, los datos se ponderan en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo como proporción del PIB del grupo.

²Datos al 24 de marzo de 2014.

³Promedio simple para Chile, Colombia y Perú.

⁴Promedio simple.

⁵Datos ponderados en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo como proporción del PIB del grupo.

América Latina y el Caribe: Crecimiento atenuado

Se prevé que la actividad económica en América Latina y el Caribe permanecerá relativamente atenuada en 2014.

La recuperación en las economías avanzadas debería generar efectos comerciales positivos, pero estos probablemente se verán contrarrestados por los precios más bajos de las materias primas, las condiciones financieras más restrictivas y las obstrucciones en la oferta en algunos países.

El crecimiento en el Caribe aún está restringido por los elevados niveles de deuda y una débil competitividad. Las autoridades tienen que centrar su atención en apuntalar los saldos fiscales, abordar las fragilidades financieras que pudieran surgir e impulsar reformas estructurales en pro del crecimiento para aliviar las restricciones en la oferta.

La actividad económica en toda la región de América Latina y el Caribe permaneció relativamente atenuada el año pasado. Se estima que el crecimiento en todo el año 2013 fue de 2¾%, es decir, bastante inferior a las tasas observadas en años anteriores (gráfico 2.6). La escasa inversión y la demanda moderada de las exportaciones de la región refrenaron la actividad, al igual que lo hicieron los cuellos de botella de la oferta cada vez más restrictivos en varias economías. Los países con fundamentos económicos sólidos en general se vieron menos afectados por las presiones del mercado registradas a mediados de 2013 y comienzos de 2014 (véase el capítulo 1). No obstante, la actividad en la mayoría de los mercados de divisas, acciones y bonos en toda América Latina y el Caribe sigue estando por debajo de los niveles de hace 12 meses, debido a condiciones externas más restrictivas y una reevaluación de las perspectivas a mediano plazo.

Según las proyecciones, el crecimiento regional permanecerá atenuado en 2014 en un nivel de 2½%. Se prevé que la recuperación en las economías avanzadas generará efectos comerciales positivos, pero que estos probablemente se verán contrarrestados por el impacto de los precios más bajos de las materias primas, las condiciones financieras más restrictivas y las restricciones de la oferta en algunas economías. Sin embargo, las perspectivas varían considerablemente en las diferentes partes de la región (cuadro 2.4):

- Se prevé que en *México* el crecimiento repuntará a 3% este año, después de haber registrado una tasa inesperadamente débil de 1,1% en 2013. Varios de los vientos en contra que frenaban la actividad han amainado, con una reorientación de la política fiscal hacia

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		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
América del Norte	1,8	2,8	3,0	1,6	1,6	1,8	-2,3	-2,2	-2,5	...	...	...
Estados Unidos ⁴	1,9	2,8	3,0	1,5	1,4	1,6	-2,3	-2,2	-2,6	7,4	6,4	6,2
Canadá	2,0	2,3	2,4	1,0	1,5	1,9	-3,2	-2,6	-2,5	7,1	7,0	6,9
México	1,1	3,0	3,5	3,8	4,0	3,5	-1,8	-1,9	-2,0	4,9	4,5	4,3
América del Sur⁴	3,2	2,3	2,7	8,1	...	...	-2,7	-2,8	-2,9	...	...	...
Brasil	2,3	1,8	2,7	6,2	5,9	5,5	-3,6	-3,6	-3,7	5,4	5,6	5,8
Argentina ^{5,6}	4,3	0,5	1,0	10,6	...	...	-0,9	-0,5	-0,5	7,1	7,6	7,6
Colombia	4,3	4,5	4,5	2,0	1,9	2,9	-3,3	-3,3	-3,2	9,7	9,3	9,0
Venezuela	1,0	-0,5	-1,0	40,7	50,7	38,0	2,7	2,4	1,8	9,2	11,2	13,3
Perú	5,0	5,5	5,8	2,8	2,5	2,1	-4,9	-4,8	-4,4	7,5	6,0	6,0
Chile	4,2	3,6	4,1	1,8	3,5	2,9	-3,4	-3,3	-2,8	5,9	6,1	6,2
Ecuador	4,2	4,2	3,5	2,7	2,8	2,6	-1,5	-2,4	-3,1	4,7	5,0	5,0
Bolivia	6,8	5,1	5,0	5,7	6,8	5,3	3,7	3,7	2,4	6,4	6,3	6,2
Uruguay	4,2	2,8	3,0	8,6	8,3	8,0	-5,9	-5,5	-5,2	6,3	6,8	6,9
Paraguay	13,0	4,8	4,5	2,7	4,7	5,0	0,9	-0,9	-1,6	5,4	5,5	5,5
América Central⁷	4,0	4,0	4,0	4,2	3,8	4,4	-6,9	-6,5	-6,2	...	...	...
El Caribe⁸	2,8	3,3	3,3	5,0	4,4	4,5	-3,7	-3,2	-3,2	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>												
América Latina y el Caribe ⁹	2,7	2,5	3,0	6,8	...	...	-2,7	-2,7	-2,8	...	...	...
Excluido Argentina	2,5	2,8	3,2	6,4	6,8	5,9	-2,8	-2,9	-3,0	...	...	...
Unión Monetaria del Caribe Oriental ¹⁰	0,5	1,4	1,8	1,0	1,2	1,8	-17,6	-17,1	-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.

⁴También incluye Guyana y Suriname. Véase la nota 6 sobre precios de consumo.

⁵Las cifras de Argentina son los datos oficiales declarados. 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 PBI. 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 PBI a los efectos de la supervisión de la evolución macroeconómica en Argentina.

⁶Las cifras de Argentina son los datos oficiales declarados. A partir de enero de 2014, los datos de precios al consumidor reflejan el nuevo Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU), que difiere sustancialmente del anterior IPC (el IPC del Gran Buenos Aires, IPC-GBA). Dadas las diferencias en cobertura geográfica, ponderaciones, muestreo y metodología, los datos del IPCNU no pueden compararse directamente con los datos del anterior IPC-GBA. Debido a este corte estructural en los datos, en la edición de abril de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial* no se presentan los pronósticos del personal técnico sobre la inflación del IPC. Tras una declaración de censura emitida por el FMI el 1 de febrero de 2013, la divulgación pública de un nuevo IPC nacional a más tardar a fines de marzo de 2014 fue una de las medidas especificadas en la decisión del Directorio Ejecutivo del FMI de diciembre de 2013 en la que se solicitaba a Argentina que abordara la calidad de los datos oficiales de su IPC. El Directorio Ejecutivo volverá a examinar este tema conforme al calendario especificado en diciembre de 2013 y en consonancia con los procedimientos establecidos en el marco jurídico del FMI.

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, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía 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, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía así como Anguila y Montserrat, que no son miembros del FMI.

una tendencia más acomodaticia y una reactivación de la demanda de Estados Unidos. Los pronósticos indican que el nivel general de inflación permanecerá cercano al extremo superior del rango de la meta de inflación a corto plazo, como consecuencia de los efectos excepcionales de ciertas medidas tributarias. No obstante, la inflación subyacente y las expectativas inflacionarias permanecerán bien ancladas. Más a futuro, las actuales reformas económicas en México, en particular en los sectores de energía y telecomuni-

caciones, permiten presagiar un mayor crecimiento potencial a mediano plazo.

- Se prevé que la economía de *Brasil* seguirá avanzando a un ritmo lento, y que el crecimiento se desacelerará a 1,8% en 2014. La actividad se ve reprimida por las restricciones de la oferta interna, sobre todo en infraestructura, y también porque la inversión privada sigue registrando un flojo crecimiento debido a la pérdida de competitividad y a un bajo nivel de confianza de las empresas. Se prevé que

la inflación permanecerá en el tramo superior de la meta oficial, ya que la capacidad ociosa es limitada y la reciente depreciación del *real* mantendrá las presiones de precios. La combinación de políticas ha estado sesgada hacia la austeridad monetaria en el último año, y se prevé que la política fiscal (incluidos los préstamos con fines de política) conservará en general una orientación neutra en 2014.

- Entre las otras economías financieramente integradas, el pronóstico es que *Colombia* y *Perú* seguirán expandiéndose a ritmos bastante rápidos. En *Chile* se proyecta que la actividad se moderará en cierta medida porque el crecimiento de la inversión privada está desacelerándose marcadamente, inclusive en el sector minero. En los tres países, el consumo interno sigue siendo dinámico, gracias a tasas de desempleo que se encuentran en mínimos sin precedentes y a un sólido crecimiento de los salarios reales. Sin embargo, se proyecta que las presiones de precios seguirán contenidas.
- Se prevé que la actividad en *Argentina* y *Venezuela* se desacelerará marcadamente en 2014, aunque las perspectivas están sujetas a un alto grado de incertidumbre. Las políticas macroeconómicas que han sido continuamente expansivas han dado lugar a un alto nivel de inflación y a una disminución de las reservas oficiales de divisas. La brecha entre los tipos de cambio oficial y de mercado sigue siendo amplia en ambos países, y ha seguido creciendo en Venezuela. Las medidas administrativas adoptadas para gestionar los desequilibrios internos y externos, entre ellas los controles de los precios, los tipos de cambio y el comercio, están refrenando aún más la confianza y la actividad. Recientemente, ambos países ajustaron sus tipos de cambio, y Argentina elevó las tasas de interés, pero se precisan modificaciones más importantes de las políticas para evitar un ajuste desordenado.
- La economía de *Bolivia* se expandió vigorosamente el año pasado y se prevé que permanecerá por encima de su nivel potencial en 2014, impulsada por un marcado aumento de las exportaciones de hidrocarburos y por políticas macroeconómicas acomodaticias. El crecimiento en *Paraguay* también repuntó en 2013 con la recuperación del sector agrícola tras una fuerte sequía.
- En *América Central* se proyecta que el crecimiento en general no registrará cambios y permanecerá en 4,0%, ya que el estímulo derivado del repunte de la actividad económica en Estados Unidos está siendo

contrarrestado por el endurecimiento de la política fiscal en algunos países, los efectos de una enfermedad en la producción de café, un menor financiamiento procedente de Venezuela y otros factores específicos de cada país.

- El *Caribe* continúa enfrentándose a un difícil entorno económico, caracterizado por un bajo crecimiento, un alto nivel de endeudamiento y fragilidades financieras. No obstante, en las economías que dependen del turismo se prevé una recuperación moderada de la actividad este año conforme se afiancen los flujos procedentes de ese rubro.

Los riesgos para las perspectivas siguen siendo considerables. Por el lado positivo, un repunte más fuerte de lo previsto del crecimiento en Estados Unidos podría impulsar las exportaciones de la región, aunque las repercusiones comerciales positivas se concentrarían en México y unos pocos países de América Central y el Caribe. Por el lado negativo, un aumento imprevistamente rápido de las tasas de interés en Estados Unidos podría generar nuevos vientos en contra en el ámbito financiero, sobre todo si los flujos de capitales cambian de sentido abruptamente. Además, nuevas presiones a la baja sobre los precios de las materias primas causadas por una desaceleración inesperadamente pronunciada de la inversión en China u otros factores serían un lastre para los países exportadores de materias primas de la región.

En este contexto, las autoridades en toda América Latina y el Caribe deben centrar la atención en mejorar los fundamentos económicos internos para reducir la vulnerabilidad de sus economías a shocks externos. Una reducción gradual de los niveles de déficit público y deuda pública sigue siendo la estrategia adecuada para los países con importantes desequilibrios fiscales, así como para los que tienen una capacidad ociosa limitada y elevados déficits en cuenta corriente externa. Asimismo, para apuntalar la confianza de los inversionistas se necesitan nuevas mejoras en la transparencia y credibilidad de los marcos fiscales. En ese sentido, es crítico garantizar una sólida supervisión prudencial del sector financiero y abordar anticipadamente las fragilidades que podrían surgir si las tasas de interés subieran drásticamente o si el crecimiento se desacelerara aún más.

La flexibilidad cambiaria ya ha ayudado a los países a adaptarse a la turbulencia registrada en los mercados financieros el año pasado y debería seguir siendo un amortiguador importante en el caso de un recrudescimiento de la volatilidad. Mientras tanto, en las economías con baja inflación y expectativas inflacio-

narias ancladas, la distensión de la política monetaria sigue siendo la primera línea de defensa frente a una nueva desaceleración del crecimiento. En los países con persistentes presiones inflacionarias, las cuales podrían exacerbarse si el tipo de cambio se depreciara más, tanto la política monetaria como la fiscal deben centrarse en anclar las expectativas de inflación.

