

Estudios económicos y financieros

**PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL**  
**Abril de 2011**

Las tensiones de una recuperación a dos velocidades  
Desempleo, materias primas y flujos de capital



Fondo Monetario Internacional

©2011 International Monetary Fund  
Edición en español ©2011 Fondo Monetario Internacional

*Edición en inglés*

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

*Edición en español*

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

**Cataloging-in-Publication Data**

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

Semiannual

Some issues have also thematic titles.

Has occasional updates.

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

HC10.W6818

ISBN 978-1-61635-101-4

Solicítese a:

International Monetary Fund, Publication Services  
P. O. Box 92780, Washington, D.C. 20090, EE.UU.  
Tel.: (202) 623-7430 Fax: (202) 623-7201  
Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)  
[www.imfbookstore.org](http://www.imfbookstore.org)

Supuestos y convenciones	ix
Prefacio	xi
Introducción	xiii
Resumen ejecutivo	xv
<b>Capítulo 1. Perspectivas y políticas mundiales</b>	<b>1</b>
La recuperación se ha fortalecido, pero el desempleo sigue siendo elevado	1
Las condiciones financieras están mejorando	3
Los precios de las materias primas están repuntando	6
Las perspectivas apuntan a una consolidación de la recuperación	8
Los riesgos son más pequeños, pero siguen inclinándose a la baja	12
Las diferencias del ritmo de la actividad plantean retos a corto plazo para la política económica	16
Las economías avanzadas deben sanear los balances públicos y financieros	16
Las economías de mercados emergentes necesitan resguardarse de los auges de crédito y del sobre calentamiento	20
El reequilibramiento de la demanda mundial no está progresando	25
Es necesario reducir el desempleo	29
Las políticas todavía no son suficientemente proactivas	30
Apéndice 1.1. Índices de condiciones financieras	31
Apéndice 1.2. Evolución y perspectivas del mercado de materias primas	34
Referencias	65
<b>Capítulo 2. Perspectivas nacionales y regionales</b>	<b>67</b>
Avanza la recuperación de Estados Unidos	68
Europa experimenta una recuperación paulatina y desigual	73
En la Comunidad de Estados Independientes continúa una recuperación moderada	78
En Asia continúa el rápido crecimiento	81
América Latina ante una coyuntura dinámica	86
En muchos países de África, el crecimiento ha vuelto a las tasas anteriores a la crisis	89
En Oriente Medio y Norte de África, la recuperación enfrenta un contexto incierto	92
Referencias	99
<b>Capítulo 3. Escasez de petróleo, crecimiento y desequilibrios mundiales</b>	<b>101</b>
¿Cuáles son las principales conclusiones?	102
¿Se ha convertido el petróleo en un recurso escaso?	103
La escasez del petróleo y la economía mundial	115
Implicaciones para las perspectivas y la formulación de políticas	124
Apéndice 3.1. Filtrado de baja frecuencia para la extracción de tendencias de ciclos económicos	127
Apéndice 3.2. Los modelos empíricos de la energía y del petróleo	127
Referencias	138

<b>Capítulo 4. Flujos internacionales de capital: ¿Conables o inconstantes?</b>	<b>141</b>
¿Cuáles son las principales conclusiones?	145
Tendencias de los flujos de capital netos: Tamaño, composición, volatilidad y persistencia	147
Los flujos de capital y el contexto mundial	152
La exposición financiera directa, ¿influye en la reacción de los flujos de capital privados netos a los cambios de la política monetaria de Estados Unidos?	157
Implicaciones para la política económica y conclusiones	167
Apéndice 4.1. Clasificación de las economías y fuentes de datos	168
Apéndice 4.2. Composición, volatilidad y persistencia de los flujos de capital privados netos entre regiones de mercados emergentes	172
Apéndice 4.3. Modelo de factores mundiales	173
Apéndice 4.4. Metodología de regresión y verificaciones de solidez	175
Referencias	182
<b>Anexo: Deliberaciones del Directorio Ejecutivo del FMI sobre las perspectivas, marzo de 2011</b>	<b>185</b>
<b>Apéndice estadístico</b>	<b>187</b>
Supuestos	187
Novedades	188
Datos y convenciones	188
Clasificación de los países	189
Características generales y composición de los grupos que conforman la clasificación de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	190
Cuadro A. Clasificación según los grupos utilizados en <i>Perspectivas de la economía mundial</i> y la participación de cada grupo en el PIB agregado, la exportación de bienes y servicios y la población, 2010	191
Cuadro B. Economías avanzadas por subgrupo	192
Cuadro C. Unión Europea	192
Cuadro D. Economías emergentes y en desarrollo por regiones y fuentes principales de ingresos de exportación	193
Cuadro E. Economías emergentes y en desarrollo por regiones, posición externa neta y clasificación de países pobres muy endeudados	194
Recuadro A1. Supuestos de política económica en que se basan las proyecciones para algunas economías	196
Lista de cuadros	201
Producto (cuadros A1–A4)	203
Inflación (cuadros A5–A7)	211
Política financiera (cuadro A8)	217
Comercio exterior (cuadro A9)	218
Transacciones en cuenta corriente (cuadros A10–A12)	220
Balanza de pagos y financiamiento externo (cuadros A13–A15)	226
Flujo de fondos (cuadro A16)	230
Escenario de referencia a mediano plazo (cuadro A17)	234
<b><i>Perspectivas de la economía mundial: Temas seleccionados</i></b>	<b>235</b>
<b>Recuadros</b>	
Recuadro 1.1. El colapso de los precios de la vivienda en las economías avanzadas: Repercusiones para los mercados financieros mundiales	49

Recuadro 1.2. Escenarios a la baja de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	53
Recuadro 1.3. Repercusiones internacionales y formulación de la política macroeconómica	57
Recuadro 1.4. ¿Causó el Acuerdo del Plaza las décadas perdidas de Japón?	61
Recuadro 2.1. Corrección de los desequilibrios externos en la periferia de la Unión Europea	97
Recuadro 3.1. Las limitaciones del ciclo de vida a la producción mundial de petróleo	130
Recuadro 3.2. Gas natural no convencional: ¿Un recurso revolucionario?	133
Recuadro 3.3. Efectos a corto plazo de los shocks petroleros en la actividad económica	136
Recuadro A1. Supuestos de política económica en que se basan las proyecciones para algunas economías	196

## Cuadros

Cuadro 1.1. Panorama de las proyecciones de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	2
Cuadro 1.2. Demanda y producción mundial de petróleo por región	37
Cuadro 1.3. Consumo de metales básicos	42
Cuadro 1.4. Variación anual de precios de las materias primas críticas	47
Cuadro 1.5. Impacto del aumento de precios en la balanza comercial	47
Cuadro 1.1.1. Sincronización de los mercados financieros entre países	51
Cuadro 2.1. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías avanzadas	71
Cuadro 2.2. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Europa	75
Cuadro 2.3. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en la Comunidad de Estados Independientes	81
Cuadro 2.4. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Asia	83
Cuadro 2.5. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de América	88
Cuadro 2.6. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de África subsahariana	92
Cuadro 2.7. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Oriente Medio y Norte de África	94
Cuadro 3.1. Elasticidad de la demanda de petróleo en función del precio y del ingreso	109
Cuadro 3.2. Elasticidad de la demanda de petróleo en función del precio y del ingreso, incluidas las economías exportadoras de petróleo	128
Cuadro 3.3. Elasticidad de la demanda de petróleo en función del precio y del ingreso en la muestra ampliada	129
Cuadro 3.4. Elasticidad de la demanda de petróleo en función del precio y del ingreso a corto plazo: Entornos de precios del petróleo elevados y bajos	129
Cuadro 3.2.1. Recursos de gas natural no convencional, 2009	133
Cuadro 3.2.2. Composición de las operaciones mayoristas de gas: Estados Unidos y Europa, 2007	135
Cuadro 3.3.1. Impacto porcentual anualizado de un aumento de 10% del precio del petróleo en el crecimiento del PIB real estadounidense después de un año	137
Cuadro 4.1. Agrupamientos de las economías	170
Cuadro 4.2. Fuentes de datos	171
Cuadro 4.3. Línea de referencia: Resultados	177
Cuadro 4.4. Ponderación de la exposición financiera directa	179

Cuadro A1. Resumen del producto mundial	203
Cuadro A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total	204
Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real	205
Cuadro A4. Economías emergentes y en desarrollo: PIB real	207
Cuadro A5. Resumen de la inflación	211
Cuadro A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor	212
Cuadro A7. Economías emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor	213
Cuadro A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general	217
Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial	218
Cuadro A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente	220
Cuadro A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente	221
Cuadro A12. Economías emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente	222
Cuadro A13. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos financieros netos	226
Cuadro A14. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos financieros privados	227
Cuadro A15. Economías emergentes y en desarrollo: Reservas	228
Cuadro A16. Resumen del origen y destino del ahorro mundial	230
Cuadro A17. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo	234

## Gráficos

Gráfico 1.1. Indicadores mundiales	3
Gráfico 1.2. Evolución reciente de los mercados financieros	4
Gráfico 1.3. Condiciones en los mercados emergentes	5
Gráfico 1.4. Evolución de los mercados de crédito maduros	6
Gráfico 1.5. Indicadores corrientes y anticipados del comercio internacional	7
Gráfico 1.6. Perspectivas mundiales	8
Gráfico 1.7. Indicadores corrientes y anticipados del crecimiento	9
Gráfico 1.8. Perspectivas de la actividad a corto plazo	10
Gráfico 1.9. Balances y tasas de ahorro	11
Gráfico 1.10. Inflación mundial	12
Gráfico 1.11. Medidas de política monetaria y liquidez en algunas economías avanzadas y de mercados emergentes	13
Gráfico 1.12. Saldos fiscales del gobierno general y deuda pública	14
Gráfico 1.13. Riesgos para las perspectivas mundiales	15
Gráfico 1.14. Tensiones incipientes	21
Gráfico 1.15. Indicadores de sobrecalentamiento y afluencia de capitales	22
Gráfico 1.16. Economías de mercados emergentes con una fuerte expansión crediticia	23
Gráfico 1.17. Desequilibrios mundiales	26
Gráfico 1.18. Evolución externa	27
Gráfico 1.19. Desempleo	29
Gráfico 1.20. Índice de condiciones financieras	32
Gráfico 1.21. Precios de las materias primas	35
Gráfico 1.22. Evolución del mercado mundial de la energía	38
Gráfico 1.23. Evolución de los mercados de metales básicos	41
Gráfico 1.24. Evolución de los mercados de los principales cultivos alimentarios	43
Gráfico 1.25. Variación de los precios internacionales y nacionales de los alimentos y nivel general de inflación	44

Gráfico 1.26. Impacto de primera ronda de la variación de precios de las materias primas en la balanza comercial de algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo	46
Gráfico 1.1.1. Disturbios financieros	49
Gráfico 1.1.2. Efecto de los colapsos de los precios de la vivienda en las economías avanzadas	50
Gráfico 1.2.1. Escenario a la baja 1: Implicaciones de una sobrestimación del producto potencial	54
Gráfico 1.2.2. Escenario a la baja 2: Implicaciones de una sobrestimación del producto potencial con una inflación rígida	55
Gráfico 1.3.1. Coeficiente del tipo de cambio optimizado y pérdida relativa como función de la respuesta de la brecha del producto nacional	58
Gráfico 1.4.1. Japón: Indicadores macroeconómicos seleccionados	62
Gráfico 1.4.2. Japón y China: Balances y contenido de las exportaciones	63
Gráfico 2.1. Crecimiento medio proyectado del PIB real mundial durante 2011–12	67
Gráfico 2.2. Brechas del producto	68
Gráfico 2.3. Estados Unidos y Canadá: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12	69
Gráfico 2.4. Estados Unidos: La economía se afianza	70
Gráfico 2.5. Europa: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12	73
Gráfico 2.6. Europa: Continúa una recuperación gradual y dispar	74
Gráfico 2.7. Comunidad de Estados Independientes: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12	79
Gráfico 2.8. Comunidad de Estados Independientes: Una recuperación moderada en curso	80
Gráfico 2.9. Asia: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12	82
Gráfico 2.10. Asia: Todavía a la cabeza	84
Gráfico 2.11. América Latina y el Caribe: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12	86
Gráfico 2.12. América Latina y el Caribe: ¿Ícaro o Dédalo?	87
Gráfico 2.13. África subsahariana: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12	90
Gráfico 2.14. África subsahariana: Regreso al crecimiento previo a la crisis	91
Gráfico 2.15. Oriente Medio y Norte de África: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12	93
Gráfico 2.16. Oriente Medio y Norte de África: Continúa la recuperación en un contexto incierto	95
Gráfico 2.1.1. Actividad económica y ajuste externo en la periferia de la UE	97
Gráfico 2.1.2. Ajuste externo en la periferia de la UE	98
Gráfico 3.1. Precios de la energía y tendencias de los precios a largo plazo	104
Gráfico 3.2. Demanda de energía mundial; 1980–2008	105
Gráfico 3.3. Relación entre el consumo de energía per cápita y el crecimiento del PIB	106
Gráfico 3.4. Consumo de energía primaria	107
Gráfico 3.5. Consumo de petróleo en China y en algunas economías avanzadas	108
Gráfico 3.6. El gran traspaso: Proporción del petróleo en el sector eléctrico	110
Gráfico 3.7. Evolución del mercado mundial del petróleo	111
Gráfico 3.8. Aumento proyectado de la capacidad de producción de crudo	113
Gráfico 3.9. La escasez de petróleo y la economía mundial: Escenario de referencia	116
Gráfico 3.10. Escenario alternativo 1: Mayor sustitución del petróleo	120
Gráfico 3.11. Escenario alternativo 2: Mayor disminución de la producción petrolera	121
Gráfico 3.12. Escenario alternativo 3: Mayor función económica del petróleo	123
Gráfico 3.1.1. Ciclo de vida de la producción mundial de petróleo	130
Gráfico 3.2.1. Suministro de gas natural en Estados Unidos; 1998–2009	134

Gráfico 3.2.2. Precios al contado del gas natural y del petróleo en Estados Unidos	135
Gráfico 4.1. Colapso y recuperación de los flujos de capital transfronterizos	142
Gráfico 4.2. Evolución de los flujos de capital brutos y netos	143
Gráfico 4.3. Recuperación de los flujos de capital privados netos	144
Gráfico 4.4. Recuperación de los flujos de capital netos y su composición	148
Gráfico 4.5. Tamaño y composición de los flujos de capital privados netos durante períodos de grandes flujos de capital hacia economías de mercados emergentes	149
Gráfico 4.6. Variación regional en los flujos de capital privados netos a economías de mercados emergentes	150
Gráfico 4.7. Importancia relativa de los distintos tipos de flujos	151
Gráfico 4.8. Tendencias históricas: Disminución de la importancia de los flujos generadores de deuda	152
Gráfico 4.9. Volatilidad de los flujos de capital privados netos	153
Gráfico 4.10. Correlaciones entre los flujos netos de diversos tipos y el resto de la cuenta financiera	154
Gráfico 4.11. Persistencia de los flujos de capital privados netos	155
Gráfico 4.12. Períodos históricos de financiamiento externo favorable y elevados diferenciales de crecimiento entre las economías de mercados emergentes y las economías avanzadas	156
Gráfico 4.13. Flujos de capital privados netos durante períodos de financiamiento externo favorable y elevados diferenciales de crecimiento entre las economías de mercados emergentes y las economías avanzadas	157
Gráfico 4.14. Flujos privados netos hacia las economías de mercados emergentes en diferentes condiciones de financiamiento	158
Gráfico 4.15. Factores comunes a la variación de los flujos de capital privados netos hacia las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes	159
Gráfico 4.16. Diferencia de la respuesta de los flujos de capital privados netos de las economías al endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos	161
Gráfico 4.17. Diferencia de la respuesta de los flujos de capital privados netos de las economías de mercados emergentes al endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos, según algunas características económicas seleccionadas	164
Gráfico 4.18. Diferencia de la respuesta de los flujos de capital privados netos de las economías de mercados emergentes al endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos, según el tipo de flujo	166
Gráfico 4.19. Diferencia de la respuesta de los flujos de capital privados netos de las economías de mercados emergentes al endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos en otras condiciones económicas mundiales	167
Gráfico 4.20. Importancia relativa de los distintos tipos de flujos entre regiones de mercados emergentes	173
Gráfico 4.21. Volatilidad de los flujos de capital privados netos entre regiones de mercados emergentes	174
Gráfico 4.22. Persistencia de los flujos de capital privados netos entre regiones de mercados emergentes	175
Gráfico 4.23. Variaciones efectivas e imprevistas de la política monetaria de Estados Unidos a lo largo del tiempo	180
Gráfico 4.24. Verificaciones de la solidez de la diferencia de la respuesta de los flujos de capital privados netos dirigidos hacia economías de mercados emergentes con una exposición financiera directa	181



## SUPUESTOS Y CONVENCIONES

En la preparación de las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* se han adoptado los siguientes supuestos: el promedio de los tipos de cambio efectivos reales permaneció constante en su nivel del período comprendido entre el 8 de febrero y el 8 de marzo de 2011, con excepción de las monedas que participan en el mecanismo de tipos de cambio 2 (MTC 2) de Europa, que se ha supuesto permanecieron constantes en términos nominales en relación con el euro; las autoridades nacionales mantendrán la política económica establecida (los supuestos concretos sobre la política fiscal y monetaria de determinadas economías se indican en el recuadro A1); el precio medio del petróleo será de \$107,16 el barril en 2011 y \$108,00 el barril en 2012, y en el mediano plazo se mantendrá constante en términos reales; el promedio de la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) para depósitos a seis meses en dólares de EE.UU. será de 0,6% en 2011 y 0,9% en 2012; la tasa de los depósitos a tres meses en euros será, en promedio, 1,7% en 2011 y 2,6% en 2012, y el promedio de la tasa de los depósitos a seis meses en yenes japoneses será de 0,6% en 2011 y 0,3% en 2012. Naturalmente, estas son hipótesis de trabajo, no pronósticos, y la incertidumbre que conllevan se suma al margen de error que de todas maneras existiría en las proyecciones. Las estimaciones y proyecciones se basan en la información estadística disponible hasta fines de marzo de 2011.

En esta publicación se utilizan los siguientes símbolos:

. . . Indica que no se dispone de datos o que los datos no son pertinentes.

– Se usa entre años o meses (por ejemplo, 2010–11 o enero–junio) para indicar los años o meses comprendidos, incluidos los años o meses mencionados.

/ Se emplea entre años o meses (por ejemplo, 2010/11) para indicar un ejercicio fiscal o financiero.

Los “puntos básicos” son centésimos de punto porcentual (por ejemplo, 25 puntos básicos equivalen a ¼ de punto porcentual).

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

Los datos agregados excluyen a Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política.

Excepto en el caso del crecimiento del PIB y la inflación, no se incluyen proyecciones para Côte d’Ivoire debido a la incertidumbre de la situación política.

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

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

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

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

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

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

Los datos fiscales compuestos de los grupos de países se calculan como la suma de los valores individuales de los respectivos países en dólares de EE.UU. Hasta esta edición, se los había ponderado de acuerdo con el PIB ajustado a la paridad del poder adquisitivo como porcentaje del PIB mundial total.

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

## INFORMACIÓN ADICIONAL

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

Los cuadros de la parte B del apéndice estadístico están disponibles, en inglés, en Internet (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/pdf/tblpartb.pdf>).

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

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

## PREFACIO

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

El análisis que se presenta en este informe ha sido coordinado por el Departamento de Estudios bajo la dirección general de Olivier Blanchard, Consejero Económico y Director de Estudios. El proyecto estuvo dirigido por Jörg Decressin, Asesor Principal del Departamento de Estudios, y Petya Koeva Brooks, Jefa de División del Departamento de Estudios. Los principales colaboradores fueron Abdul Abiad, John Bluedorn, Rupa Dutttagupta, Jaime Guajardo, Thomas Helbling, Joong Shik Kang, Michael Kumhof, Dirk Muir, Andrea Pescatori, Shaun Roache, John Simon y Petia Topalova. Otros colaboradores fueron Joshua Felman, Benjamin Hunt, Florence Jaumotte, Mika Kortelainen, Daniel Leigh, Troy Matheson, Stephen Snudden, Marco Terrones y Robert Tetlow. Kevin Clinton proporcionó comentarios y sugerencias. Toh Kuan, Gavin Asdorian, Shan Chen, Angela Espiritu, Murad Omoev, Andy Salazar, Min Kyu Song, Ercument Tulun, Jessie Yang, Nese Erbil, David Reichsfeld y Marina Rousset colaboraron en las tareas de investigación. Saurabh Gupta, Mahnaz Hemmati, Laurent Meister, Emory Oakes y Steve Zhang procesaron los datos y operaron los sistemas de informática. Tita Gunio, Shanti Karunaratne y Cristina Tumale se encargaron de la preparación del texto en inglés. Linda Griffin Kean, del Departamento de Relaciones Externas, editó el manuscrito y coordinó la producción de la publicación. Vladimir Bougay, Anastasia Francis, Aleksandr Gerasimov, Wendy Mak, Shamiso Mapondera, Nhu Nguyen y Pavel Pimenov proporcionaron respaldo técnico adicional en calidad de consultores externos. La versión en español estuvo a cargo de la Sección de Español y Portugués del Departamento de Tecnología y Servicios Generales.

El análisis se ha enriquecido con sugerencias y comentarios de funcionarios de otros departamentos del FMI, y de los directores ejecutivos, que debatieron este informe el día 28 de marzo de 2011. No obstante, cabe aclarar que las proyecciones y consideraciones de política económica corresponden al personal técnico del FMI y no deben atribuirse a los directores ejecutivos ni a las autoridades nacionales que representan.



## INTRODUCCIÓN

La economía mundial continúa recuperándose, en términos generales, según lo previsto. De hecho, nuestras proyecciones de crecimiento prácticamente no han cambiado desde la *Actualización de las Perspectivas de la economía mundial* de enero de 2011 y pueden resumirse en tres cifras: el crecimiento rondaría 4 1/2% tanto en 2011 como en 2012 a nivel de la economía mundial, pero en las economías avanzadas llegaría apenas a 2 1/2%, mientras que en las economías de mercados emergentes y en desarrollo sería mucho más alto, de 6 1/2%.

El temor de que la recesión sufriera una recaída —temor que no compartíamos— no se ha hecho realidad. La preocupación principal era que, tras una recuperación inicial impulsada por el ciclo de las existencias y el estímulo fiscal, el crecimiento de las economías avanzadas tambalearía. El ciclo de las existencias en gran medida ya ha llegado a término y del estímulo fiscal se ha pasado a la consolidación fiscal, aunque la demanda privada ha tomado mayormente el relevo.

Lo que despierta temor ahora son los precios de las materias primas, que han subido más de lo previsto como consecuencia de un vigoroso aumento de la demanda, sumado a shocks de la oferta. Aunque estos aumentos llevan a pensar en la estancación de la década de 1970, parece poco probable que descarrilen la recuperación. En las economías avanzadas, la proporción decreciente que le corresponde al petróleo, la desaparición de la indexación salarial y el anclaje de las expectativas inflacionarias, tomados en conjunto, hacen pensar que los efectos en el crecimiento y la inflación subyacente serán pequeños. Sin embargo, el reto será mayor en las economías emergentes y en desarrollo, en las cuales los alimentos y los combustibles ocupan una proporción mayor del consumo, y donde las políticas monetarias suelen tener menos credibilidad. Es posible que la inflación sea más alta durante un tiempo, pero, como sugieren nuestras proyecciones, no esperamos un efecto negativo profundo en el

crecimiento. Ahora bien, los riesgos para la recuperación causados por los nuevos trastornos de la oferta petrolera son motivo de preocupación.