Las reformas estructurales para elevar la productividad y afianzar la competitividad también son cruciales. Ante todo, la región tiene que invertir más, y de manera más eficaz, en infraestructura y capital humano; abordar los obstáculos que impiden una mayor participación de la fuerza laboral en el sector formal, y mejorar el entorno empresarial y regulatorio.

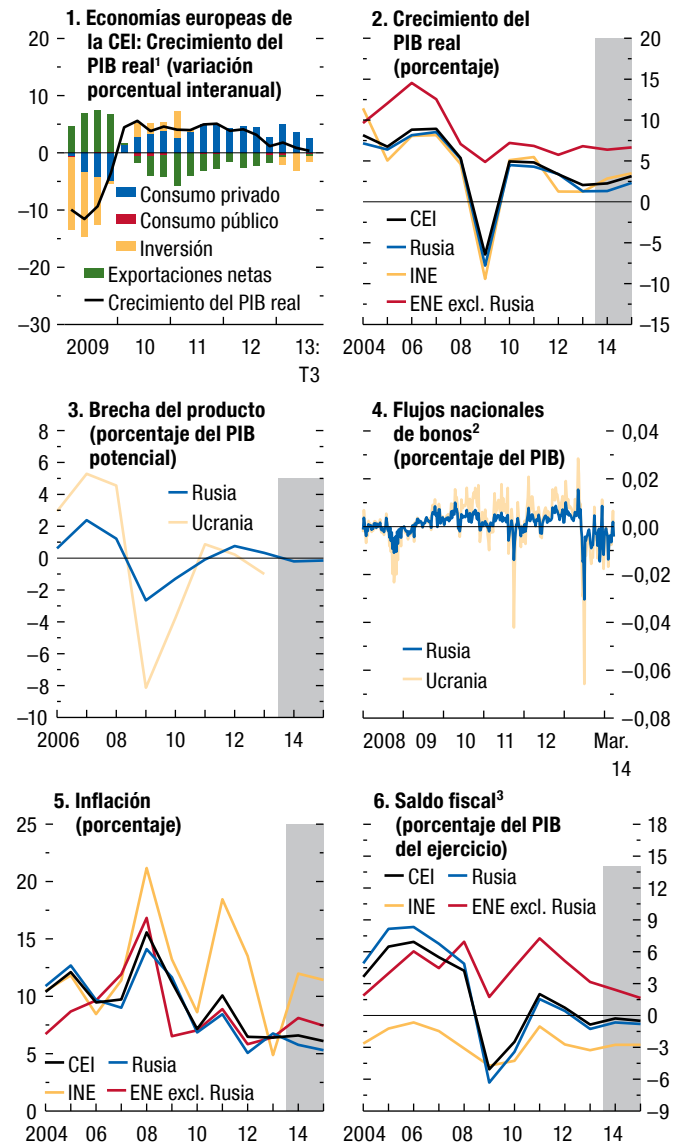
Comunidad de Estados Independientes: Perspectivas moderadas

El crecimiento en la Comunidad de Estados Independientes (CEI) sigue siendo moderado pese al dinamismo del consumo, y las razones son la debilidad de la inversión, las tensiones políticas y la incertidumbre en torno a las políticas en ciertos casos. Las tensiones geopolíticas están sembrando interrogantes en parte de la región. En cambio, en la región del Cáucaso y Asia central (CAC) el crecimiento es vigoroso. Las políticas han de centrarse en la ejecución de las reformas y el fomento de la inversión para elevar el crecimiento potencial, mientras que en algunos países es prioritario corregir los graves desequilibrios.

El crecimiento en las economías europeas de la CEI siguió moderándose en el segundo semestre de 2013, y a comienzos de 2014 sufrió una nueva desaceleración debido a tensiones geopolíticas (gráfico 2.7). El crecimiento en Rusia siguió deprimido durante 2013. Pese a un consumo dinámico, la actividad estuvo restringida por la escasez de la inversión y la lenta recuperación mundial. En el cuarto trimestre de 2013, gracias a las abundantes cosechas y la capacidad de recuperación del consumo privado, Ucrania logró salir de la recesión, pero han persistido grandes desequilibrios internos y externos. La volatilidad de los flujos de capitales aumentó drásticamente a partir del tercer trimestre a medida que creció la preocupación en torno al repliegue de la Reserva Federal. A comienzos de 2014, la turbulencia política interna y la toma de Crimea por parte de Rusia incidieron negativamente en la economía de Ucrania y desencadenaron olas de contagio en toda la región. Las perspectivas a corto plazo para Rusia, que ya se habían debilitado, se vieron aún más

Gráfico 2.7. Comunidad de Estados Independientes: Perspectivas moderadas

El crecimiento en la Comunidad de Estados Independientes (CEI) ha seguido disminuyendo debido a una mayor desaceleración en Rusia y a la débil demanda externa en las otras economías, y los flujos de capitales a la región se han contraído. Las políticas deben centrarse en implementar reformas más firmes para elevar el crecimiento potencial y, en algunos países, corregir desequilibrios graves.



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

Nota: Exportadores netos de energía (ENE) = Azerbaiyán, Kazajistán, Rusia, Turkmenistán, Uzbekistán. Importadores netos de energía (INE) = Armenia, Belarús, Georgia, Moldova, la República Kirguisa, Tayikistán, Ucrania. Todos los agregados de grupos de países están ponderados en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo como proporción del PIB del grupo. Las proyecciones no incluyen Ucrania debido a la crisis actual.

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

²Los datos abarcan hasta el 18 de marzo de 2014.

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

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		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Comunidad de Estados Independientes (CEI)	2,1	2,3	3,1	6,4	6,6	6,1	0,7	1,9	1,5	...	...	...
Exportadores netos de energía	2,2	2,2	3,1	6,7	6,2	5,7	1,9	2,5	1,9	...	...	...
Rusia	1,3	1,3	2,3	6,8	5,8	5,3	1,6	2,1	1,6	5,5	6,2	6,2
Kazajstán	6,0	5,7	6,1	5,8	9,2	7,5	0,1	1,9	2,0	5,2	5,2	5,2
Uzbekistán	8,0	7,0	6,5	11,2	11,0	11,0	1,7	2,2	1,9	...	...	...
Azerbaiyán	5,8	5,0	4,6	2,4	3,5	4,0	19,7	15,0	9,9	6,0	6,0	6,0
Turkmenistán	10,2	10,7	12,5	6,6	5,7	6,0	-3,3	-1,1	1,3	...	...	...
Importadores netos de energía	1,2	2,8	3,5	4,9	12,0	11,4	-8,9	-9,0	-7,5	...	...	...
Ucrania ⁴	0,0	...	...	-0,3	...	...	-9,2	...	...	7,4	...	...
Belarús	0,9	1,6	2,5	18,3	16,8	15,8	-9,8	-10,0	-7,8	0,6	0,6	0,6
Georgia ⁵	3,2	5,0	5,0	-0,5	4,0	4,6	-6,1	-7,9	-7,3	...	...	...
Armenia	3,2	4,3	4,5	5,8	5,0	4,0	-8,4	-7,2	-6,8	18,5	18,0	17,9
Tayikistán	7,4	6,2	5,7	5,0	5,4	5,9	-1,9	-2,1	-2,3	...	...	...
República Kirguisa	10,5	4,4	4,9	6,6	6,1	6,6	-12,6	-15,5	-14,3	7,6	7,6	7,5
Moldova	8,9	3,5	4,5	4,6	5,5	5,9	-4,8	-5,9	-6,4	5,2	5,6	5,3
<i>Partidas informativas</i>												
Cáucaso y Asia central ⁶	6,6	6,2	6,4	6,0	7,7	7,1	2,6	3,0	2,4	...	...	...
Países de bajo ingreso de la CEI ⁷	7,1	6,0	5,8	7,7	8,3	8,4	-2,2	-2,3	-2,2	...	...	...
Exportadores netos de energía, excluido Rusia	6,8	6,4	6,7	6,4	8,1	7,4	3,6	4,2	3,4	...	...	...

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 del desempleo pueden variar.

⁴Se excluyen las proyecciones para Ucrania debido a la crisis en curso.

⁵Georgia, que no pertenece a la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitud de estructura económica.

⁶Incluye Armenia, Azerbaiyán, Georgia, Kazajstán, 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.

afectadas por estas tensiones geopolíticas. Con el rublo sometido a presiones a la baja debido a la intensificación de las salidas de capitales, el banco central retornó temporalmente a la discrecionalidad y amplió su intervención en el tipo de cambio. El crecimiento en la región del CAC aumentó aproximadamente 1 punto porcentual, a alrededor de 6½% en 2013, pese a la desaceleración en Rusia, uno de los principales socios comerciales de la región.

El crecimiento en las economías europeas de la CEI seguirá siendo flojo, en tanto que en la región del CAC las perspectivas a corto plazo hacen prever una desaceleración a 6,2% en 2014 (cuadro 2.5).

- Según las proyecciones, el crecimiento del PIB en Rusia se situará en un nivel moderado de 1,3% en 2014. Las secuelas de la turbulencia financiera en los mercados emergentes y las tensiones geopolíticas relacionadas con Ucrania son un lastre que se suma a la actividad, que ya de por sí es floja.

- En *Ucrania*, el producto probablemente se contraerá significativamente conforme los graves shocks económicos y políticos hagan mella en la inversión y el consumo. Hacia finales de 2014, la recuperación de las exportaciones netas y la inversión deberían reactivar un crecimiento moderado.
- El crecimiento de *Belarús* permanecerá en un deslucido 1,6% en 2014. En *Moldova*, el crecimiento del PIB se moderará a 3½% en 2014, debido sobre todo a la desaceleración que se prevé en el sector agrícola.
- Pese al debilitamiento temporal del crecimiento de la producción petrolera en *Kazajstán*, y al estancamiento de las exportaciones de oro de la *República Kirguisa*, la actividad económica en la región del CAC estará apoyada, en *Armenia* y *Georgia*, por el afianzamiento de la demanda externa y la recuperación de la demanda interna resultantes de la aplicación de políticas fiscales expansivas, y en *Turkmenistán*, por las mayores exportaciones de

hidrocarburos resultantes de las ampliaciones de su capacidad productiva llevadas a cabo en el pasado.

La inflación permanecerá en general estable en un nivel de aproximadamente 6% en 2014, pero seguirá siendo alta en algunas economías (cuadro 2.5). En Rusia, la inflación en 2013 superó el rango fijado como meta debido en parte a un alza temporal en los precios de los alimentos y la depreciación del rublo, y en 2014 probablemente permanecerá en un nivel superior al punto medio fijado como meta. En Kazajistán, la reciente devaluación del tenge agravará la presión inflacionaria este año. La inflación disminuyó en Belarús, pero con las políticas actuales seguirá siendo de dos dígitos, mientras que en la mayoría de los países de la región del CAC se prevé que permanecerá dentro de las metas fijadas por los bancos centrales. En Georgia, según las proyecciones, la inflación se acercará a la meta de 5% en 2015, a causa del repunte de la demanda interna y una cierta depreciación reciente de la moneda. En Uzbekistán persistirá una inflación de dos dígitos debido a los aumentos en los precios administrados, una depreciación de la moneda y un fuerte crecimiento del crédito.