Sin embargo, la recuperación sigue desequilibrada.

En la mayoría de las economías avanzadas, el producto aún está muy por debajo del potencial. El desempleo es elevado, y el bajo nivel de crecimiento implica que se mantendrá así durante muchos años. Ese bajo nivel de crecimiento puede atribuirse a los excesos previos a la crisis y a sus secuelas: en muchos países, sobre todo Estados Unidos, el mercado de la vivienda continúa deprimido, con lo cual la inversión en vivienda es anémica. La propia crisis empeoró drásticamente la situación fiscal, obligando a poner en marcha una consolidación fiscal sin disipar las inquietudes de los mercados en torno a la sostenibilidad fiscal. En muchos países, los bancos se están esforzando por alcanzar coeficientes de capitalización más altos frente a los crecientes préstamos en mora.

Los problemas en la periferia de la Unión Europea, que son consecuencia de la interacción entre un crecimiento bajo, problemas fiscales y presiones financieras, son particularmente agudos. Restablecer la sostenibilidad fiscal y financiera frente a un nivel de crecimiento bajo o negativo y tasas de interés elevadas representa un desafío sustancial. Y, aunque son extremos, los problemas de la periferia de la Unión Europea apuntan a un problema más general: el nivel fundamentalmente bajo de la tasa de crecimiento del producto potencial. El ajuste es muy difícil cuando el crecimiento es muy bajo.

La recomendación para las economías avanzadas es, en líneas generales, igual que la presentada en la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* y sigue en parte desatendida: más claridad en torno a la exposición de los balances de los bancos y planes de recapitalización listos en caso de ser necesario; una consolidación fiscal inteligente que no sea demasiado rápida, a fin de salvaguardar el crecimiento, ni demasiado lenta, a fin de salvaguardar la credibilidad; la reformulación de la

regulación y la supervisión financiera; y, sobre todo en Europa, una mayor concentración en las reformas que permitan incrementar el crecimiento potencial.

En las economías de mercados emergentes, por el contrario, la crisis no ha dejado secuelas duraderas. En la mayoría de los casos, la situación fiscal y financiera inicial era más sólida, y los efectos negativos de la crisis fueron más suaves. Gracias a un crecimiento subyacente elevado y al bajo nivel de las tasas de interés, el ajuste fiscal es mucho más fácil. Las exportaciones en gran medida se han recuperado, y toda disminución de la demanda externa por lo general ha quedado compensada por un aumento de la demanda interna. Las salidas de capital se han transformado en entradas de capital, ya que las perspectivas de crecimiento son mejores y las tasas de interés son más elevadas que en las economías avanzadas.

El reto para la mayoría de las economías de mercados emergentes es, por lo tanto, bastante diferente del que tienen ante sí las economías avanzadas; a saber, cómo evitar el sobrecalentamiento frente al cierre de las brechas del producto y al aumento de los flujos de capital. La respuesta debería ser doble: primero, combinar la consolidación fiscal con tasas de interés más altas para mantener el producto al nivel potencial y, segundo, utilizar herramientas macroprudenciales —y, de ser necesario, controles de capital— para evitar que recrudezca el riesgo

sistémico generado por la afluencia de capitales. Los países muchas veces sienten la tentación de resistirse a la apreciación del tipo de cambio que resulta probable cuando suben las tasas de interés y aumenta la afluencia de capitales. Pero la apreciación incrementa el ingreso real y es parte de un ajuste deseable, y no conviene oponerle resistencia.

Globalmente, los planes de política macroeconómica para la economía mundial siguen siendo los mismos, pero con el paso del tiempo adquieren urgencia. A fin de sustentar la recuperación, las economías avanzadas deben lograr una consolidación fiscal. Para lograr esa meta y mantener el crecimiento, deben apoyarse más en la demanda externa. Paralelamente, las economías de mercados emergentes deben apoyarse menos en la demanda externa y más en la demanda interna. La apreciación de las monedas de las economías de mercados emergentes en relación con las de las economías avanzadas es una clave importante para este ajuste mundial. La necesidad de un diseño cuidadoso a nivel nacional y de coordinación a nivel mundial puede ser tan importante hoy como lo era en el momento más grave de la crisis hace dos años.

Olivier Blanchard  
*Consejero Económico*

La recuperación está cobrando ímpetu, pero el desempleo se mantiene elevado en las economías avanzadas, y se están formando nuevos riesgos macroeconómicos en las economías de mercados emergentes. En las economías avanzadas, la demanda privada está reemplazando a la demanda pública, lo cual aleja el temor de que la disminución del apoyo que brinda la política fiscal provoque una recaída en la recesión. Las condiciones financieras continúan mejorando, aunque todavía son inusualmente frágiles. En muchas economías de mercados emergentes, la demanda es vigorosa y el sobrecalentamiento genera creciente inquietud para la política económica. En las economías en desarrollo, sobre todo las de África subsahariana, también se ha reanudado un crecimiento rápido y sostenible. El aumento de precios de los alimentos y de las materias primas representa una amenaza para los hogares pobres y exacerba las tensiones socioeconómicas, particularmente en Oriente Medio y Norte de África. El avance de los precios del petróleo desde enero de 2011 y la información sobre la oferta —incluida la capacidad ociosa— hacen pensar que los trastornos ocurridos hasta ahora tendrían apenas efectos ligeros sobre la actividad económica. El terremoto que golpeó a Japón ha cobrado innumerables víctimas. Su impacto macroeconómico proyectado es limitado, pero las proyecciones están rodeadas de gran incertidumbre. Globalmente, teniendo en cuenta una recuperación más vigorosa por un lado y una desaceleración de la oferta de petróleo por el otro, las proyecciones del crecimiento del PIB real mundial en 2011–12 no son muy diferentes de las consignadas en la *Actualización de las Perspectivas de la economía mundial* de enero de 2011. No obstante, los riesgos a la baja han recrudecido.

Según las proyecciones, el PIB real mundial crecerá alrededor de 4½% en 2011 y 2012, lo cual representa una pequeña disminución respecto del 5% de 2010. En las economías avanzadas y en las economías de mercados emergentes y en desarrollo,

el PIB real se expandiría alrededor de 2½% y 6½%, respectivamente. Los riesgos a la baja siguen siendo mayores que los riesgos al alza. En las economías avanzadas, la debilidad de los balances soberanos y la condición aún desfalleciente de los mercados inmobiliarios continúan siendo motivos de gran inquietud, sobre todo en ciertas economías de la zona del euro; los riesgos financieros también son a la baja debido a las fuertes necesidades de financiamiento de los bancos y de los entes soberanos. Están surgiendo nuevos riesgos a la baja como consecuencia de los precios de las materias primas —sobre todo del petróleo— y, en un ámbito relacionado, de la incertidumbre geopolítica, así como debido al sobrecalentamiento y al auge de los mercados de los activos en las economías de mercados emergentes. Sin embargo, existe también la posibilidad de que el crecimiento sorprenda al alza a corto plazo, gracias a la solidez de los balances empresariales en las economías avanzadas y a la pujante demanda de las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

Muchos de los retos que la política económica ya debía enfrentar siguen sin corregir, y al mismo tiempo están pasando a primer plano otros nuevos. Para que la reactivación se afiance en las economías avanzadas será necesario mantener la orientación acomodaticia de la política monetaria mientras las presiones salariales sean moderadas, las expectativas inflacionarias estén bien ancladas y el crédito bancario sea anémico. A la vez, habrá que trazar una trayectoria fiscal sostenible a mediano plazo mediante la ejecución de planes de consolidación fiscal y la reforma de los programas de derechos a prestaciones, respaldados por un fortalecimiento de las reglas y las instituciones fiscales. Esta necesidad es particularmente urgente en Estados Unidos para disipar el riesgo de fluctuaciones de los mercados de bonos que podrían provocar una desestabilización internacional. En Estados Unidos, los planes de política económica para 2011 de hecho han pasado de la consolidación a la expansión. Habría



que esforzarse por reducir el déficit proyectado para el ejercicio 2011. Las medidas encaminadas a recortar el gasto discrecional constituyen un paso acertado, pero para lograr una reducción sensible de los déficits proyectados a mediano plazo resultarán esenciales medidas más amplias, como las reformas de la tributación y la seguridad social. En Japón, la prioridad fiscal inmediata consiste en respaldar la reconstrucción. Una vez que la reconstrucción se encuentre en marcha y que esté más clara la magnitud de los daños, la atención deberá centrarse en vincular el gasto en reconstrucción a una estrategia fiscal clara encaminada a recortar el coeficiente de deuda pública a mediano plazo. En la zona del euro, a pesar de un avance significativo, los mercados siguen preocupados por las perspectivas de los países sometidos a presión en los mercados. Para ellos, lo que se necesita a nivel de la zona del euro es un financiamiento suficiente, flexible y de bajo costo para respaldar un ajuste fiscal sólido, la reestructuración bancaria y reformas que promuevan la competitividad y el crecimiento. A nivel más general, es necesario restablecer y apuntalar la confianza en los bancos de la zona del euro a través de pruebas de resistencia de amplio alcance y programas de reestructuración y recapitalización. Asimismo, la reforma del sistema financiero internacional sigue siendo decididamente una labor inconclusa.

El reto para muchas economías de mercados emergentes y algunas economías en desarrollo consiste en evitar que las condiciones actuales, que parecen un auge, no se transformen en un sobreca lentamiento a lo largo del próximo año. La presión inflacionaria probablemente recrudezca a medida que la creciente producción se tope con limitaciones de la capacidad, y que los fuertes aumentos de los precios de los alimentos y de la energía —cuya ponderación es elevada dentro de las canastas de consumo— lleven a exigir salarios más altos. Las tasas de interés reales todavía están bajas y las políticas fiscales son considerablemente más acomodaticias que antes de la crisis. Las políticas que corresponde adoptar varían según la situación cíclica y externa de cada economía. Sin embargo, en muchas economías de mercados emergentes es necesario adoptar políticas macroeconómicas más restrictivas.

- En las economías con superávits externos, muchas de las cuales tienen un tipo de cambio dirigido y no enfrentan problemas fiscales, el endurecimiento de la política monetaria y la apreciación del tipo de cambio son necesarios para mantener el equilibrio interno —poniendo freno a la presión inflacionaria y a la expansión excesiva del crédito— y facilitar el reequilibrio de la demanda mundial.
- Muchas economías con déficits externos deben adoptar políticas fiscales y monetarias más restrictivas, y posiblemente tolerar a corto plazo cierto reajuste excesivo del tipo de cambio.
- En algunas economías con superávits o con déficits, el rápido aumento del crédito y de los precios de los activos podría alertar sobre una amenaza a la estabilidad financiera. Las autoridades de estas economías deberán actuar pronto para poner a resguardo la estabilidad y construir sistemas financieros con mayor capacidad de resistencia.
- Muchas economías emergentes y en desarrollo tendrán que proporcionar un respaldo bien focalizado a los hogares pobres que luchan con los elevados precios de los alimentos.

Los flujos de capital dirigidos a las economías de mercados emergentes se reanudaron con notable rapidez tras la crisis. Sin embargo, a medida que aumenten las tasas de política monetaria de las economías avanzadas, dejando atrás sus niveles inusualmente bajos, es posible que estos flujos volátiles escapen nuevamente de las economías de mercados emergentes. De acuerdo con las circunstancias de cada país, y suponiendo que se hayan instituido las políticas macroeconómicas y prudenciales debidas, las medidas encaminadas a limitar la afluencia de capitales pueden contribuir a suavizar el efecto de su excesiva volatilidad en la economía real. Sin embargo, esas medidas no reemplazan a la adopción de políticas macroeconómicas más restrictivas.