La balanza de riesgos continúa inclinándose a la baja en vista de las crecientes incertidumbres geopolíticas tras la toma de Crimea por parte de Rusia, las condiciones financieras más restrictivas y la volatilidad de los flujos de capitales. El endurecimiento de las sanciones y contrasanciones podría afectar los flujos de comercio y los activos financieros. El contagio podría propagarse por canales reales (comercio, remesas) y financieros (valoración de activos, bancos). Aun si no se les aplican sanciones, el menor crecimiento en Rusia y Ucrania podría tener un impacto significativo en las economías vecinas a mediano plazo. Los precios más bajos de las materias primas (véase la sección especial sobre las materias primas en el capítulo 1) retardarían la recuperación en Ucrania y perjudicarían el crecimiento en Rusia y los países exportadores de hidrocarburos de la región del CAC. Sin embargo, los países con cuantiosas reservas de activos externos se verían menos afectados. El crecimiento en los países importadores de petróleo de la región del CAC también se moderaría si las perspectivas de crecimiento en los mercados emergentes se revisaran a la baja, con efectos negativos en el comercio, las remesas y el financiamiento de proyectos, sobre todo si se tienen en cuenta los limitados amortiguadores externos y fiscales. Una desaceleración en Rusia debida a condiciones inestables en el país afectaría a la región del CAC a través de canales reales y financieros,

particularmente si el suministro de energía sufre perturbaciones y si suben los precios del petróleo y el gas. Por el lado positivo, una recuperación más vigorosa en las economías avanzadas podría mantener los precios del petróleo y el gas en niveles altos, beneficiando a los exportadores de petróleo y gas y a los importadores de materias primas a través de una recuperación en Rusia más fuerte de la prevista.

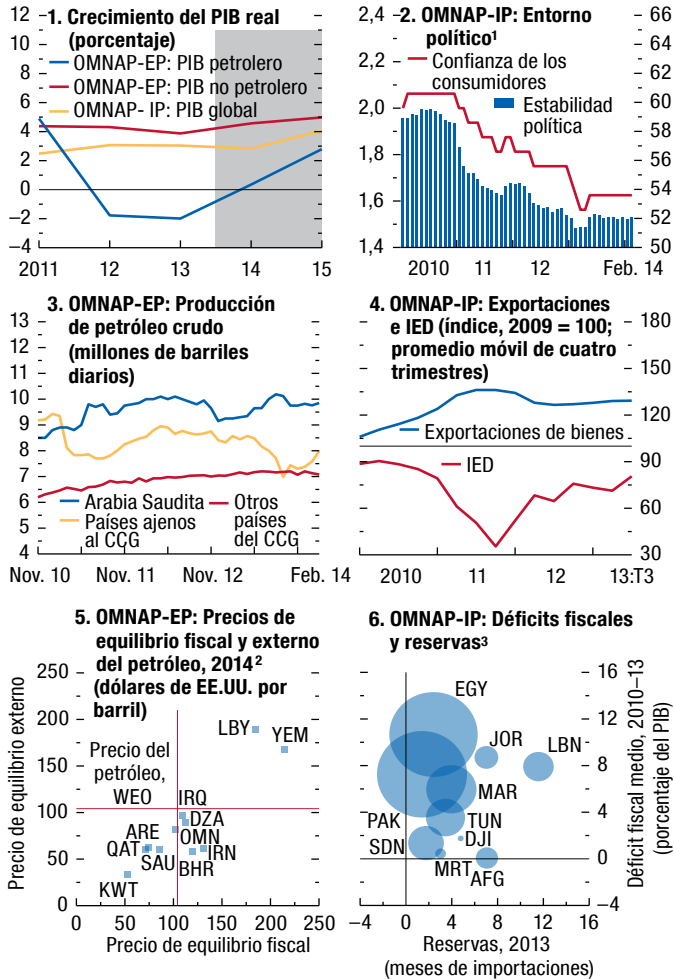
Las políticas deben apuntar a preservar la estabilidad macroeconómica y fomentar el crecimiento potencial con reformas de gran alcance. Para gestionar los efectos potenciales de la turbulencia financiera en los mercados emergentes y las tensiones geopolíticas, Rusia debe seguir recurriendo a la flexibilidad del tipo de cambio para facilitar los ajustes y al mismo tiempo debe evitar la volatilidad excesiva, mantener la política monetaria centrada en anclar la inflación y seguir aplicando una política fiscal estructural de orientación neutra al tiempo que permite la activación de los estabilizadores automáticos. La consolidación fiscal y la reducción de las pérdidas cuasifiscales en el sector de energía son cruciales para la estabilización económica en Ucrania. Si bien el apoyo financiero de Rusia podría brindar a Belarús cierto margen de maniobra a corto plazo, a fin de reducir los desequilibrios se deben tomar sin demora medidas para moderar el crecimiento de los salarios y el crédito y para incrementar la flexibilidad cambiaria. Sin dejar de lado su compromiso de consolidación a mediano plazo, Armenia y Georgia tienen previsto proporcionar cierto estímulo fiscal en 2014. Toda la región necesita asimismo aplicar reformas estructurales para mejorar el clima empresarial, diversificar la economía y reforzar la competitividad externa a fin de que el crecimiento sea firme y duradero y se torne más inclusivo en los próximos años.

Oriente Medio y Norte de África: ¿Punto de inflexión?

El crecimiento fue tenue en toda la región de Oriente Medio y Norte de África, Afganistán y Pakistán (OMNAP) en 2013, donde las mermas en la producción de petróleo y el débil crecimiento de la inversión privada en un contexto de continuos conflictos y transiciones de orden político neutralizaron los aumentos del gasto público. La actividad económica se afianzará en 2014–15 a medida que mejore el crecimiento de las exportaciones con la recuperación de los socios comerciales y que se acelere la inversión pública y privada. Sin embargo, la frágil confianza, el alto desempleo, la escasa

Gráfico 2.8. Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán: ¿Punto de inflexión?

El crecimiento fue tenue en toda la región de Oriente Medio y Norte de África, Afganistán y Pakistán (OMNAP) en 2013, dado que el elevado gasto público se vio contrarrestado por reducciones en la oferta de petróleo y débiles exportaciones no petroleras en medio de una continua agitación sociopolítica. Sin embargo, una dinámica activa no petrolera gracias a un fuerte gasto público y la recuperación de la producción petrolera deberían acelerar la actividad este año.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de *Direction of Trade Statistics*; Agencia Internacional de Energía; autoridades nacionales; PRS Group, Inc., *International Country Risk Guide*, y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: Países exportadores de petróleo de OMNAP (OMNAP-EP) = Arabia Saudita (SAU), Argelia (DZA), Bahrein (BHR), Emiratos Árabes Unidos (UAE), Irán (IRN), Iraq (IRQ), Kuwait (KWT), Libia (LBY), Omán (OMN), Qatar (QAT) y Yemen (YMN); países importadores de petróleo de OMNAP (OMNAP-IP) = Afganistán (AFG), Djibouti (DJI), Egipto (EGY), Jordania (JOR), Líbano (LBN), Marruecos (MAR), Mauritania (MRT), Pakistán (PAK), Siria (SYR), Sudán (SDN) y Túnez (TUN). IED = Inversión extranjera directa; CCG = Consejo de Cooperación del Golfo. Los datos a partir de 2011 excluyen Siria. Los agregados de grupos de países del panel 1 y las exportaciones de bienes del panel 4 se ponderan en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo como proporción del PIB del grupo; promedios simples en el panel 2 (excluidos AFG, DJI y MRT); sumas en el panel 3, e IED (EGY, MAR, PAK y TUN) en el panel 4.

¹Confianza de los consumidores en la escala izquierda y estabilidad política en la escala derecha. Los valores más altos de la calificación de la confianza del consumidor (estabilidad política) significan una mayor confianza del consumidor (estabilidad política).

²Los precios en los que el presupuesto del gobierno y la cuenta corriente están en equilibrio, respectivamente. Los datos de YEM son de 2013.

³El tamaño de la burbuja se calcula en función del PIB de 2013 de cada país ponderado por la paridad del poder adquisitivo.

competitividad y, en muchos casos, los cuantiosos déficits públicos seguirán siendo un lastre para las perspectivas económicas de la región. Los riesgos se inclinan a la baja en vista del lento avance de las reformas durante las complejas transiciones políticas. Las reformas para elevar y diversificar el producto potencial y mejorar la competitividad y la capacidad de recuperación son esenciales para lograr un crecimiento sostenible e inclusivo y para crear empleo.

Economías exportadoras de petróleo

En los países exportadores de petróleo de OMNAP, la actividad económica se moderó en 2013 a alrededor de 2%, es decir, menos de la mitad de la tasa de crecimiento registrada en años recientes. El crecimiento en las economías no petroleras estuvo apoyado por una sostenida inversión pública en infraestructura y por la expansión del crédito privado. No obstante, la floja demanda mundial de petróleo, la mayor oferta de petróleo de Estados Unidos y las perturbaciones regionales en el suministro de petróleo —sobre todo en Libia, donde una ola de inestabilidad redujo la producción de crudo a aproximadamente un tercio de la capacidad— desaceleraron el crecimiento de los sectores petroleros (gráfico 2.8; véase también la sección especial sobre las materias primas en el capítulo 1).

Se prevé que, conforme la producción de petróleo se estabilice junto con el fortalecimiento de la actividad mundial y un nivel sostenido de consumo e inversión, el crecimiento total del PIB aumentará a alrededor de 3½% en 2014 (cuadro 2.6). En los Emiratos Árabes Unidos, donde los precios inmobiliarios están subiendo a un ritmo acelerado, la adjudicación de la Exposición Universal de 2020 ha reforzado aún más perspectivas de crecimiento. De igual forma, Qatar ha puesto en marcha un amplio programa de inversión pública para impulsar la diversificación económica y preparar al país para la Copa Mundial de la Federación Internacional de Fútbol en 2022.

Se prevé que, al moderarse los precios de los alimentos, la inflación se verá contenida en menos de 5% en la mayoría de los países exportadores de petróleo. Una notable excepción es el caso de la República Islámica del Irán, que está experimentando estanflación pese a ciertas mejoras recientes de las perspectivas gracias a un relajamiento temporal de algunas sanciones internacionales.

La caída del ingreso petrolero ya está provocando la disminución de los superávits fiscales, a 2,6% en 2014, pese al retiro del estímulo fiscal puesto en marcha por

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		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Oriente Medio y Norte de África	2,2	3,2	4,5	10,5	8,4	8,3	10,3	8,7	6,6	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	2,0	3,4	4,6	11,3	8,4	8,3	14,1	11,9	9,7	...	...	...
Irán	-1,7	1,5	2,3	35,2	23,0	22,0	8,1	5,2	2,8	12,9	14,0	14,6
Arabia Saudita	3,8	4,1	4,2	3,5	3,0	3,2	17,4	15,8	13,3	5,5	...	...
Argelia	2,7	4,3	4,1	3,3	4,0	4,0	0,4	0,5	-1,3	9,8	9,4	9,0
Emiratos Árabes Unidos	4,8	4,4	4,2	1,1	2,2	2,5	14,9	13,3	12,4	...	...	...
Qatar	6,1	5,9	7,1	3,1	3,6	3,5	29,2	25,4	20,5	...	...	...
Kuwait	0,8	2,6	3,0	2,7	3,4	4,0	38,8	37,4	34,2	2,1	2,1	2,1
Iraq	4,2	5,9	6,7	1,9	1,9	3,0	0,0	1,0	1,2	...	...	...
Importadores de petróleo⁵	2,7	2,7	4,2	7,9	8,5	8,2	-6,4	-5,5	-6,4	...	...	...
Egipto	2,1	2,3	4,1	6,9	10,7	11,2	-2,1	-1,3	-4,6	13,0	13,0	13,1
Marruecos	4,5	3,9	4,9	1,9	2,5	2,5	-7,4	-6,6	-5,8	9,2	9,1	9,0
Túnez	2,7	3,0	4,5	6,1	5,5	5,0	-8,4	-6,7	-5,7	16,7	16,0	15,0
Sudán	3,4	2,7	4,6	36,5	20,4	14,3	-10,6	-8,2	-7,1	9,6	8,4	8,0
Líbano	1,0	1,0	2,5	3,2	2,0	2,0	-16,2	-15,8	-13,9	...	...	...
Jordania	3,3	3,5	4,0	5,5	3,0	2,4	-11,1	-12,9	-9,3	12,2	12,2	12,2
<i>Partidas informativas</i>												
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	2,4	3,2	4,4	10,1	8,5	8,3	9,5	8,0	6,1	...	...	...
Pakistán	3,6	3,1	3,7	7,4	8,8	9,0	-1,0	-0,9	-1,0	6,7	6,9	7,2
Afganistán	3,6	3,2	4,5	7,4	6,1	5,5	2,8	3,3	-0,3	...	...	...
Israel ⁶	3,3	3,2	3,4	1,5	1,6	2,0	2,5	1,4	1,7	6,4	6,7	6,5
Maghreb ⁷	2,0	2,9	7,5	3,3	3,9	4,0	-3,2	-6,1	-5,8	...	...	...
Mashreq ⁸	2,1	2,2	3,9	6,4	9,3	9,7	-4,7	-4,3	-6,1	...	...	...