Para que la recuperación tenga una base más sólida a mediano plazo es fundamental avanzar más en el reequilibrio de la demanda mundial. Ello requerirá la colaboración de muchos países, y especialmente ajuste fiscal en las economías con déficits externos críticas, mayor flexibilidad cambiaria y reformas estructurales que eliminen las



distorsiones que promueven el ahorro en economías con superávits críticas.

Existe amplio acuerdo en torno al perfil de las políticas de respuesta esbozadas aquí. Sin embargo, ahora que ha pasado lo peor de la crisis, se están atenuando el imperativo de actuar y la voluntad de cooperar entre las autoridades. Sería un error que las economías avanzadas postergaran el ajuste fiscal debido a dificultades internas de economía política. Además, aunque la eliminación de las distorsiones que promueven el ahorro en economías con superávits externos críticas apuntalaría el crecimiento y ayudaría a lograr la consolidación fiscal en econo-

mías avanzadas clave, un avance insuficiente en un ámbito no debería ser excusa para la inacción en el otro. También sería un error que las economías de mercados emergentes postergaran el ajuste cambiario ante la creciente presión inflacionaria. Muchas no pueden darse el lujo de postergar la adopción de políticas más restrictivas hasta que las economías avanzadas pongan en marcha ese mismo proceso. La tarea que tienen por delante las autoridades es convencer a sus respectivas poblaciones de que estas políticas de respuesta son las que más convienen a sus intereses económicos, más allá de lo que estén haciendo otros.



## La recuperación se ha fortalecido, pero el desempleo sigue siendo elevado

En términos generales, la recuperación mundial continúa tal como lo proyectó *Perspectivas de la economía mundial* en octubre de 2010 y enero de 2011 (gráfico 1.1, cuadro 1.1). El crecimiento mundial se desaceleró alrededor de 3¼% durante el segundo semestre de 2010, en comparación con alrededor de 5¼% en el primero. Esta desaceleración refleja un ciclo de existencias normal. A medida que se dispó el temor a una depresión mundial en 2009, las empresas primero redujeron la tasa de agotamiento de las existencias y luego, a medida que la confianza siguió mejorando, comenzaron a reponer las existencias agotadas. Esto promovió un drástico repunte del comercio y de la producción industrial a lo largo del primer semestre de 2010. A medida que esa fase siguió su curso, la reposición de las existencias y, por ende, el comercio y la producción industrial disminuyeron de ritmo en el segundo semestre del año pasado. Sin embargo, en el ínterin, la contracción del exceso de capacidad, las políticas acomodaticias y el nuevo afianzamiento de la confianza y de las condiciones financieras estimularon la inversión y redujeron drásticamente la tasa de destrucción de empleos. El consumo también se fortaleció. En consecuencia, la recuperación es ahora más autosustentable, los riesgos de una recaída de las economías avanzadas han disminuido y la actividad mundial parece estar en condiciones de acelerarse nuevamente.

Con todo, el ritmo de la actividad aún no es uniforme desde el punto de vista geográfico, y el empleo se encuentra rezagado.

- En las grandes economías avanzadas, el crecimiento económico es modesto, especialmente teniendo en cuenta la profundidad de la recesión, y alcanzó apenas 3% en 2010. En Estados Unidos y la zona del euro, la economía está siguiendo una trayectoria tan débil como la observada tras las recesiones de comienzos de los años noventa, a

pesar de que la caída fue mucho más pronunciada (gráfico 1.1, panel central).

- Por el contrario, muchas economías emergentes y en desarrollo han experimentado un crecimiento vigoroso, que superó 7% en 2010, y tienen bajas tasas de desempleo, aunque la desocupación tiende a afectar desproporcionadamente a los jóvenes. En un número creciente de estas economías, se observan indicios de restricciones cada vez más fuertes de la capacidad. Muchas enfrentan fuertes aumentos de los precios de los alimentos, lo cual genera otros retos sociales.
- Globalmente, el crecimiento no es lo suficientemente vigoroso como para producir un impacto profundo en las elevadas tasas de desempleo (gráfico 1.1, panel superior). Alrededor de 205 millones de personas aún están buscando trabajo; es decir, alrededor de 30 millones más que en 2007 a escala mundial, según la Organización Internacional del Trabajo. El aumento del desempleo ha sido muy grave en las economías avanzadas; en las economías emergentes y en desarrollo, el elevado desempleo juvenil es un motivo de inquietud especial, como ya se señaló.

En términos generales, la recuperación está avanzando a dos velocidades: las brechas del producto son amplias en las economías avanzadas y se están cerrando o ya se han cerrado en las economías emergentes y en desarrollo, pero con diferencias notables entre cada grupo de países (capítulo 2). Las economías que van a la zaga de la recuperación mundial por lo general sufrieron profundos shocks financieros durante la crisis, a menudo relacionados con auges de la vivienda y un elevado endeudamiento externo. Entre las economías avanzadas, las de Asia han experimentado un fuerte repunte (gráfico 1.1, panel inferior izquierdo). La recuperación de las economías de la zona del euro que sufrieron un colapso del mercado de la vivienda o que se enfrentan a presiones en los mercados financieros ha sido más débil que la de Alemania y otras economías de la zona del euro. Entre las economías emergentes y en

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

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

			Interanual				T4 a T4		
	2009	2010	Proyecciones		Diferencia con las proyecciones de enero de 2011		Estimaciones 2010	Proyecciones	
			2011	2012	2011	2012		2011	2012
<b>Producto mundial<sup>1</sup></b>	<b>-0,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>
Estados Unidos	-2,6	2,8	2,8	2,9	-0,2	0,2	2,7	3,0	2,7
Zona del euro <sup>2</sup>	-4,1	1,7	1,6	1,8	0,1	0,1	2,0	1,5	2,1
Alemania	-4,7	3,5	2,5	2,1	0,3	0,1	4,0	1,9	2,5
Francia	-2,5	1,5	1,6	1,8	0,0	0,0	1,5	1,7	2,0
Italia	-5,2	1,3	1,1	1,3	0,1	0,0	1,5	1,3	1,2
España	-3,7	-0,1	0,8	1,6	0,2	0,1	0,6	1,1	1,9
Japón	-6,3	3,9	1,4	2,1	-0,2	0,3	2,5	2,5	1,3
Reino Unido	-4,9	1,3	1,7	2,3	-0,3	0,0	1,5	2,2	2,4
Canadá	-2,5	3,1	2,8	2,6	0,5	-0,1	3,2	2,8	2,5
Otras economías avanzadas <sup>3</sup>	-1,2	5,7	3,9	3,8	0,1	0,1	4,8	4,3	3,7
Economías asiáticas recientemente industrializadas	-0,8	8,4	4,9	4,5	0,2	0,2	6,1	5,9	3,8
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo<sup>4</sup></b>	<b>2,7</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>7,4</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>
África subsahariana	2,8	5,0	5,5	5,9	0,0	0,1	...	...	...
América Latina y el Caribe	-1,7	6,1	4,7	4,2	0,4	0,1	5,2	5,0	4,6
Brasil	-0,6	7,5	4,5	4,1	0,0	0,0	5,0	5,0	4,0
México	-6,1	5,5	4,6	4,0	0,4	-0,8	4,4	4,4	3,7
Comunidad de Estados Independientes	-6,4	4,6	5,0	4,7	0,3	0,1	4,7	4,5	3,7
Rusia	-7,8	4,0	4,8	4,5	0,3	0,1	4,7	4,3	3,5
Excluido Rusia	-3,1	6,0	5,5	5,1	0,4	-0,1	...	...	...
Economías en desarrollo de Asia	7,2	9,5	8,4	8,4	0,0	0,0	9,2	8,4	8,5
China	9,2	10,3	9,6	9,5	0,0	0,0	9,8	9,4	9,5
India	6,8	10,4	8,2	7,8	-0,2	-0,2	9,7	7,7	8,0
ASEAN-5 <sup>5</sup>	1,7	6,9	5,4	5,7	-0,1	0,0	6,1	5,4	5,6
Europa central y oriental	-3,6	4,2	3,7	4,0	0,1	0,0	3,7	3,7	4,0
Oriente Medio y Norte de África	1,8	3,8	4,1	4,2	-0,5	-0,5	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>									
Unión Europea	-4,1	1,8	1,8	2,1	0,1	0,1	2,1	1,8	2,4
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	-2,1	3,9	3,5	3,7	0,0	0,1	...	...	...
<b>Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)</b>	<b>-10,9</b>	<b>12,4</b>	<b>7,4</b>	<b>6,9</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Importaciones									
Economías avanzadas	-12,6	11,2	5,8	5,5	0,3	0,3	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo	-8,3	13,5	10,2	9,4	0,9	0,2	...	...	...
Exportaciones									
Economías avanzadas	-12,2	12,0	6,8	5,9	0,6	0,1	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo	-7,5	14,5	8,8	8,7	-0,4	-0,1	...	...	...
<b>Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)</b>									
Petróleo <sup>6</sup>	-36,3	27,9	35,6	0,8	22,2	0,5	...	...	...
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	-15,8	26,3	25,1	-4,3	14,1	1,3	...	...	...
<b>Precios al consumidor</b>									
Economías avanzadas	0,1	1,6	2,2	1,7	0,6	0,1	1,6	2,2	1,5
Economías emergentes y en desarrollo <sup>4</sup>	5,2	6,2	6,9	5,3	0,9	0,5	6,3	5,9	4,2
<b>Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)<sup>7</sup></b>									
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU.	1,1	0,5	0,6	0,9	-0,1	0,0	...	...	...
Sobre los depósitos en euros	1,2	0,8	1,7	2,6	0,5	0,9	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses	0,7	0,4	0,6	0,3	0,0	0,1	...	...	...

Nota: Se parte del supuesto de que los tipos de cambio efectivos reales se mantienen constantes a los niveles vigentes entre el 8 de febrero y el 8 de marzo de 2011. 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.

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

<sup>2</sup>Excluido Estonia.

<sup>3</sup>Excluidos Estados Unidos, la zona del euro y Japón, pero incluido Estonia.

<sup>4</sup>Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan aproximadamente el 79% de las economías emergentes y en desarrollo.

<sup>5</sup>Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

<sup>6</sup>Promedio simple de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate. El precio promedio del petróleo fue \$79,03 el barril en 2010; el precio supuesto en base a los mercados de futuros es \$107,16 en 2011 y \$108,00 en 2012.

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

desarrollo, las de Asia se encuentran a la vanguardia, seguidas de las de África subsahariana, en tanto que las de Europa oriental recién están comenzando a gozar de un crecimiento significativo.

### Las condiciones financieras están mejorando

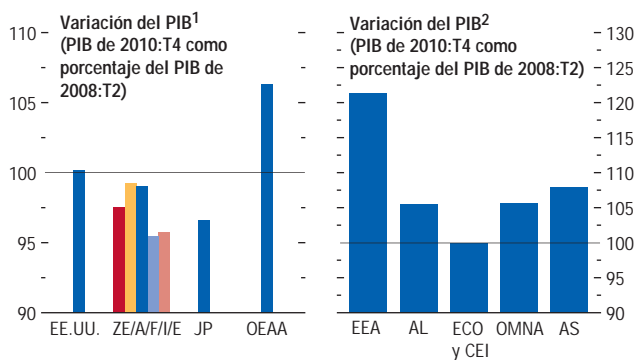
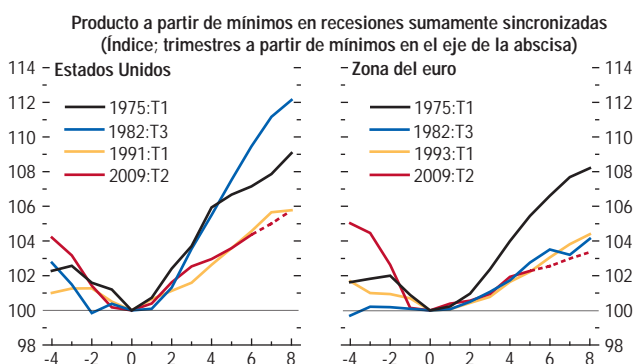
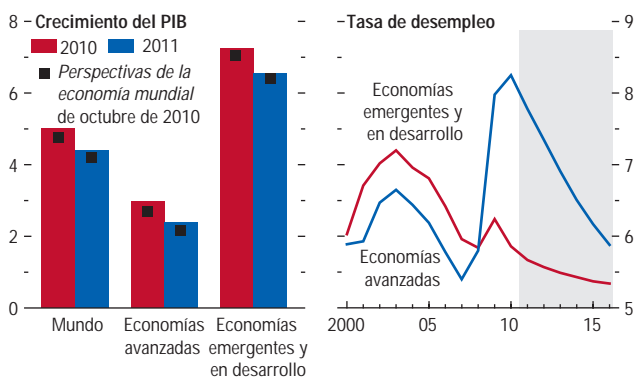
El elevado nivel de las utilidades, que refleja y refuerza resultados generalmente positivos, ha estimulado el avance de los precios de las acciones y empujado a la baja los precios de los bonos, y la volatilidad se ha atenuado (gráfico 1.2, paneles superior e inferior). Los precios de las acciones en las economías emergentes de Asia, América Latina y Estados Unidos se han acercado a los máximos previos a la crisis (gráficos 1.2 y 1.3, paneles superiores). Sin embargo, las acciones financieras en la zona del euro han tenido un desempeño anémico, reflejo de la continua vulnerabilidad de las economías periféricas (gráfico 1.2, panel central). En las economías periféricas de la zona del euro, los diferenciales de los bonos públicos y de los *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor (*credit default swaps*) de los bancos siguen siendo elevados, lo cual apunta a vulnerabilidades significativas (gráfico 1.4, panel central). En Japón, entre tanto, las acciones van rezagadas debido a la apreciación del yen y al impacto del terremoto reciente. El crecimiento del crédito continúa siendo muy atenuado en las economías avanzadas. Las condiciones de crédito bancario en las grandes economías avanzadas, incluidas las de la zona del euro, se están distendiendo lentamente tras haber ido endureciéndose a lo largo de un período prolongado (gráfico 1.4, panel superior); desde el punto de vista de la pequeña y la mediana empresa, ahora son más favorables o apenas un poco más estrictas. En el interin, la expansión del crédito nuevamente ha llegado a niveles elevados en muchas economías de mercados emergentes, sobre todo de Asia y América Latina (gráfico 1.3, panel inferior).

Los flujos de capital internacionales repuntaron con fuerza tras el colapso sufrido durante la crisis, pero aún se mantienen en promedios inferiores a los observados antes de la crisis en muchas economías (gráfico 1.5, paneles central e inferior; capítulo 4). Por lo tanto, los mercados accionarios y el crédito en las economías de mercados emergentes

### Gráfico 1.1. Indicadores mundiales

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

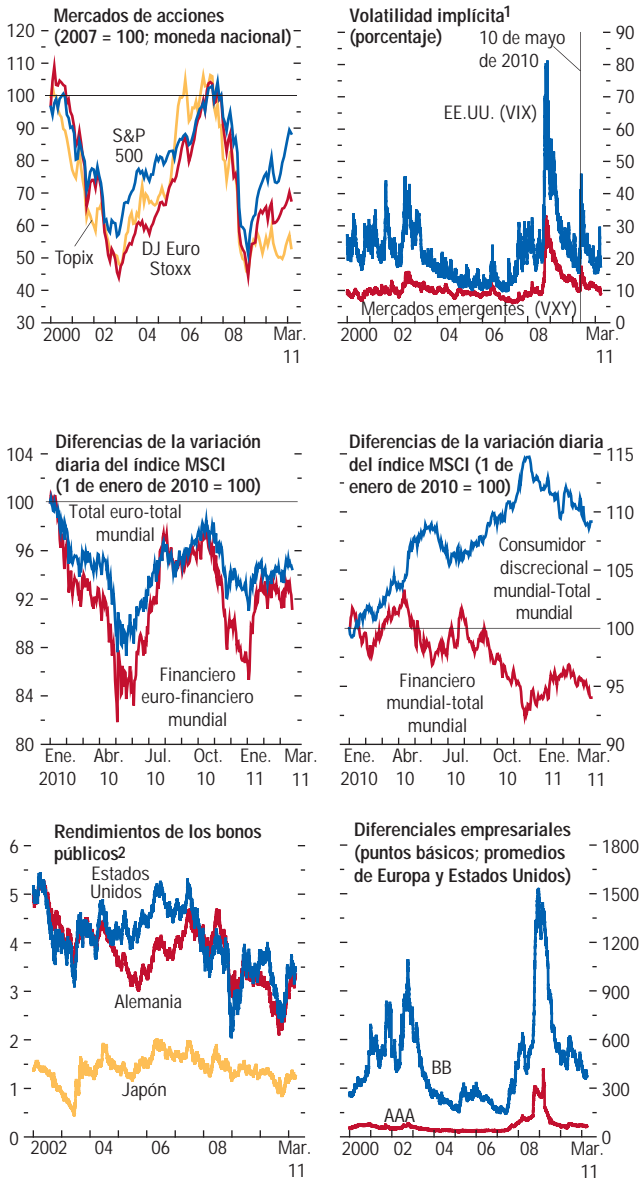
La actividad mundial ha evolucionado más o menos tal como estaba proyectado en la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*. El crecimiento es bajo en las economías avanzadas y el desempleo, elevado. En Estados Unidos y la zona del euro, las recuperaciones están siguiendo la misma trayectoria que en la década de 1990, a pesar de que la caída del producto durante la Gran Recesión fue mucho más profunda. Las economías emergentes y en desarrollo que no han sido duramente golpeadas por la crisis ya se encuentran en expansión.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>EE.UU.: Estados Unidos; ZE/A/F/I/E: zona del euro/Alemania/Francia/Italia/España; JP: Japón; OEAA: otras economías avanzadas de Asia.  
<sup>2</sup>EAA: economías emergentes de Asia; AL: América Latina; ECO y CEI: Europa central y oriental, y Comunidad de Estados Independientes; OMNA: Oriente Medio y Norte de África; AS: África subsahariana. Debido a la falta de datos, se utilizaron datos anuales para OMNA y AS.

**Gráfico 1.2. Evolución reciente de los mercados financieros**

Los precios de las acciones se han acercado a los máximos registrados antes de la crisis en Estados Unidos; pero se encuentran rezagados en Europa y Japón como consecuencia de las inquietudes en torno al sector financiero y a las exportaciones, respectivamente. La volatilidad ha disminuido. Los diferenciales empresariales han regresado a niveles bajos. Los rendimientos de los bonos públicos a largo plazo han aumentado gracias al fortalecimiento de la actividad, pero se mantienen por debajo de los niveles de comienzos de 2010.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>VIX: índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago; VXY = índice de volatilidad de los mercados emergentes elaborado por JPMorgan.  
<sup>2</sup>Bonos públicos a 10 años.

se han reanimado con inusitada rapidez tras caídas profundas (recuadro 1.1). Las alentadoras perspectivas de crecimiento y el nivel relativamente elevado de los rendimientos están atrayendo flujos hacia los mercados emergentes. El nivel anémico de la actividad y el daño sufrido por los sistemas financieros continúan deprimiendo los flujos entre las economías avanzadas. Estas fuerzas plantean retos para las políticas que se analizan con más detalle en este capítulo y en la edición de abril de 2011 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report, GFSR*, por sus siglas en inglés).

- Los flujos de capital hacia algunas de las economías de mercados emergentes más grandes —por ejemplo, Brasil, China, India, Indonesia, México, Perú, Polonia y Turquía— se encuentran dentro de los niveles previos a la crisis, o los superan. Hasta el momento, la recuperación está liderada por los flujos bancarios y de inversiones de cartera; el porcentaje de entradas en forma de inversión extranjera directa va en disminución. Estos hechos no concuerdan con la experiencia y podrían generar inestabilidad en el futuro, e incluso salidas de capital. Sin embargo, durante el otoño de 2010, el repunte de los activos de los mercados emergentes —alimentado por los flujos de capital— volvió a flaquear. En otras regiones, como África oriental y occidental, la afluencia de capitales aún no se ha reavivado mucho.
- La desintermediación financiera causada por la crisis asestó un duro golpe a los flujos entre las economías avanzadas (gráfico 1.5, panel central). Los flujos de capital procedentes de Estados Unidos han retomado los niveles vigentes antes de la crisis, pero se han alejado de las economías avanzadas para orientarse hacia las economías de mercados emergentes. Los flujos de capital procedentes de la zona del euro, especialmente a través de los bancos, continúan muy por debajo de los niveles previos a la crisis. El grueso de esta reducción es atribuible a la disminución de los flujos destinados a otras economías avanzadas, aunque los flujos hacia las economías de mercados emergentes también son débiles.

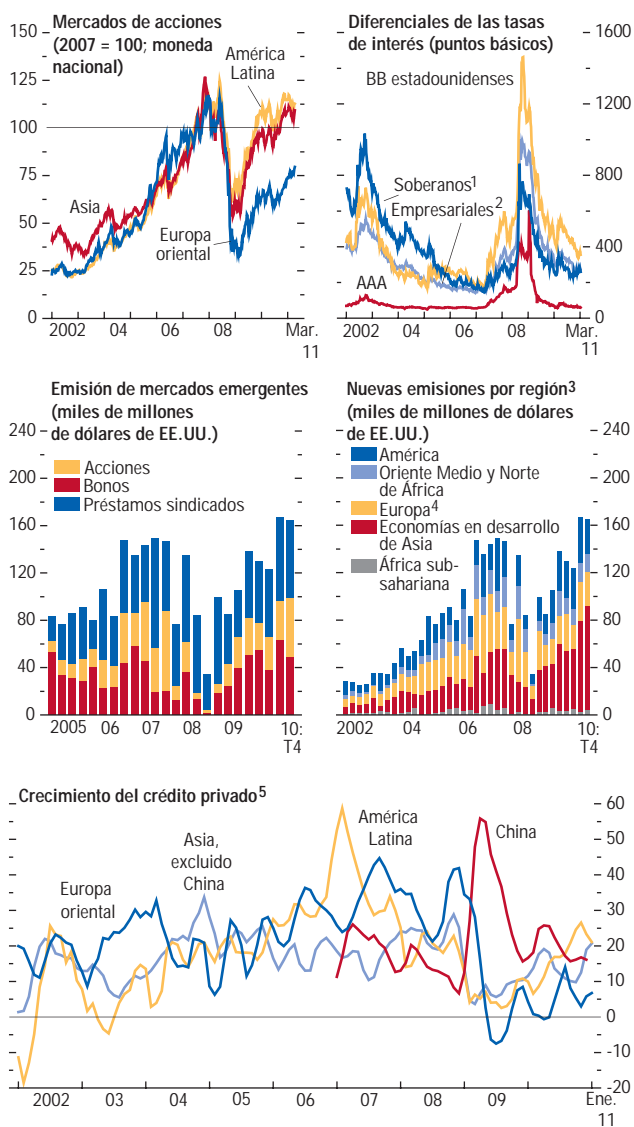
Es poco probable que la evolución de las condiciones financieras brinde un respaldo adicional sig-

nificativo al crecimiento del producto a corto plazo. Dado el estado en que se encuentra la recuperación “real”, la aversión al riesgo y la volatilidad ya son bajas en los grandes mercados financieros, como lo demuestran la recuperación vigorosa de los mercados de acciones y la disminución de los diferenciales de riesgo crediticio. Aunque en las economías avanzadas las condiciones de crédito bancario aún distan de ser normales, lo más probable es que todo nuevo avance sea lento. Los mercados de titulización continúan trastornados. Los bancos necesitarán tiempo para reorientarse hacia depósitos más estables y un régimen de financiamiento mayorista a largo plazo. La adopción de regímenes de supervisión y regulación más estrictos tiene sus buenas razones. Además, es probable que las condiciones sigan siendo volátiles debido a la incertidumbre que continúa rodeando a la resolución de la crisis en la zona del euro. Los índices de las condiciones financieras generales compilados por el personal técnico del FMI confirman esta interpretación cualitativa. Sugieren que las condiciones están mejorando lentamente y en un grado parecido en Estados Unidos, la zona del euro y Japón, y los pronósticos simples apuntan a que esa mejora continuará de manera muy gradual (gráfico 1.4, panel inferior; apéndice 1.1).