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.

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

²Porcentaje del PIB

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Incluye Bahrein, Libia, Omán y Yemen.

⁵Incluye Djibouti y Mauritania. Excluye Siria debido a la incertidumbre de la situación política.

⁶Israel, que no es miembro de la región, se incluye por razones geográficas. Cabe notar que Israel no se incluye en los agregados regionales.

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

⁸El Mashreq comprende Egipto, Jordania y Líbano. Excluye Siria debido a la incertidumbre de la situación política.

muchos países durante la recesión mundial y la Primavera Árabe. Se prevé asimismo que los cuantiosos superávits en cuenta corriente se reducirán debido a los menores ingresos petroleros (cuadro 2.6). Si bien en los últimos años los saldos fiscales han estado debilitándose en las economías del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG), la mayoría de dichas economías aún cuentan con reservas importantes para enfrentar fuertes shocks de precios del petróleo, siempre que estos sean de corta duración.

Los riesgos para las perspectivas a corto plazo de los países exportadores de petróleo han disminuido. El reciente acuerdo transitorio entre los países del P5+1 e Irán ha aliviado las tensiones geopolíticas, y ahora parece ser más limitada la posibilidad de que surjan nuevamente importantes perturbaciones en el suministro de petróleo en otros países ajenos al CCG. Los precios del

petróleo y la producción del CCG están expuestos a riesgos a la baja que emanan del crecimiento inesperadamente rápido de la oferta de petróleo de Estados Unidos y del continuo riesgo de que disminuya la demanda mundial de crudo en forma más pronunciada de la prevista, debido a una desaceleración en los mercados emergentes o en las economías avanzadas. Las prioridades en materia de política siguen enfocadas en diversificar estas economías para reducir su dependencia del petróleo, incrementar las oportunidades de empleo en el sector privado para los ciudadanos y reforzar la capacidad de recuperación frente a los shocks. Son cruciales las reformas para fomentar el espíritu de empresa, acompañadas de una moderación de los salarios y el empleo públicos. La política fiscal tiene que gestionar las presiones de la demanda, preservar la riqueza para las futuras generaciones

y garantizar un gasto de capital público eficiente. La reducción de los subsidios a la energía, que en la actualidad van desde 4% hasta 12½% del PIB, contendría el consumo de energía y liberaría recursos para un gasto social focalizado y para ayudar a financiar la inversión pública. La eliminación de los subsidios debe ser gradual y requerirá una estrategia eficaz de comunicación que permita ampliar el respaldo público y reducir el riesgo de que se reviertan las políticas.

Economías importadoras de petróleo

En 2013, tres años después de la Primavera Árabe, la recuperación en los países importadores de petróleo de OMNAP siguió siendo lenta. La incertidumbre derivada de las transiciones políticas y el malestar social, así como del lastre que suponen los problemas estructurales no resueltos, siguió minando la confianza y frenando la actividad económica. Pese a las políticas fiscales y monetarias de apoyo, el crecimiento ha rondado el 3% desde 2011, es decir, la mitad de la tasa necesaria para reducir el alto y persistente desempleo de la región y para mejorar las condiciones de vida.

Las perspectivas apuntan a que la recuperación seguirá siendo lenta, con un crecimiento que girará en torno al 3% en 2014 antes de aumentar a 4% en 2015. El crecimiento de las exportaciones se afianzará paulatinamente a medida que se recupere la demanda interna en los socios comerciales, en particular en Europa. Las reformas puestas en marcha recientemente para aliviar las restricciones de la oferta y reforzar la competitividad deberían también ayudar a mejorar la confianza, lo cual fomentará la actividad y la inversión extranjera directa. Sin embargo, la demanda interna permanecerá deprimida debido a la continua incertidumbre en materia de políticas. En algunos países, el estímulo fiscal será reemplazado por un leve freno fiscal, ya que la consolidación es necesaria para detener la erosión de las reservas fiscales y externas. La inflación aumentará ligeramente a 8,5% debido a las presiones al alza derivadas de las eliminaciones graduales de los subsidios, que se verán contrarrestadas por una disminución de los precios mundiales de las materias primas (cuadro 2.6).

Más allá de estas tendencias generales, las perspectivas específicas para los países son las siguientes:

- En *Egipto* se prevé que, en términos generales, el crecimiento en 2014 será igual al de 2013, ya que la incertidumbre política seguirá frenando el turismo y la inversión extranjera directa, a pesar del estímulo fiscal apoyado con financiamiento del CCG. Los

fuertes desequilibrios no desaparecerán a menos que se emprendan reformas estructurales y una consolidación fiscal.

- El conflicto sirio sigue siendo un pesado lastre para *Libano*, y se prevé que en 2014 el crecimiento se estancará debido a la intensificación de la violencia sectaria, la menor confianza y las crecientes presiones de deterioro del saldo fiscal. El conflicto también ha incrementado significativamente el ajuste fiscal y la carga de financiamiento en *Jordania*.
- En *Pakistán*, una recuperación imprevistamente rápida del sector manufacturero, debida a mejoras en el suministro de electricidad y a una reciente depreciación del tipo de cambio, está siendo neutralizada parcialmente por la debilidad de la producción de algodón.
- Se prevé que el crecimiento en *Túnez* se afianzará gracias a una mejora de la confianza derivada de la nueva constitución, menores tensiones de seguridad y las reformas preelectorales llevadas a cabo.
- La actividad económica en *Marruecos* se desacelerará, aunque cada vez estará más impulsada por los sectores no agrícolas gracias a las reformas a favor de la diversificación económica.

La recuperación aún es frágil, y los riesgos se inclinan a la baja. Las transiciones políticas, la agudización de las tensiones sociales y de seguridad y los efectos de contagio de los conflictos regionales podrían minar la confianza y amenazar la estabilidad macroeconómica. Un crecimiento inferior al previsto en las economías de mercados emergentes, Europa o el CCG podría frenar las exportaciones. Las tasas de interés internas pueden subir en los países con limitada flexibilidad cambiaria si las condiciones financieras mundiales se endurecen drásticamente, aunque el uso de financiamiento oficial externo y de garantías de bonos debería limitar estos efectos. Por el lado positivo, un avance más rápido de las transiciones políticas y las reformas económicas podría estimular la confianza y el crecimiento.

Para lograr una mejora duradera de las perspectivas económicas es necesario realizar reformas estructurales que abarquen desde la reducción de los costos de la actividad empresarial hasta la profundización de la integración comercial con los mercados internacionales y regionales. Muchas de estas reformas son difíciles de implementar durante transiciones políticas. Sin embargo, hay ciertas medidas que pueden adoptarse de inmediato y que podrían ayudar a mejorar la confianza, como por ejemplo, simplificar la normativa empresarial, capacitar a trabajadores desempleados y no calificados y mejorar los procedimientos aduaneros.

Las políticas macroeconómicas tienen que encontrar un equilibrio entre dos metas: fomentar el crecimiento y garantizar la estabilidad económica. En ciertos países, una medida útil consistiría en ampliar la base tributaria con el fin de movilizar recursos para financiar los mayores niveles de gasto social e inversión pública. Los aumentos de la inversión pública y el apoyo social a los pobres también pueden ayudar a promover la demanda interna. Dado que los déficits fiscales y el endeudamiento son considerables, este gasto público tiene que financiarse reorientándolo de forma tal que se eliminen los subsidios generalizados que benefician a los ricos. Si el financiamiento lo permite, la consolidación fiscal puede avanzar a un ritmo gradual, anclándose en planes a mediano plazo creíbles para cerciorarse de que los inversionistas sigan estando dispuestos a proporcionar financiamiento adecuado. Una política monetaria expansiva, y en algunos casos una mayor flexibilidad cambiaria, puede amortiguar el impacto negativo a corto plazo que tiene la consolidación sobre el crecimiento, y al mismo tiempo reforzar las reservas externas.

África subsahariana: Aceleración del crecimiento

El crecimiento en África subsahariana sigue siendo vigoroso y se prevé que se acelerará en 2014. Una restricción del financiamiento a escala mundial o una desaceleración en las economías de mercados emergentes podrían generar vientos en contra externos, en especial para los países de mediano ingreso con importantes vínculos externos, los productores de recursos naturales y las economías de frontera¹. Sin embargo, algunos de los riesgos más prominentes son internos, y se derivan de desaciertos en la aplicación de políticas en varios países, amenazas contra la seguridad e incertidumbres políticas internas previas a elecciones. Las autoridades deben evitar una orientación fiscal procíclica en los países de rápido crecimiento, encarar los riesgos emergentes en los países con importantes desequilibrios fiscales, abordar las vulnerabilidades en los países más expuestos a shocks externos y fomentar el crecimiento sostenible e inclusivo.

El crecimiento en África subsahariana se mantuvo en un sólido 4,8% en 2013, es decir, prácticamente sin cambios con respecto a 2012, y estuvo respaldado por una mejor producción agrícola e inversión en recursos

naturales e infraestructura. El crecimiento fue robusto en toda la región, sobre todo en los países de bajo ingreso y los Estados frágiles². Fuera de estos grupos, en Nigeria, pese a problemas de seguridad en el norte y el robo de petróleo a gran escala en el primer semestre de 2013, el crecimiento conservó su vigor gracias al nivel relativamente alto de los precios del petróleo. En cambio, el crecimiento en Sudáfrica siguió desacelerándose debido a las restricciones derivadas de las tensas relaciones industriales en el sector minero, la escasez en el suministro de electricidad, una inversión privada anémica y la baja confianza entre consumidores e inversionistas (cuadro 2.7).

La inflación siguió disminuyendo, con unas pocas excepciones (gráfico 2.9). Las monedas de Sudáfrica y de ciertas economías de mercado de frontera se debilitaron por el endurecimiento de las condiciones monetarias mundiales y, en algunos casos, por los bajos saldos externos o fiscales (Ghana, Nigeria, Sudáfrica, Zambia). Debido a los cuantiosos déficits fiscales, las calificaciones crediticias de algunos países fueron rebajadas, generando presiones adicionales en los rendimientos y postergando la emisión de bonos soberanos en algunos países.

Según las proyecciones, el crecimiento se acelerará a aproximadamente 5½% en 2014 gracias a la evolución positiva de la oferta interna y el fortalecimiento de la recuperación mundial:

- En *Sudáfrica* se pronostica que el crecimiento aumentará moderadamente, impulsado por las mejoras en la demanda externa, aunque los riesgos se inclinan a la baja. (Véanse más detalles en el capítulo 1).
- Se proyecta que el crecimiento en *Nigeria* repuntará 0,8 puntos porcentuales con la reparación de importantes oleoductos y la continua expansión de la producción en los sectores no petroleros. También se prevé un considerable repunte del crecimiento en otros países productores de petróleo.
- Se prevé que el crecimiento también se acelerará en otros países, incluidos varios Estados frágiles, como consecuencia de la mejora de las condiciones políticas y de seguridad internas (*Mali*), enormes inversiones en infraestructura y minería (*Mozambique, Níger*, la

¹Las economías de mercado de frontera en África subsahariana son Ghana, Kenya, Mauricio, Nigeria, Rwanda, Senegal, Tanzania, Uganda y Zambia.

²Los Estados frágiles son Burundi, Comoras, Côte d'Ivoire, Eritrea, Guinea, Guinea-Bissau, Liberia, la República Centroafricana, la República Democrática del Congo, Santo Tomé y Príncipe, Togo y Zimbabwe. Esta lista no incluye algunos países frágiles cuyas ventas de petróleo representan una proporción importante de los ingresos de exportaciones y públicos, y que fueron clasificados como exportadores de petróleo.