Es posible que los flujos de capital vigorosos hacia las principales economías de mercados emergentes continúen, si bien los interrogantes en torno a las políticas macroeconómicas y la incertidumbre geopolítica podrían desacelerarlos a corto plazo. El diferencial de crecimiento entre estas economías y las economías avanzadas no disminuirá significativamente, de acuerdo con las proyecciones. Este hecho, sumado a la capacidad de resistencia de la que dieron muestra las economías emergentes durante la crisis financiera, respalda una mayor reorientación estructural de las carteras hacia estas economías. Sin embargo, la incertidumbre en torno a la magnitud y a la posibilidad de alzas de las tasas de política monetaria para hacer frente a la creciente inflación quizá ya esté frenando estos flujos, junto con la agudización de la incertidumbre geopolítica. El fortalecimiento de la recuperación de Estados Unidos, el aumento de los rendimientos (capítulo 4) y el recrudescimiento de la incertidumbre en la zona del euro también podrían moderarlos.

Gráfico 1.3. Condiciones en los mercados emergentes

Los precios de las acciones en Asia y América Latina están cerca de los máximos registrados antes de la crisis. Además, los diferenciales de crédito han regresado a niveles bajos, los flujos de capital se han intensificado con notable rapidez, y el crecimiento del crédito al sector privado está alcanzando nuevamente altos niveles en muchas economías de mercados emergentes.



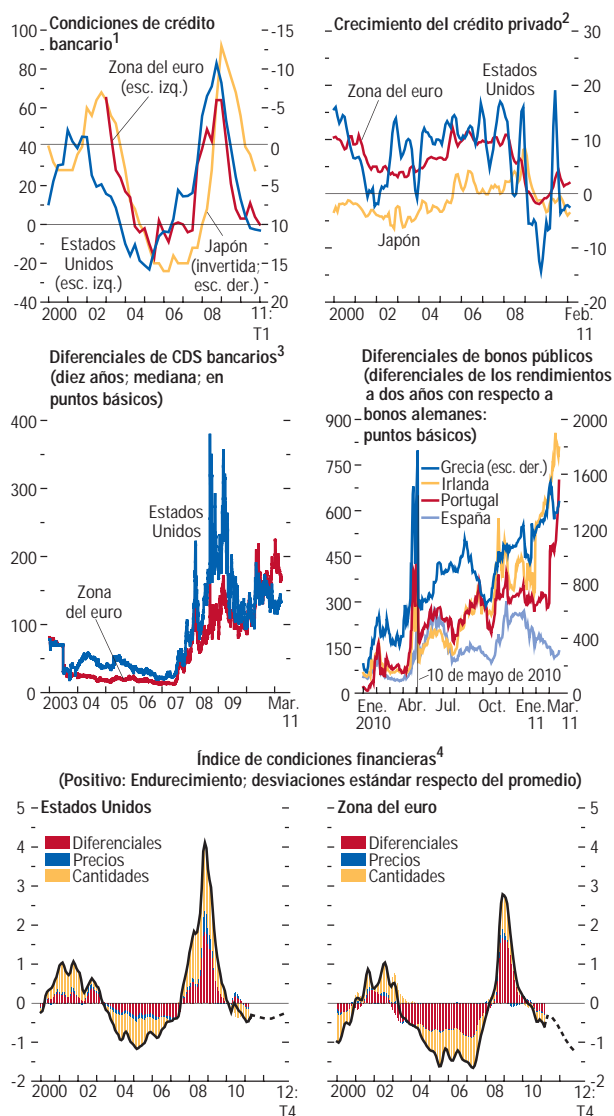
Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Capital Data; FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

- 1Diferencial del índice EMBI Global de JPMorgan.
- 2Diferencial del índice CEMBI Broad de JPMorgan.
- 3Total de emisiones de acciones, préstamos sindicados y bonos internacionales.
- 4Europa central y oriental, y Comunidad de Estados Independientes.
- 5Variación porcentual anualizada del promedio trimestral móvil con respecto al promedio trimestral móvil anterior.



### Gráfico 1.4. Evolución de los mercados de crédito maduros

Las condiciones de préstamo bancario ya no se están endureciendo significativamente ni volviendo a distender, pero las tasas de crecimiento del crédito siguen siendo muy bajas. Las principales preocupaciones en torno a la estabilidad financiera mundial surgen de las necesidades de financiamiento muy elevadas de los bancos y los entes soberanos, especialmente en los países periféricos de la zona del euro. Cabe prever una mayor distensión paulatina de las condiciones crediticias.



Fuentes: Bank of America/Merrill Lynch; Banco de Japón; Bloomberg Financial Markets; Banco Central Europeo; Reserva Federal; Haver Analytics; Thomson Datastream; y cálculos del personal técnico del FMI.

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

<sup>2</sup>Variación porcentual anualizada del promedio trimestral móvil con respecto al promedio trimestral móvil anterior.

<sup>3</sup>CDS = swaps de riesgo de incumplimiento del deudor (*credit default swap*).

<sup>4</sup>Los datos históricos son mensuales y las proyecciones (líneas punteadas) son trimestrales.

### Los precios de las materias primas están repuntando

Los precios de las materias primas han retomado niveles elevados con rapidez, debido a factores tanto estructurales como cíclicos y especiales, y las presiones continúan siendo fuertes en los mercados. El principal cambio estructural es el veloz crecimiento en las economías emergentes y en desarrollo, que ha incrementado y transformado el consumo de materias primas. Al mismo tiempo, la oferta ha tardado en responder y la producción se ha topado con costos marginales extremadamente más altos. El factor cíclico principal fue un crecimiento inesperadamente vigoroso de la demanda de materias primas durante el segundo semestre de 2010, que empujó los precios del petróleo de 2011 a alrededor de \$90 el barril a comienzos de enero de 2011, frente a los \$83 el barril previstos en abril de 2010. Entre los factores especiales cabe mencionar una producción inesperadamente baja de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) cuando los precios superaron \$70-\$80, una banda considerada "justa" en declaraciones previas, lo cual avivó la inquietud del mercado en torno a la oferta. Otro factor especial han sido los disturbios en Oriente Medio y Norte de África desde enero de 2011. En el caso de los alimentos, el principal factor especial fueron los shocks de la oferta causados por las condiciones meteorológicas.

Una demanda mundial de materias primas superior a la prevista ha reducido las existencias y provocado un aumento fuerte, sostenido y generalizado de los precios (apéndice 1.2). El índice general de precios de las materias primas del FMI subió 32% entre mediados de 2010 y febrero de 2011, recuperando alrededor de tres cuartas partes de la disminución de 55% ocurrida tras el máximo cíclico de julio de 2008 a comienzos de 2009. Los precios de los alimentos están cerca de los máximos de 2008. Afortunadamente, las buenas cosechas de África subsahariana han brindado cierta protección a cierta parte de la población pobre del mundo. Sin embargo, los disturbios sociales de Oriente Medio y Norte de África podrían generar nuevas presiones en alza sobre los precios de los alimentos si los gobiernos de los grandes importadores de cereales dentro y fuera de esa zona incrementan los volúmenes de compra para garantizar una oferta suficiente en estos



mercados, en que los precios internos de los alimentos están subsidiados.

Se prevé que la oferta de materias primas responderá al avance de los precios en 2011. Existe capacidad ociosa en el sector energético, lo cual podría compensar las pérdidas de producción atribuibles a la guerra civil libia, y la normalización prevista de las condiciones meteorológicas debería estimular la producción agrícola. Al mismo tiempo, el crecimiento de la demanda debería moderarse ligeramente, siguiendo los patrones cíclicos usuales. Todos estos hechos se traducirían en un crecimiento más equilibrado tanto de la oferta como de la demanda. Sin embargo, las perspectivas de los mercados petroleros siguen siendo más bien inciertas, ya que los riesgos geopolíticos para la oferta pueden crear impresiones cambiantes.

- La oferta de petróleo crudo está respondiendo lentamente al repunte actual de la demanda, y esto es en gran medida reflejo de la orientación que ha imprimido a sus políticas la OPEP. Las limitaciones de la capacidad fuera de la OPEP y el trastorno de la producción libia significan que la presión sobre la producción de crudo de otros proveedores de la OPEP aumentará en 2011<sup>1</sup>. Los actuales niveles de capacidad excedentaria de la OPEP, estimados en alrededor de 4½% de la demanda mundial, son suficientes para compensar la pérdida de la oferta libia y atender el aumento esperado de la demanda. Si la oferta responde debidamente, debería poner freno a nuevas presiones al alza sobre los precios. Las actuales proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* están basadas en los precios de los mercados de futuros durante marzo de 2011, cuando los precios del petróleo se estabilizaron en torno a \$108 el barril; es decir, alrededor de 35% más que en 2010 y 20% más que los niveles contemplados para 2011 en la actualización de enero de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*.

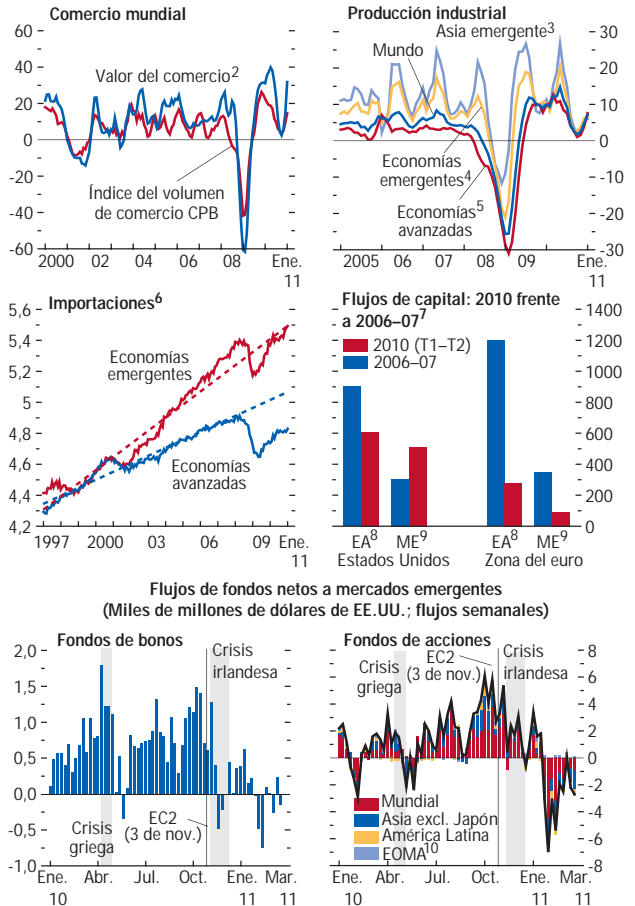
- La producción mundial de alimentos debería recuperarse rápidamente de los recientes shocks de la oferta; el aumento de la superficie cultivable mundial y la normalización de las condiciones

<sup>1</sup>La presión sobre la producción de crudo de la OPEP es la diferencia entre la demanda y la oferta mundial de fuentes ajenas a la producción de petróleo crudo, incluida la producción de líquidos de gas natural (LGN) por parte de la OPEP.