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		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
África subsahariana	4,9	5,4	5,5	6,3	6,1	5,9	-3,6	-3,6	-3,9	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	5,8	6,7	6,7	7,4	6,9	6,6	3,9	3,3	2,1	...	...	...
Nigeria	6,3	7,1	7,0	8,5	7,3	7,0	4,7	4,9	4,0	...	...	...
Angola	4,1	5,3	5,5	8,8	7,7	7,7	5,0	2,2	-0,4	...	...	...
Guinea Ecuatorial	-4,9	-2,4	-8,3	3,2	3,9	3,7	-12,0	-10,2	-10,9	...	...	...
Gabón	5,9	5,7	6,3	0,5	5,6	2,5	10,6	6,9	4,5	...	...	...
República del Congo	4,5	8,1	5,8	4,6	2,4	2,4	-1,2	2,0	0,1	...	...	...
Economías de ingreso mediano⁵	3,0	3,4	3,7	5,8	5,9	5,5	-5,7	-5,1	-4,9	...	...	...
Sudáfrica	1,9	2,3	2,7	5,8	6,0	5,6	-5,8	-5,4	-5,3	24,7	24,7	24,7
Ghana	5,4	4,8	5,4	11,7	13,0	11,1	-13,2	-10,6	-7,8	...	...	...
Camerún	4,6	4,8	5,1	2,1	2,5	2,5	-4,4	-3,5	-3,6	...	...	...
Côte d'Ivoire	8,1	8,2	7,7	2,6	1,2	2,5	-1,2	-2,2	-2,0	...	...	...
Botswana	3,9	4,1	4,4	5,8	3,8	3,4	-0,4	0,4	0,2	...	...	...
Senegal	4,0	4,6	4,8	0,8	1,4	1,7	-9,3	-7,5	-6,6	...	...	...
Economías de bajo ingreso⁶	6,5	6,8	6,8	6,0	5,5	5,5	-11,8	-11,8	-11,7	...	...	...
Etiopía	9,7	7,5	7,5	8,0	6,2	7,8	-6,1	-5,4	-6,0	...	...	...
Kenya	5,6	6,3	6,3	5,7	6,6	5,5	-8,3	-9,6	-7,8	...	...	...
Tanzania	7,0	7,2	7,0	7,9	5,2	5,0	-14,3	-13,9	-12,9	...	...	...
Uganda	6,0	6,4	6,8	5,4	6,3	6,3	-11,7	-12,6	-12,1	...	...	...
República Democrática del Congo	8,5	8,7	8,5	0,8	2,4	4,1	-9,9	-7,9	-7,2	...	...	...
Mozambique	7,1	8,3	7,9	4,2	5,6	5,6	-41,9	-42,8	-43,2	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
África subsahariana excluido												
Sudán del Sur	4,7	5,4	5,4	6,4	6,1	5,9	-3,6	-3,6	-4,0	...	...	...

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

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, Togo y Zimbabwe.

República Democrática del Congo) y la recuperación de inversiones (*Mozambique*).

Los precios moderados de los alimentos y las políticas monetarias prudentes deberían propiciar reducciones adicionales de la inflación en buena parte de la región, y se proyecta que los saldos fiscales mejorarán aproximadamente ½% del PIB en promedio. Sin embargo, no se prevé una reducción del déficit en cuenta corriente medio, debido por un lado a las perspectivas relativamente tenues de los precios de las materias primas (véase la sección especial sobre las materias primas en el capítulo 1) y de la demanda de las economías de mercados emergentes, y por el otro a que las importaciones relacionadas con la inversión extranjera directa continúan siendo altas.

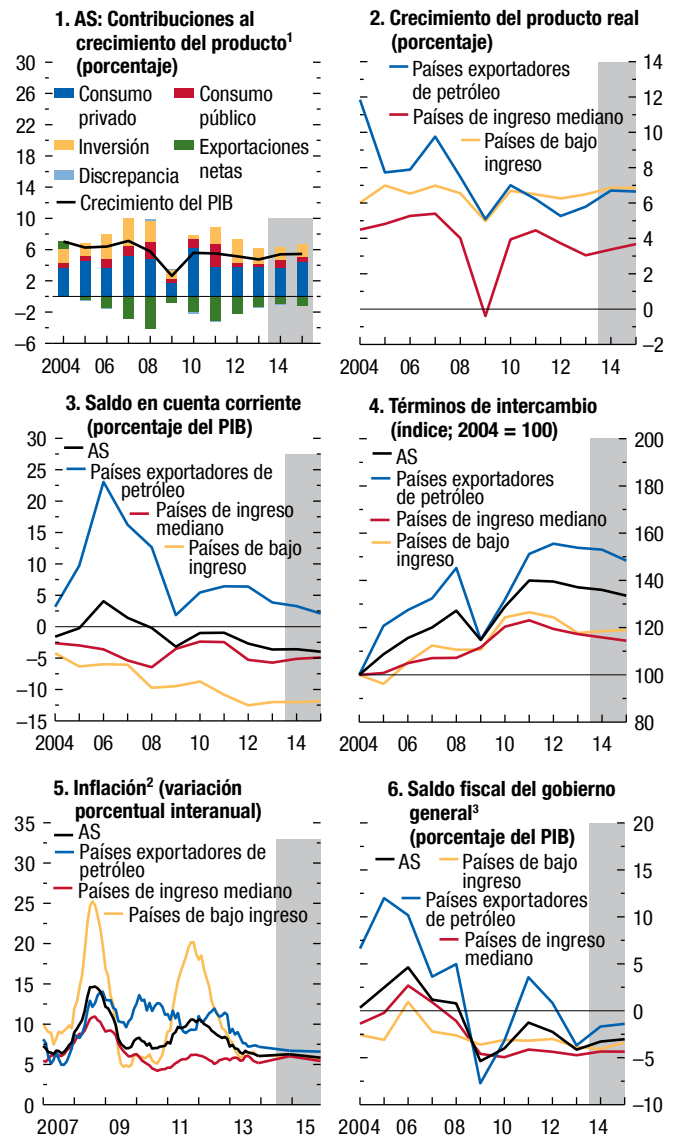
En varios países, los principales riesgos a la baja son de carácter interno, e incluyen la incertidumbre en torno a las políticas, el deterioro de las condiciones de seguridad y las tensiones industriales. Los riesgos externos revisten particular importancia para los exportadores de recursos naturales, que podrían verse perjudicados si se producen una desaceleración en los mercados emergentes y una transición en China de un crecimiento impulsado por la inversión a un crecimiento impulsado por el consumo. Los riesgos son importantes asimismo para los países que tienen acceso al mercado externo, como Sudáfrica y los mercados de frontera, que son los más expuestos a un cambio de sentido de los flujos de cartera si las condiciones financieras mundiales se tornan aún más restrictivas.

Para evitar una orientación fiscal procíclica e incrementar su capacidad de recuperación ante los shocks, las economías de rápido crecimiento de la región deben aprovechar el ímpetu del crecimiento para afianzar sus saldos fiscales. En unos pocos casos en que los déficits se han tornado cuantiosos o en que la deuda pública se encuentra en niveles altos, la consolidación fiscal es necesaria para garantizar una continua estabilidad macroeconómica; y en muchos países sigue siendo prioritario movilizar recursos hacia un gasto de alto valor. En toda la región, entre las necesidades urgentes, cabe mencionar las siguientes: mejorar la eficiencia del gasto público; invertir en proyectos estratégicos y cuidadosamente seleccionados para desarrollar la oferta de energía e infraestructura crítica, y ejecutar reformas estructurales destinadas a fomentar la diversificación económica, la inversión privada y la competitividad. Las políticas monetarias deben permanecer centradas en consolidar los avances logrados en el ámbito de la inflación. En algunos países, las depreciaciones sostenidas del tipo de cambio pueden generar riesgos para las perspectivas de inflación.

Sudáfrica y el grupo de las economías de mercado de frontera deben prepararse para hacer frente a un nuevo endurecimiento de las condiciones mundiales de financiamiento, y para ello deben preservar la flexibilidad presupuestaria y, en los casos en que las vulnerabilidades sean particularmente importantes, aplicar políticas más restrictivas. Estos países deben estar preparados para modificar sus planes de financiamiento en un escenario de acceso muy reducido al mercado de financiamiento externo, y al mismo tiempo deben permitir que sus tipos de cambio respondan a las variaciones de los flujos de capitales. También se debería considerar el prefinanciamiento de las renovaciones cuando las condiciones sean aceptables. Asimismo, los países deben reforzar la supervisión macroprudencial para corregir las tensiones que pudieran surgir e incrementar la cooperación internacional para supervisar las entidades bancarias y filiales transfronterizas.

Gráfico 2.9. África subsahariana: Aceleración del crecimiento

En 2013 las inversiones en recursos naturales e infraestructura y las buenas cosechas sustentaron un crecimiento robusto en África subsahariana. La inflación continuó cediendo, pero los déficits fiscales crecieron debido al mayor gasto público en inversión y salarios, lo cual contribuyó a empeorar los saldos en cuenta corriente. Para 2014 se proyecta una aceleración del crecimiento, propiciada por una mejor oferta interna y un entorno mundial favorable. Dada la importancia de los riesgos a la baja tanto internos como externos, los países de la región deberían mejorar su capacidad de recuperación ante los shocks afianzando sus saldos fiscales e incrementando la flexibilidad de sus presupuestos.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: AS = África subsahariana. Los grupos de países pueden consultarse en el cuadro 2.7, y la metodología empleada para su agregación en el apéndice estadístico.
¹Liberia, Sudán del Sur y Zimbabwe se excluyen debido a las limitaciones de datos.
²Debido a las limitaciones de datos, se excluyen Sudán del Sur de los países exportadores de petróleo y Eritrea y Zimbabwe de los países de bajo ingreso.
³El gobierno general comprende el gobierno central, los gobiernos estatales, los gobiernos locales y los fondos de seguridad social.

Sección especial sobre los efectos de contagio: ¿Deberían preocuparse las economías avanzadas por los shocks del crecimiento de las economías de mercados emergentes?

La actividad económica de las economías de mercados emergentes se debilitó durante los últimos meses, suscitando en algunos círculos inquietud en torno a las implicaciones que una desaceleración sincronizada más profunda de estas economías acarrearía para la economía mundial en su conjunto y para la recuperación aún frágil de las economías avanzadas. Si bien los efectos de contagio de episodios previos de crecimiento débil de las economías de mercados emergentes a las economías avanzadas fueron limitados, un shock negativo generalizado del crecimiento de estas economías en el clima actual probablemente tendría cierto efecto en las economías avanzadas, dado el estrechamiento de sus vínculos económicos¹.

Un shock común del crecimiento de las economías de mercados emergentes puede transmitirse a las economías avanzadas a través de varios canales. Un shock negativo del crecimiento afectará la demanda de exportaciones procedentes de las economías avanzadas, que suelen ser bienes con gran intensidad de capital. Los shocks capaces de trastornar las cadenas mundiales de suministro también afectarían desfavorablemente a las economías avanzadas que se encuentran aguas arriba en las redes de comercio internacional. Un shock del crecimiento de las economías de mercados emergentes podría influir en los precios de los activos y las monedas, dañando las economías avanzadas con una exposición financiera sustancial a estos mercados. Las tensiones financieras de las economías de mercados emergentes también podrían exacerbar la aversión al riesgo mundial y provocar profundas correcciones de los mercados financieros de las economías avanzadas.

Esta sección especial sobre los efectos de contagio analiza el impacto de los shocks del crecimiento de los mercados emergentes en las economías avanzadas. Específicamente, aborda los siguientes interrogantes: ¿Cuáles son los canales de contagio y cómo han evolucionado

con el tiempo? ¿Qué efectos de contagio sufrieron las economías avanzadas cuando se produjeron desaceleraciones generalizadas del crecimiento de las economías de mercados emergentes? ¿En qué medida afectaría hoy un amplio shock del crecimiento de las economías de mercados emergentes al crecimiento del producto de las economías avanzadas?

Nuestro análisis sugiere que un shock negativo del crecimiento de las economías de mercados emergentes, parecido a los ocurridos entre mediados y fines de la década de 1990 pero no necesariamente producto de una crisis, tendría efectos moderados en todas las economías avanzadas, y más particularmente en Japón. El comercio internacional ha sido el canal de contagio más destacado. Sin embargo, hay indicios de que el canal financiero podría desempeñar un papel más importante en la futura transmisión de shocks del crecimiento de los mercados emergentes.

Evolución de los vínculos comerciales y financieros entre las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes

El papel cada vez más destacado que desempeñan los mercados emergentes en la economía mundial constituye una buena razón para inquietarse ante la posibilidad de una desaceleración. En los últimos cincuenta años, las economías de mercados emergentes han dejado de tener un papel secundario para transformarse en centros comerciales y financieros de importancia sistémica (FMI, 2011a). En el nuevo panorama económico internacional, los vínculos económicos entre las economías avanzadas y las de mercados emergentes son más estrechos, y las economías avanzadas están más expuestas a la evolución económica de las emergentes.

Los vínculos comerciales entre los dos grupos han aumentado drásticamente (gráfico 2.SE.1)². La exporta-

¹El autor de esta sección especial sobre los efectos de contagio es Juan Yépez, con la ayuda de Angela Espiritu en la investigación. Ben Hunt y Keiko Honjo prepararon las simulaciones del modelo.

²En esta sección, las economías avanzadas comprenden cuatro países de la zona del euro (Alemania, España, Francia, Italia), Estados Unidos, Japón y el Reino Unido. Las economías de mercados emergentes incluidas son Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Venezuela.

²Los vínculos comerciales entre las economías de mercados emergentes también han experimentado un marcado aumento: las exportaciones a otras economías de mercados emergentes representan, en promedio, 10% del PIB, y están concentradas en las economías más grandes de este grupo. Esos vínculos, a su vez, significan que las economías de mercados emergentes más grandes tienen importancia sistémica, sobre todo para los exportadores de materias primas con

ción de bienes a las economías de mercados emergentes representa, en promedio, 3% del PIB de las economías avanzadas (en comparación con 1,6% en 1992–2002). Durante la última década, las economías de mercados emergentes absorbieron casi 20% de la exportación total de bienes de las economías avanzadas, y China, una cuarta parte (en comparación con 13% en la década de 1990). Las relaciones presentadas en el gráfico se calcularon con la base de datos de *Direction of Trade Statistics* del FMI, que mide el comercio internacional en términos brutos e incluye tanto los bienes intermedios como los finales, y la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO) del FMI. Como se señala en FMI (2011a) y Koopman *et al.* (2010), la exportación bruta tiende a exagerar la exposición de las economías avanzadas a las economías de mercados emergentes. La razón es que el valor bruto de las exportaciones es mucho más grande que el valor agregado de las exportaciones a las economías con una intensa actividad de ensamblado y transformación, como las de Asia oriental, dado que la exportación bruta incluye los insumos procedentes de estas economías. Eso implica que solo una parte de la exportación bruta a las economías de mercados emergentes depende de la demanda interna de esas economías. Esto parece observarse particularmente en el caso de los grandes exportadores de manufacturas como Japón (cuadro 2.SE.1).

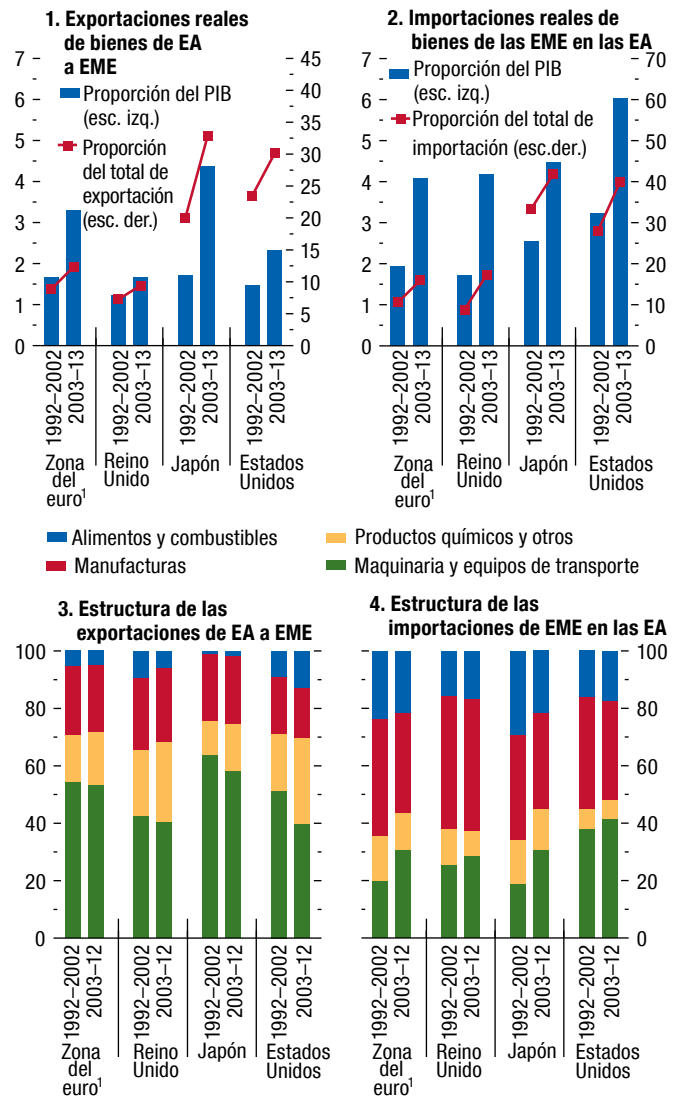
Las exportaciones de las economías avanzadas a los mercados emergentes están concentradas en bienes de capital y productos afines (por ejemplo, maquinaria y equipos de transporte), aunque la proporción de bienes de capital dentro del total de exportación ha disminuido considerablemente desde 2000 dado que las exportaciones de tecnología de avanzada se orientaron hacia los mercados emergentes más dinámicos (FMI, 2011a)³. A pesar de esa marcada reducción como proporción del total de exportación de las economías avanzadas, los bienes de capital representan, en promedio, 50% del total de importación de las economías de mercados emergentes. Una desaceleración abrupta de las más grandes de estas economías, acompañada de una fuerte caída de la inversión, podría perjudicar a las economías avanzadas con grandes exposiciones comerciales a las economías de mercados emergentes, sobre

economías relativamente menos diversificadas (Roache, 2012; Ahuja y Nabar, 2012).

³Esto importa sobre todo en Estados Unidos, donde la maquinaria y los equipos de transporte representaron aproximadamente 30% del total de la exportación a economías de mercados emergentes en 2012, pero casi 50% en la década de 1990.

Gráfico 2.SE.1. Vínculos comerciales reales entre las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes (Porcentaje)

Los vínculos comerciales entre las economías avanzadas (EA) y las economías de mercados emergentes (EME) han aumentado drásticamente en los últimos años. Las exportaciones de las economías avanzadas a las economías de mercados emergentes están concentradas en bienes de capital (a saber, maquinaria y equipos de transporte), en tanto que las importaciones procedentes de las economías de mercados emergentes continúan centrándose en materias primas y manufacturas de baja tecnología.



Fuentes: FMI, base de datos de *Direction of Trade Statistics*, y base de datos estadísticos sobre el comercio de mercaderías de Naciones Unidas.
¹Zona del euro = Alemania, España, Francia e Italia. Promedio no ponderado.

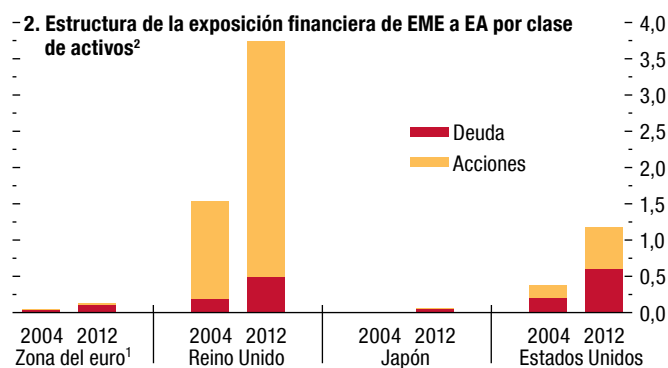
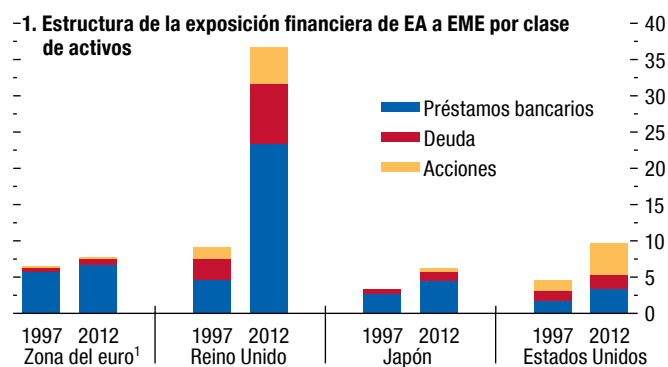
Cuadro 2.SE.1. Exportaciones a economías de mercados emergentes, 1995 versus 2008

	(1) Relación exportaciones brutas de 2008/exportaciones brutas de 1995	(2) Relación exportaciones de valor añadido de 2008/exportaciones de valor añadido de 1995	(1)/(2) Relación exportaciones brutas/exportaciones de valor añadido
Zona del euro	1,71	1,54	1,11
Reino Unido	1,20	1,27	0,95
Japón	2,45	1,99	1,23
Estados Unidos	1,30	1,23	1,06

Fuente: Base de datos del comercio medido en función del valor añadido, de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos y la Organización Mundial del Comercio.

Gráfico 2.SE.2. Exposición financiera de las economías avanzadas a las economías de mercados emergentes
(Porcentaje del PIB)

La exposición financiera de las economías avanzadas (EA) a las economías de mercados emergentes (EME) sigue estando concentrada en activos bancarios externos, aunque la exposición a través de la inversión de cartera aumentó drásticamente en los últimos tiempos. Las economías avanzadas que son centros financieros han experimentado el aumento más grande de las exposiciones a las economías de mercados emergentes. Excepto en el caso de China, los riesgos planteados por una reducción de la demanda de títulos de las economías avanzadas en las economías de mercados emergentes parecen ser limitados.



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales, y FMI, base de datos de la Encuesta Coordinada sobre la Inversión de Cartera.

¹Valor mediano de Alemania, España, Francia e Italia.

²Excluye China.

todo a través de los bienes de capital. Por ejemplo, los bienes de capital constituyen el grueso de la exportación a las economías de mercados emergentes para Japón (58%) y la zona del euro (53%).

Las importaciones de las economías avanzadas procedentes de economías de mercados emergentes también han experimentado un marcado aumento. Las importaciones procedentes de estas economías representan, en promedio, 30% del total de importación de las economías avanzadas, y la relación importación/PIB también se ha duplicado. En la composición de las importaciones procedentes de estas economías continúan predominando las materias primas (combustibles y productos de alimentación) y los bienes manufacturados con baja tecnología (alimentos y textiles). Desde 2000, sin embargo, se observa un aumento sustancial de la proporción de maquinaria y equipos de transporte en las importaciones de las economías avanzadas procedentes de mercados emergentes, lo cual es testimonio del creciente protagonismo de los mercados emergentes en las cadenas mundiales de suministro. En consecuencia, los grandes exportadores de manufacturas (a saber, Japón y Alemania) son particularmente susceptibles a una perturbación de los flujos comerciales. Estos exportadores son vulnerables porque se encuentran aguas arriba en las cadenas regionales y mundiales de suministro, en medio de redes comerciales cada vez más amplias y más dispersas.

Los vínculos financieros también se han estrechado en los últimos años. La exposición mediana de las economías avanzadas a las economías de mercados emergentes, medida en función de las tenencias brutas de activos externos, alcanzó 8,7% del PIB en 2012; es decir, un aumento de casi 3,5 puntos porcentuales del PIB respecto del valor de la mediana en 1997 (gráfico 2.SE.2). Aunque la exposición financiera sigue concentrada en activos bancarios, la exposición a través de la inversión de cartera ha aumentado, particularmente en forma de inversión en acciones. Lógicamente, las

economías avanzadas que son centros financieros han experimentado el aumento más pronunciado de las exposiciones a las economías de mercados emergentes. En el Reino Unido, los activos bancarios frente a estas economías representan actualmente 14% del total de activos bancarios externos, en comparación con apenas 4% hace una década. Es importante señalar que, dado que el Reino Unido es un importante centro financiero, las exposiciones financieras brutas podrían exagerar los verdaderos vínculos financieros entre el Reino Unido y los mercados emergentes⁴. Las economías avanzadas con elevadas exposiciones a las economías de mercados emergentes podrían ser susceptibles a significativos efectos de valoración y riqueza resultantes de movimientos fuertes de los precios de los activos y las monedas de estas economías. Dado que las caídas pronunciadas del producto de las economías de mercados emergentes a menudo han sido prólogo de episodios de *default* (Levy-Yeyati y Panizza, 2011), la agudización de la turbulencia económica de esas economías, sumada a los malos recuerdos de otras crisis, podría deteriorar la actitud de los inversionistas en cuanto al riesgo y causar profundas correcciones en los centros financieros internacionales.