### Gráfico 1.5. Indicadores corrientes y anticipados del comercio internacional<sup>1</sup>

(Variación porcentual anualizada del promedio trimestral móvil con respecto al promedio trimestral móvil anterior, salvo indicación en contrario)

El comercio mundial y la producción industrial se desaceleraron durante el segundo semestre de 2010, un hecho que refleja el ciclo de existencias mundial. Las importaciones de las economías emergentes y en desarrollo han retomado las tendencias previas a la crisis, pero continúan rezagadas en las economías avanzadas. Los flujos de capital de las economías avanzadas hacia las economías emergentes han repuntado. Sin embargo, según algunos indicadores, disminuyeron durante el otoño de 2010. Los flujos entre las economías avanzadas continúan deprimidos.



Fuentes: Bureau of Economic Analysis; Tesoro estadounidense; EPFR Global; Banco Central Europeo; Haver Analytics; Oficina de Análisis de Política Económica de los Países Bajos, para el índice del volumen de comercio CPB; y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>No todas las economías están incluidas en los agregados regionales. Para algunas economías, los datos mensuales se interpolan a partir de series trimestrales.

<sup>2</sup>En DEG.

<sup>3</sup>China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia.

<sup>4</sup>Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudafrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela.

<sup>5</sup>Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, la República Checa, Singapur, Suecia, Suiza y la zona del euro.

<sup>6</sup>Valor efectivo (línea sólida) frente a tendencia lineal logarítmica de 1997-2006 (línea punteada).

<sup>7</sup>Miles de millones de dólares de EE.UU. para Estados Unidos y de euros para la zona del euro, anualizados.

<sup>8</sup>EA = economías avanzadas.

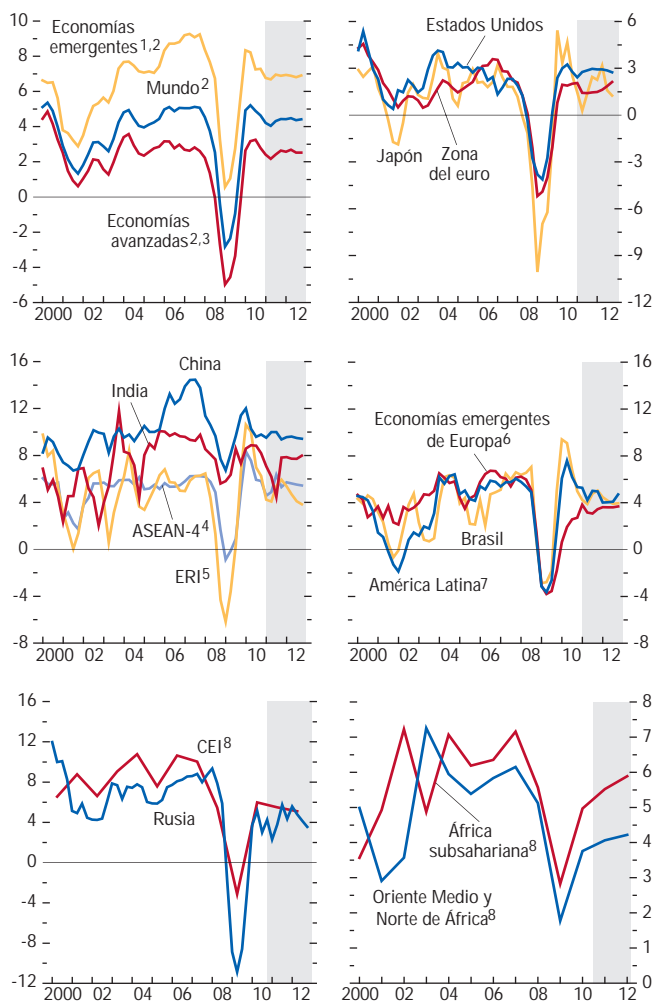
<sup>9</sup>ME = economías de mercados emergentes.

<sup>10</sup>EOMA = Europa, Oriente Medio y África.

### Gráfico 1.6. Perspectivas mundiales

(PIB real; variación porcentual trimestral respecto de un año antes, salvo indicación en contrario)

Según las proyecciones, el crecimiento mundial volverá a acelerarse. Sin embargo, la recuperación seguirá transcurriendo a dos velocidades, con un crecimiento vigoroso en las economías emergentes y en desarrollo, pero no en las avanzadas. La actividad se modificaría ligeramente en las economías emergentes de Asia y América Latina, después de fuertes repuntes, a medida que comiencen a sentirse las limitaciones de la capacidad.



Fuentes: Haver Analytics y base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

<sup>1</sup>China, India, Rusia, Sudáfrica, Turquía y las economías enumeradas en las notas de pie de las páginas 4, 6 y 7.

<sup>2</sup>Incluye solamente las economías que declaran datos trimestrales.

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

<sup>4</sup>Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

<sup>5</sup>Las economías recientemente industrializadas (ERI) de Asia comprenden Corea, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur.

<sup>6</sup>Bulgaria, Hungría, Letonia, Lituania y Polonia.

<sup>7</sup>Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

<sup>8</sup>Variación porcentual anual respecto de un año antes. Los datos agregados de Oriente Medio y Norte de África excluyen a Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política.

meteorológicas apuntan a perspectivas favorables para las cosechas de 2011. Como llevará tiempo reponer los bajos niveles de las existencias, los precios probablemente seguirán siendo más volátiles que de costumbre. Los gobiernos deberán cerciorarse de que los pobres tengan suficiente acceso a los alimentos mientras los precios se mantienen elevados.

En cuanto a las perspectivas a mediano plazo para las materias primas más importantes, las inquietudes en torno a la escasez de recursos (capítulo 3) son palpables y generalizadas. Una disminución paulatina y significativa del crecimiento tendencial de la oferta de petróleo es efectivamente posible, pero podría producir apenas un efecto a la baja limitado sobre el crecimiento mundial anual, de menos de  $\frac{1}{4}\%$  a mediano plazo. Este efecto relativamente pequeño refleja el modesto porcentaje que le corresponde al petróleo en el consumo y la producción económica global, así como el margen que existe para que la producción y el consumo se adapten al alza de los precios a largo plazo. Sin embargo, debido a que las elasticidades de la oferta y la demanda a corto plazo son bajas (y están disminuyendo), esa tendencia también podría provocar variaciones abruptas de los precios que podrían tener efectos a corto plazo muy perjudiciales para la actividad económica.

### Las perspectivas apuntan a una consolidación de la recuperación

En vista de las mejoras ocurridas en los mercados financieros, el vigor de la actividad de muchas economías emergentes y en desarrollo, y el afianzamiento de la confianza en las economías avanzadas, las perspectivas económicas para 2011–12 son favorables, a pesar de la nueva volatilidad provocada por el temor a trastornos en la oferta de petróleo. Al igual que en la actualización de enero de *Perspectivas de la economía mundial*, la actividad se recuperaría tras la caída reciente y el crecimiento mundial rondaría  $4\frac{1}{2}\%$  en 2011–12 (cuadro 1.1; gráfico 1.6, panel superior). Se prevé que el PIB real aumente alrededor de  $2\frac{1}{2}\%$  en las economías avanzadas y  $6\frac{1}{2}\%$  en las economías emergentes y en desarrollo. Esto implica una desaceleración ligera en comparación con las tasas de crecimiento alcanzadas en 2010.

Los indicadores anticipados ya muestran indicios de un repunte del crecimiento tras la desaceleración impulsada por las existencias. Después de mantenerse estancada durante gran parte del otoño, la producción industrial ha comenzado a cobrar velocidad nuevamente; este hecho está reflejado en los niveles más expansivos que se observan en los índices PMI (Manufacturing Purchasing Managers Index) (gráfico 1.7, panel superior). Los índices correspondientes al sector de los servicios llevan a pensar que la recuperación se está ampliando hasta llegar a esta extensa parte de la economía mundial. Las ventas minoristas son vigorosas en las economías de mercados emergentes y se han reavivado en las economías avanzadas, lideradas por Estados Unidos (gráfico 1.7, panel central). A la vez, se prevé que el impacto de las alzas recientes de los precios del petróleo será relativamente limitado<sup>2</sup>. Una interpretación mucho más amplia de los indicadores coincidentes, resumida en el diagrama de evolución del crecimiento del FMI, confirma que se ha recobrado el impulso (gráfico 1.8, panel superior).

Varias fuerzas están interactuando para impulsar la recuperación:

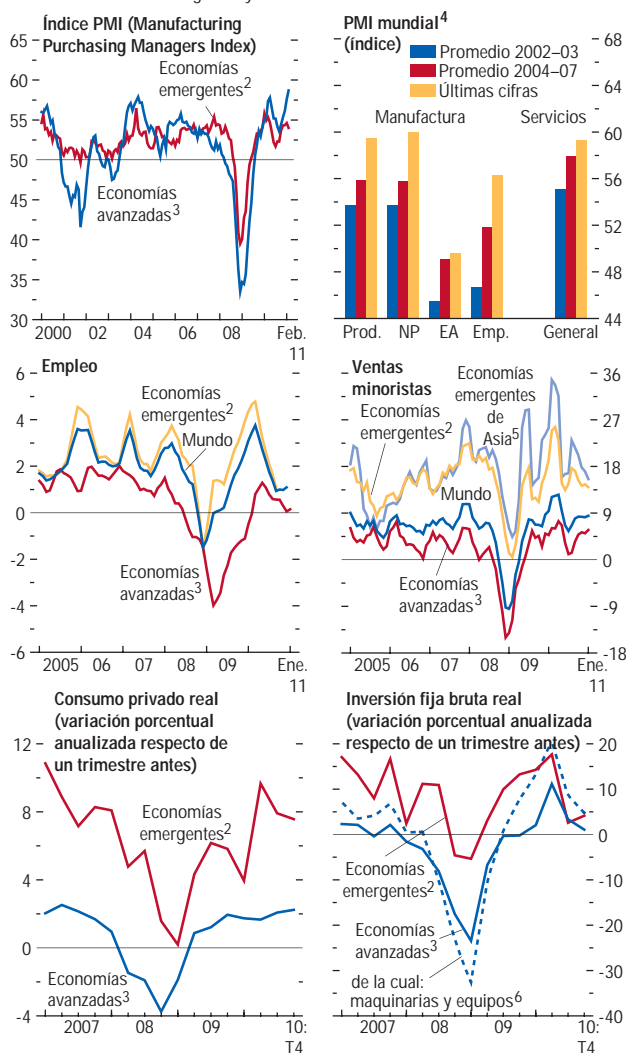
- En las economías avanzadas, la inversión se está recuperando con el repunte de la producción industrial porque la masa de capital ha disminuido y el exceso de capacidad es pequeño (gráficos 1.7 y 1.8, paneles inferiores). El repunte de la producción se está beneficiando de tasas de interés bajas, condiciones de financiamiento cada vez más propicias y, en términos generales, balances empresariales sanos y buenos niveles de rentabilidad. Al mismo tiempo, el consumo se

<sup>2</sup>La proporción del factor petróleo implicaría pérdidas del producto de poco más de ½ punto porcentual, suponiendo que el alza de los precios de febrero y marzo es permanente. Sin embargo, existen factores mitigantes importantes que suavizarían notablemente el efecto en el crecimiento mundial. Los subsidios a los combustibles en muchas economías emergentes y en desarrollo protegen a los usuarios finales de los aumentos de los precios mundiales del petróleo, al menos temporalmente. La mejora de los términos de intercambio de los exportadores de petróleo conducirán a un aumento de las importaciones procedentes de los importadores de petróleo, y también a un aumento del gasto público en programas sociales en algunas economías de Oriente Medio. Por último, en vista de que los trastornos de la oferta supuestamente perderán algo de intensidad a lo largo del año, los usuarios finales podrían hacer frente al alza del gasto en petróleo en parte recurriendo a sus ahorros.