Las economías avanzadas también podrían ser vulnerables a una contracción repentina de la demanda de sus instrumentos de deuda en las economías de mercados emergentes. China es el segundo exportador de capital del mundo, después de Estados Unidos, y el banco central de China es el comprador más grande de activos financieros estadounidenses. (Véase la edición de abril de 2013 del informe *Global Financial Stability Report*). Un shock de las economías de mercados emergentes capaz de desacelerar el ritmo de acumulación de reservas de China o de causar una venta masiva de esas reservas en un intento por defender la moneda podría afectar a las economías avanzadas al hacer subir los rendimientos a largo plazo. Los rendimientos a largo plazo de Estados Unidos y de otras economías avanzadas también podrían subir si China cambiara poco a poco la composición de su cartera, reemplazando títulos del Tesoro estadounidense por títulos públicos de mercados emergentes (FMI, 2011b).

⁴Además, la mayoría de estos activos están en manos de dos bancos que son teóricamente británicos pero tienen una presencia muy limitada en el sector en el Reino Unido. Esto podría exagerar la exposición financiera del Reino Unido a las economías de mercados emergentes.

Efectos de contagio a las economías avanzadas durante episodios previos de turbulencia financiera en economías de mercados emergentes

Para hacerse una idea de la magnitud de los efectos de contagio en el pasado, se llevó a cabo un estudio de eventos sobre episodios previos de desaceleración sincronizada del crecimiento de las economías de mercados emergentes: la crisis tequila de México en 1995, la crisis de Asia oriental en 1997 y la crisis de Rusia en 1998⁵. El análisis se centra en la dinámica de las variables comerciales y financieras durante los cuatro trimestres siguientes a cada suceso⁶.

Los resultados llevan a pensar que durante los episodios de turbulencia financiera, la demanda de importaciones de las economías de mercados emergentes fue un importante canal de contagio, sobre todo durante las crisis de Asia oriental y de Rusia (gráfico 2.SE.3). En ambos casos, la exportación real bilateral se contrajo como mínimo 1 desviación estándar respecto del promedio de 15 años. Las exportaciones de Japón han sido particularmente vulnerables a los shocks originados en las economías de mercados emergentes, lo cual podría atribuirse a la estrecha interconexión comercial de Japón con las economías de mercados emergentes de Asia oriental y al elevado porcentaje que ocupan los bienes de capital dentro de la estructura de sus exportaciones.

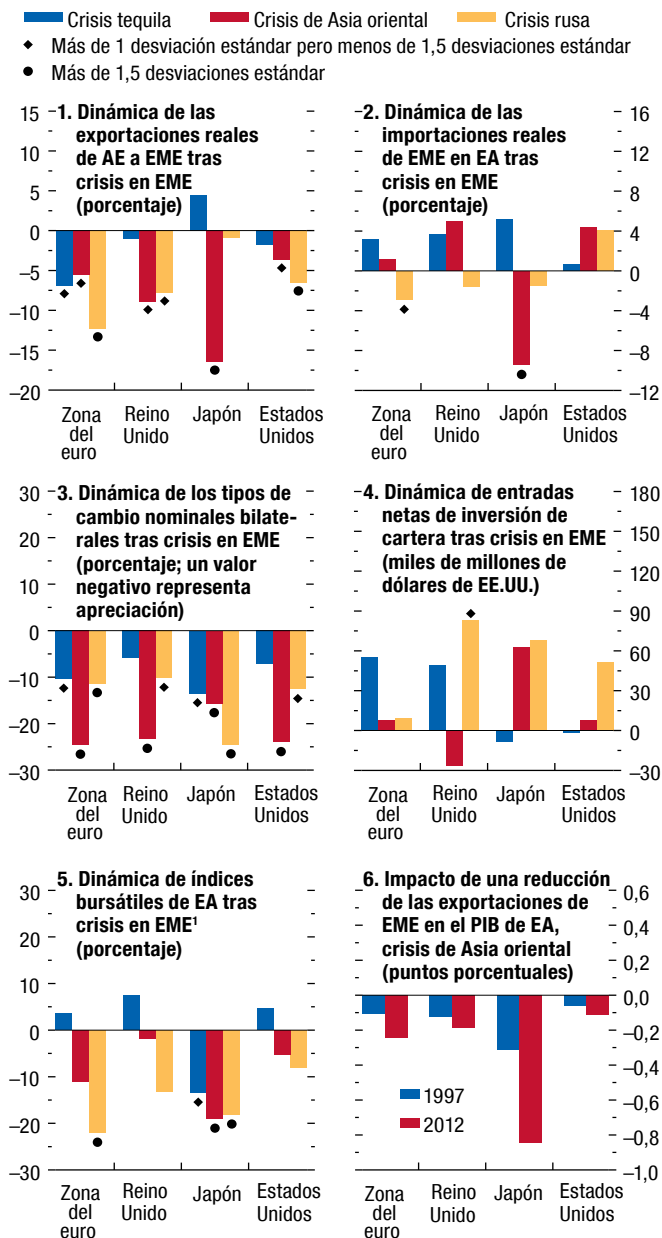
Aunque las importaciones procedentes de las economías de mercados emergentes también tendieron a disminuir durante estos episodios, en parte como consecuencia de trastornos en la cadena de suministro, lo hicieron en menor grado. El comportamiento de la exportación en esos momentos de crisis podría atribuirse a la dinámica de los tipos de cambio nominales bilaterales, ya que las monedas de las economías avanzadas se apreciaron, en promedio, más de 20%; es decir, 1½ desviaciones estándar por encima de la media. El fortalecimiento de las monedas de las economías avanzadas también apunta a una búsqueda de

⁵El análisis comienza en 1990 debido a la falta de datos exhaustivos sobre las economías de mercados emergentes. La crisis tequila de México de 1995, la crisis de Asia oriental de 1997 y la crisis rusa de 1998 podrían caracterizarse como sucesos ocurridos en las economías de mercados emergentes que, en cierta medida, fueron ajenos a los ocurridos en las economías avanzadas. Las fechas de los sucesos se tomaron de la cronología de Laeven y Valencia (2012).

⁶Con la excepción del análisis de la dinámica de los índices bursátiles, en el cual el comportamiento de estos índices se examina a los tres meses de ocurrido el suceso.

Gráfico 2.SE.3. Estudios de eventos sobre episodios de desaceleración de economías de mercados emergentes
(Efecto máximo en cuatro trimestres)

Los estudios de eventos sobre importantes episodios de turbulencia financiera en economías de mercados emergentes (EME) apuntan a la sensibilidad de la demanda de las importaciones de esas economías durante dichos eventos. La fuerte contracción de las exportaciones de las economías avanzadas (EA) a las economías de mercados emergentes durante estos episodios se vio acompañada de una apreciación sustancial de las monedas, atribuible en parte al estallido de las entradas de capitales. La dinámica de los mercados bursátiles durante estos episodios también arroja luz sobre la importancia de los mercados financieros como transmisores de estos shocks a las economías de mercados emergentes. Dado el estrechamiento de los vínculos comerciales y financieros, es probable que episodios de desaceleración del crecimiento parecidos produzcan efectos sustanciales en las economías avanzadas más expuestas.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de *Direction of Trade Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ Standard & Poor's 500 para Estados Unidos, Nikkei 225 para Japón, FTSE 100 para el Reino Unido y promedio de Deutscher Aktien Index y Société des Bourses Françaises 120 para la zona del euro.

seguridad, del que dan testimonio los aumentos fuertes y bruscos observados en la entrada de inversiones de cartera. Además, la dinámica de los índices de precios bursátiles de las economías avanzadas muestra que los shocks originados en las economías de mercados emergentes pueden transmitirse a través de los mercados financieros, sobre todo en Japón y la zona del euro.

La crisis de Asia oriental se destaca en este breve análisis de eventos porque fue causada por un shock común cuyo efecto en los comovimientos regionales resultó casi tan profundo como el de la crisis financiera mundial (capítulo 3 del informe WEO de octubre de 2013). ¿Cuáles fueron los efectos de contagio de un shock de la magnitud de la crisis de Asia oriental en el crecimiento del producto japonés? Una estimación informal hace pensar que la caída de 15% de la exportación de Japón durante la crisis de Asia oriental podría haber representado una disminución de 0,3 puntos porcentuales del crecimiento del PIB real japonés, dado que las exportaciones japonesas a los mercados emergentes equivalían a 2% del PIB en 1997. Un shock parecido en 2012 habría implicado una contracción mucho mayor del crecimiento del producto (es decir, 0,8 puntos porcentuales) porque la proporción de las exportaciones a las economías de mercados emergentes dentro del PIB de Japón ha aumentado a más del doble desde la crisis de Asia oriental.

Cuantificación de los efectos de contagio producidos por shocks del crecimiento de las economías de mercados emergentes en el PIB de las economías avanzadas

Estimamos el impacto de un shock del crecimiento de las economías de mercados emergentes en las economías avanzadas con un modelo basado en una autorregresión vectorial (VAR, por sus siglas en inglés) estándar y simulaciones de un modelo de equilibrio general estocástico dinámico. Estas estimaciones son mucho más informativas que los cálculos informales simples mencionados arriba.

El primer elemento del análisis empírico es la estimación de una VAR por cada economía avanzada con la siguiente especificación recursiva: la tasa de crecimiento del producto de todas las economías avanzadas menos la economía avanzada para la cual se estima

⁷Japón sufrió su propia crisis bancaria en 1997-98; por lo tanto, el fuerte efecto de contagio al crecimiento de Japón observado durante la crisis de Asia oriental debe interpretarse con cuidado.

la VAR, la tasa de crecimiento del producto de la economía avanzada en cuestión, la tasa de crecimiento del producto de las economías de mercados emergentes y la tasa de crecimiento de las exportaciones bilaterales reales de la economía avanzada en cuestión a las economías de mercados emergentes. Como la crisis financiera internacional fue un suceso excepcional con efectos inusitados, también estimamos una versión modificada del modelo de VAR que permite que los regresores interactúen con una variable ficticia que es igual a 1 para el período desde el último trimestre de 2007 hasta el primer trimestre de 2009 y cero para el resto⁸.

El efecto de contagio que sufren las economías avanzadas como consecuencia de una disminución de 1 punto porcentual del crecimiento del PIB de las economías de mercados emergentes va desde una disminución del crecimiento del producto de 0,15 puntos porcentuales en el Reino Unido a una disminución de 0,5 puntos porcentuales en Japón (gráfico 2.SE.4). En conformidad con las determinaciones del análisis de eventos, los resultados del análisis empírico sugieren que el impacto de los shocks del producto de las economías de mercados emergentes en el producto de las economías avanzadas es significativo (tanto económica como estadísticamente) en Japón y en la zona del euro⁹. Según el análisis de la descomposición de las respuestas del crecimiento del PIB de las economías avanzadas, parece que el canal comercial es particularmente importante en la transmisión de los shocks a Japón, en tanto que los efectos no comerciales parecen predominar en otras economías avanzadas¹⁰. Los resultados de la estimación interactiva con la VAR muestran que cuando se neutraliza la crisis financiera internacional —es decir, cuando la variable ficticia es igual a cero—

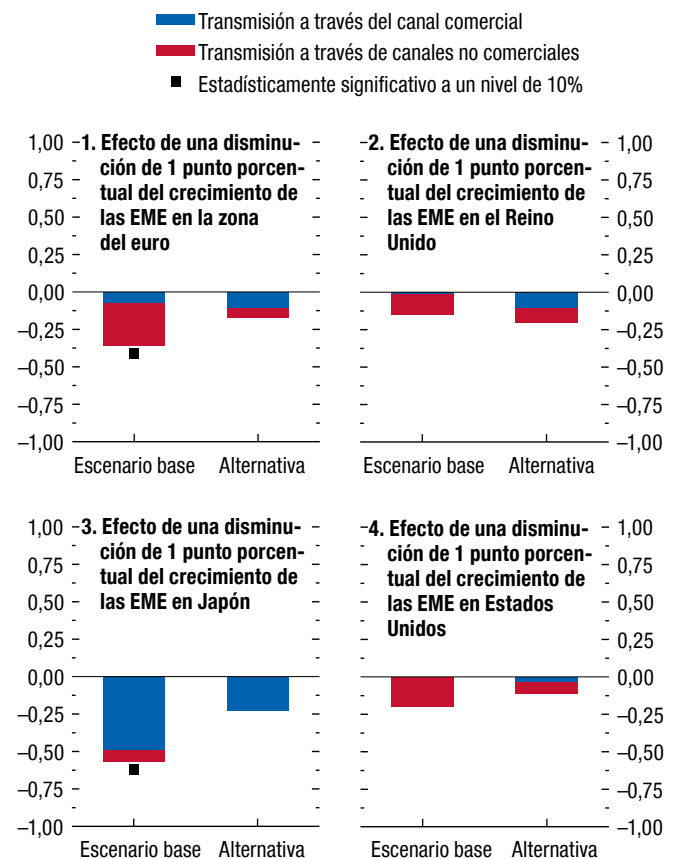
⁸Las VAR por país se estiman usando datos trimestrales desestacionalizados de 1996–2013, con dos rezagos basados en el criterio de información de Akaike. La segunda especificación implementa un marco de VAR por interacción creado por Towbin y Weber (2013).

⁹El fuerte efecto observado en Japón podría reflejar una crisis bancaria sufrida al mismo tiempo que la crisis de Asia oriental y el uso de valores brutos en lugar de exportaciones bilaterales reales de valor agregado en el análisis por VAR. Como ya se señaló, los vínculos comerciales brutos tienden a exagerar las exposiciones comerciales directas a economías de mercados emergentes en países que se encuentran aguas arriba en las redes comerciales internacionales.

¹⁰El canal de transmisión no comercial corresponde a las respuestas estimadas del crecimiento del PIB de las economías avanzadas usando la dinámica completa de la VAR, pero como si se trataran las exportaciones bilaterales reales como una variable exógena (es decir, las relaciones de la ecuación de crecimiento del PIB sobre las exportaciones bilaterales reales fijadas en cero).

Gráfico 2.SE.4. Efecto máximo de un shock del crecimiento de las economías de mercados emergentes en el aumento del producto de las economías avanzadas (Cuatro trimestres después del impacto; puntos porcentuales)

El impacto de los shocks del producto de las economías de mercados emergentes (EME) en el producto de las economías avanzadas (EA) es significativo (tanto estadística como económicamente) solo en el caso de Japón y la zona del euro. El canal comercial es particularmente importante para la transmisión de shocks a Japón, en tanto que los efectos no comerciales parecen predominar en otras economías avanzadas. El impacto de los shocks del crecimiento de las economías de mercados emergentes en el producto de las economías avanzadas suele ser atenuado, y pierde significancia, al neutralizar los efectos de la crisis económica mundial.

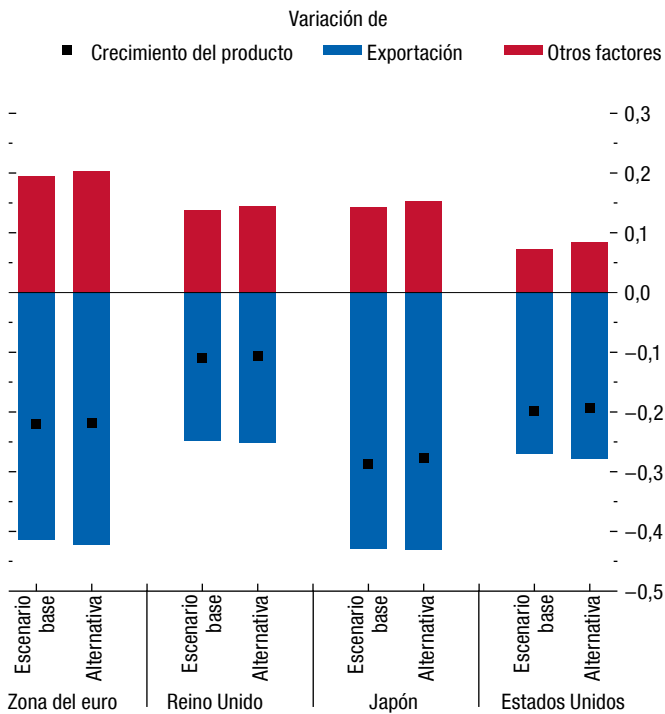


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: "Escenario base" se refiere al modelo en el cual el crecimiento del PIB de las economías avanzadas es contemporáneamente exógeno al crecimiento del PIB de las economías de mercados emergentes. "Alternativa" se refiere a las elasticidades obtenidas con el modelo de autorregresión vectorial con interacción, cuando la variable ficticia que denota la crisis económica mundial está fijada en cero.

Gráfico 2.SE.5. Simulaciones del modelo de efectos de contagio de las economías de mercados emergentes en el crecimiento potencial de las economías avanzadas
(Contribución a la variación del crecimiento del producto; puntos porcentuales)

Un shock sincrónico tiene efectos no insignificantes en las economías avanzadas. Japón es particularmente susceptible a un shock del crecimiento de las economías de mercados emergentes, y el Reino Unido es el menos afectado. Los efectos de contagio se transmiten principalmente a través del canal comercial, dado el supuesto de que las primas por riesgo de las economías avanzadas no se ven afectadas por la desaceleración del crecimiento de las economías de mercados emergentes. Sin embargo, las estimaciones basadas en las simulaciones de este modelo probablemente sean demasiado altas, ya que la respuesta de la política monetaria de las economías avanzadas a una desaceleración de las economías de mercados emergentes está limitada por tasas de interés nominales al límite cero.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: "Escenario base" se refiere a la simulación de base. "Alternativa" se refiere a los resultados de la simulación en la cual un shock negativo del crecimiento de las economías de mercados emergentes está acompañado de un aumento de la prima por riesgo soberano de 200 puntos básicos y un aumento de la prima por riesgo empresarial de 400 puntos básicos.

las elasticidades se reducen a la mitad (excepto en el caso del Reino Unido) y los efectos de contagio no son ni estadística ni económicamente significativos en las economías avanzadas.

Los resultados del análisis simple con VAR ilustran la magnitud de los posibles efectos de contagio, pero no identifican las fuentes de la desaceleración del crecimiento, que son importantes para los efectos de contagio. Es posible que operen distintos canales de transmisión, según la naturaleza del shock.

Para ilustrar el impacto potencial de los shocks vinculados a las economías de mercados emergentes en las economías avanzadas con una simulación más estructural, utilizamos el Sistema Flexible de Modelos Mundiales del FMI¹¹. El modelo de base está calibrado de manera tal que una disminución de un punto porcentual del crecimiento del PIB de las economías de mercados emergentes reduce la tasa de crecimiento del total de exportación de las economías avanzadas, en promedio, 1,3 puntos porcentuales (un valor de magnitud parecida a la respuesta promedio observada en las estimaciones por VAR de base). En una segunda especificación, se modifica el modelo de base para incorporar una fuga de capitales, suponiendo que la turbulencia de las economías de mercados emergentes está acompañada de un aumento de la prima de riesgo soberano de 200 puntos básicos y un aumento de la prima por riesgo empresarial de 400 puntos básicos¹². Ambos escenarios muestran una ligera apreciación real de la moneda en las economías avanzadas, en tanto que las monedas de las economías de mercados emergentes se deprecian, en promedio, 0,2% respecto de la línea de base. Además, la demanda de importaciones de las economías de mercados emergentes disminuye 4% en ambos escenarios. De conformidad con las estimaciones por VAR ya presentadas, Japón exhibe la susceptibilidad máxima a un shock del crecimiento de las economías de mercados emergentes: el crecimiento del producto cae 0,32 puntos porcentuales en respuesta a una disminución de 1% del PIB de las economías de mercados emergentes (gráfico 2.SE.5). El Reino Unido es la economía que se ve menos afectada por el shock. Es probable que las estimaciones de este modelo sean más bien altas, teniendo en cuenta que las respuestas de la política monetaria de todas las economías avanzadas a una desaceleración de las economías de mercados emergentes están restringidas por tasas de interés nominales que se encuentran en el límite cero.

Es importante señalar que en ambos escenarios, el canal comercial es el principal transmisor del shock de las economías de mercados emergentes a las econo-

¹¹El Sistema Flexible de Modelos Mundiales es un modelo de equilibrio general anual multirregional que combina fundamentos microeconómicos y formulaciones de forma reducida de diversos sectores económicos. Tiene un lado de la demanda completo y algunas características del lado de la oferta. Los vínculos internacionales se modelan en valores agregados para cada región. Como no modela bienes intermedios, estas simulaciones no captan los efectos de la cadena de suministro.

¹²Los shocks duran un año.

mías avanzadas. Sin embargo, este resultado parte del supuesto de que no hay efectos de contagio financieros directos de las economías de mercados emergentes a las avanzadas. Según el origen de la desaceleración de las economías de mercados emergentes, ese supuesto podría resultar demasiado restrictivo. Por ejemplo, si las primas por riesgo de las economías avanzadas reaccionan al shock del crecimiento de las economías de mercados emergentes, movidas posiblemente por inquietudes en torno a la exposición de los balances de los intermediarios financieros, los efectos de contagio podrían ser más grandes y podrían entrar en juego los canales financieros. Análogamente, una vez que se tienen en cuenta los vínculos de activos transfronterizos, los shocks de los precios de los activos de las economías de mercados emergentes también podrían tener efectos de riqueza y otros efectos directos en la demanda agregada de las economías avanzadas.

Conclusiones

Los fundamentos macroeconómicos de muchas economías de mercados emergentes son en general más sólidos hoy en día que en la década de 1990 y comienzos de la década de 2000, y es poco probable que estalle un shock simultáneo de todas las economías de mercados emergentes parecido a los ocurridos hace dos

décadas. No obstante, el desenlace para las economías avanzadas actuales podría ser diferente, ya que tanto el panorama económico internacional como los vínculos económicos entre estos dos grupos han cambiado. Las economías de mercados emergentes ahora son mucho más grandes y están más integradas a los mercados comerciales y financieros internacionales, y eso ha aumentado la exposición de las economías avanzadas a estas economías. Los efectos de contagio producidos por una desaceleración sincronizada del producto de las economías de mercados emergentes, transmitidos principalmente a través de canales comerciales, podrían ser significativos para algunas economías avanzadas, pero probablemente serían manejables y efímeros. Al mismo tiempo, los vínculos financieros entre las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes se han fortalecido en los últimos tiempos, y aunque las magnitudes resultan mucho más difíciles de cuantificar, los efectos de contagio financieros en caso de una desaceleración de las economías de mercados emergentes y sus efectos en las economías avanzadas podrían ser importantes. La recuperación de las economías avanzadas tras la crisis financiera internacional aún es frágil, y las autoridades deberían vigilar de cerca el crecimiento de los mercados emergentes y mantenerse preparadas para tomar medidas tendientes a mitigar el impacto de los trastornos externos.

Referencias

- Ahuja, Ashvin, y Malhar Nabar, 2012, “Investment-Led Growth in China: Global Spillovers”, IMF Working Paper No. 12/267 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2011a, “Changing Patterns of Global Trade”, preparado por el Departamento de Estrategias, Políticas y Evaluación (Washington).
- , 2011b, *People’s Republic of China: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/193 (Washington).
- Koopman, Robert, William Powers, Zhi Wang y Shang-Jin Wei, 2010, “Give Credit Where Credit Is Due: Tracing Value Added in Global Production Chains”, NBER Working Paper No. 16426 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Laeven, Luc, y Fabián Valencia, 2012, “Systemic Banking Crises Database: An Update”, IMF Working Paper No. 12/163 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Levy-Yeyati, Eduardo, y Ugo Panizza, 2011, “The Elusive Costs of Sovereign Defaults”, *Journal of Development Economics*, vol. 94, No. 1, págs. 95–105.
- Roache, Shaun, 2012, “China’s Impact on World Commodity Markets”, IMF Working Paper No. 12/115 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Towbin, Pascal, y Sebastian Weber, 2013, “Limits of Floating Exchange Rates: The Role of Foreign Currency Import Structure”, *Journal of Development Economics*, vol. 101 (marzo), págs. 179–94.