### Gráfico 1.7. Indicadores corrientes y anticipados del crecimiento<sup>1</sup>

(Variación porcentual anualizada del promedio trimestral móvil con respecto al promedio trimestral móvil anterior, salvo indicación en contrario)

Los indicadores anticipados siguen apuntando a la expansión y a un crecimiento más elevado en el primer semestre de 2011. El consumo se ha fortalecido poco a poco en las economías avanzadas. Aunque la inversión recientemente ha sido menos dinámica en estas economías, debería repuntar nuevamente a medida que vuelva a acelerarse la producción. Los indicadores apuntan a una actividad vigorosa ininterrumpida en muchas economías emergentes y en desarrollo.



Fuentes: Haver Analytics; NTC Economics; y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>No todas las economías están incluidas en los agregados regionales. Para algunas economías, los datos mensuales se interpolan a partir de series trimestrales.

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

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

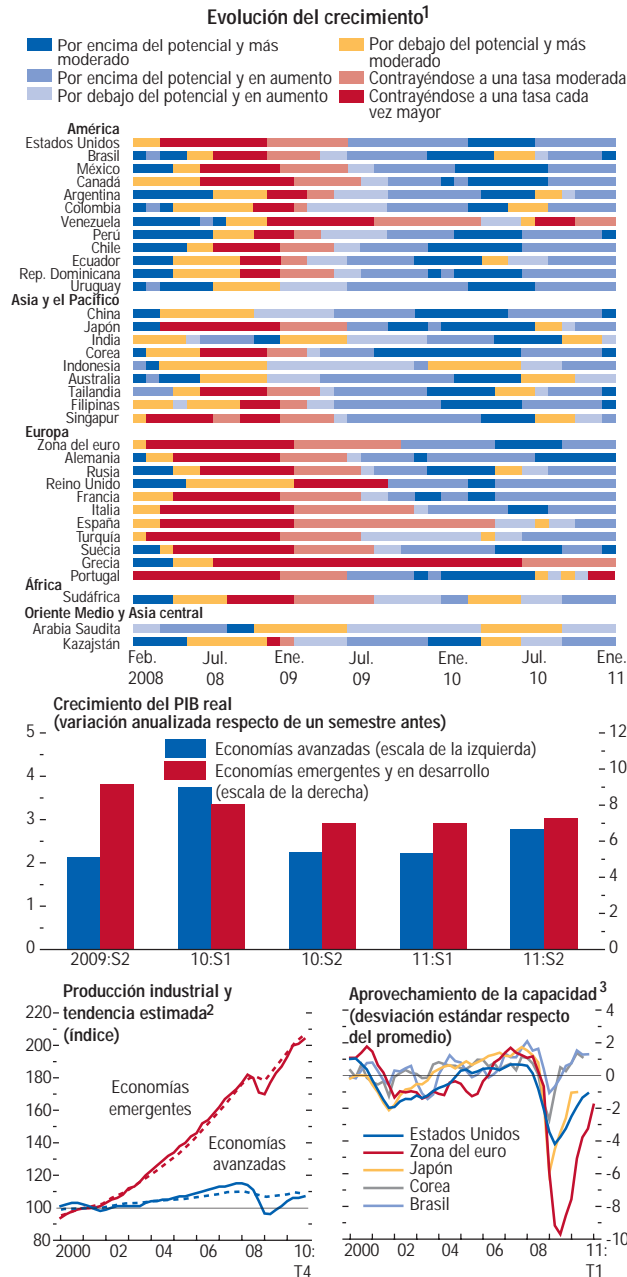
<sup>4</sup>NP: nuevos pedidos; EA: existencias adquiridas; Emp.: empleo.

<sup>5</sup>China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia.

<sup>6</sup>Promedios ponderados basados en la paridad del poder adquisitivo de los metales y maquinaria correspondientes a la zona del euro; plantas y equipo a Japón; plantas y maquinaria al Reino Unido, y equipo y programas informáticos a Estados Unidos.

### Gráfico 1.8. Perspectivas de la actividad a corto plazo

La interpretación de un considerable número de indicadores de numerosos países lleva a pensar que la actividad está volviendo a acelerarse en muchos casos. En las economías avanzadas, la producción industrial se mantiene más bien baja, teniendo en cuenta el estado de la demanda reflejado por el PIB. Esto se debe a que el consumo de bienes duraderos ha sido postergado, y lo mismo ocurre con la inversión. A lo largo del año próximo, esa situación probablemente se revertirá en cierta medida.



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

<sup>1</sup>La evolución del crecimiento se describe en Matheson (2011). Dentro de cada región los países se clasifican por el tamaño de su economía.

<sup>2</sup>La tendencia (líneas punteadas) se estima mediante una relación cointegradora de la producción industrial con el PIB de la economía avanzada o emergente, respectivamente.

<sup>3</sup>Los datos están estandarizados en base a promedios y desviaciones estándar tomadas de los 10 años anteriores a la crisis.

ve estimulado por la disminución del número de despidos, la recuperación paulatina del empleo y compras de bienes duraderos que habían sido postergadas<sup>3</sup>. No se prevé que las tasas de ahorro de los hogares aumenten mucho durante el próximo par de años (gráfico 1.9, panel central). Por ende, se espera que el desapalancamiento continúe al ritmo actual, excepto en algunas economías de la zona del euro que aún están luchando con la crisis (gráfico 1.9, panel inferior).

- En gran parte de América Latina y Asia y en las economías de bajo ingreso de África subsahariana, la recuperación ha empujado al producto a los máximos registrados antes de la crisis, y muchas economías ya se encuentran en fase de expansión (gráfico 1.6, paneles central e inferior). En estas economías, la actividad está impulsada por políticas macroeconómicas acomodaticias, el aumento de las exportaciones y de los precios de las materias primas y, en varios casos, la afluencia de capitales. Las proyecciones también contemplan un crecimiento elevado constante en África subsahariana, gracias a la fortaleza sostenida de la demanda interna y a la expansión de la demanda internacional de materias primas (gráfico 1.6, panel inferior). Las perspectivas económicas de Oriente Medio son más bien diversas y siguen siendo más bien inciertas en el momento de cerrar la edición de este informe. En Europa oriental y las economías de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) duramente golpeadas por la crisis, la actividad también se está reavivando.

De acuerdo con las proyecciones, la presión inflacionaria se extenderá, principalmente en las economías emergentes y en desarrollo. A nivel mundial, el nivel general de inflación subió a 4% en febrero; en las economías avanzadas, superó el 2%, y en las economías emergentes y en desarrollo superó el 6% (gráfico 1.10, panel superior). Esto refleja principalmente el comportamiento de los precios de los alimentos y de la energía, y el hecho de que estos componentes tienen una ponderación mayor en el índice de precios al consumidor (IPC) de los países de ingreso más bajo. Por ende, la inflación

<sup>3</sup>La postergación de esas compras condujo en 2009 a una caída inusualmente fuerte de la producción industrial con relación al PIB (gráfico 1.8, panel inferior).



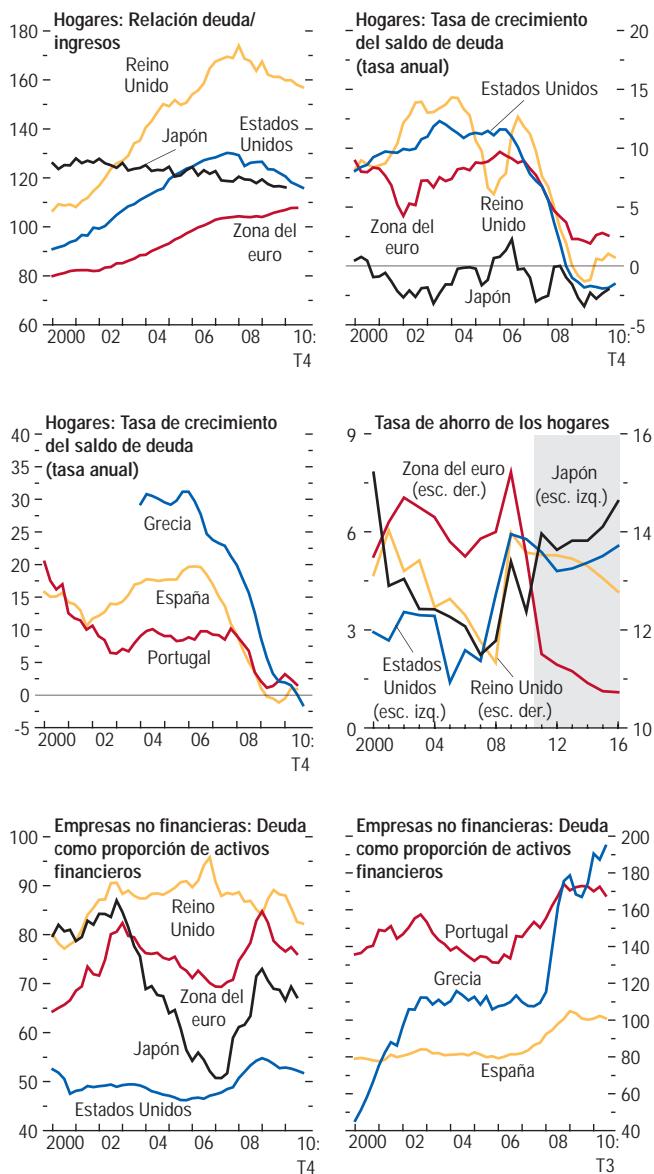
subyacente está muy por debajo del nivel general de inflación, aunque ha aumentado rápidamente en las economías emergentes y en desarrollo, de 2¼% en marzo de 2010 a 3¾% en febrero de 2011. Según las proyecciones, la inflación subyacente continuará aumentando a medida que disminuya lentamente el exceso de capacidad. El nivel general de inflación se moderará si los precios de las materias primas se estabilizan en términos generales, como está previsto.

- En las economías avanzadas, el nivel general de inflación se ubicaría nuevamente por debajo de 2% en 2011, asentándose en torno a 1½% en el curso de 2012, a medida que se moderen las alzas de los precios de la energía y de los alimentos y que los sueldos se aceleren apenas gradualmente en un contexto de debilidad de los mercados laborales (véase el cuadro 1.1).
- En las economías emergentes y en desarrollo, la presión inflacionaria se está extendiendo (gráfico 1.10, paneles superior e inferior). Si los precios de los alimentos y de la energía se mantienen globalmente estables, las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* sitúan el nivel general de inflación cerca de 7% en 2011 y contemplan una caída por debajo de 5% en 2012 (véase el cuadro 1.1).

La proyección supone que las políticas macroeconómicas en general continuarán brindando apoyo a la actividad. En las grandes economías avanzadas, los mercados financieros prevén solo un endurecimiento limitado de las políticas monetarias durante el próximo año (gráfico 1.11, panel superior). Se proyecta un endurecimiento modesto de la política fiscal en 2011, tras cierta distensión en 2010 (gráfico 1.12, panel central). Los mercados también estiman que las economías de mercados emergentes y en desarrollo no suprimirán demasiado la orientación acomodaticia de la política monetaria (gráfico 1.11, panel inferior). Las inquietudes sobre un posible traspies de la recuperación mundial a causa de la adopción de políticas fiscales más estrictas en las economías avanzadas parecen menos justificadas. Primero, la supresión del estímulo fiscal proyectada para 2011 parece ser ahora limitada, y alcanzaría apenas ¼% del PIB. Segundo, la demanda privada parece estar sustituyendo a la demanda pública como motor del crecimiento incluso en las economías avanzadas, como lo demuestra por ejemplo la recuperación

**Gráfico 1.9. Balances y tasas de ahorro**  
(Porcentaje)

En muchas economías avanzadas se encuentra en marcha un proceso de desapalancamiento, principalmente en el sector de los hogares. Sin embargo, no se prevé que las tasas de ahorro suban mucho en los dos próximos años, lo cual sugiere un aumento paulatino del consumo a medida que repunte el empleo. Las condiciones siguen siendo vulnerables en los países periféricos de la zona del euro.

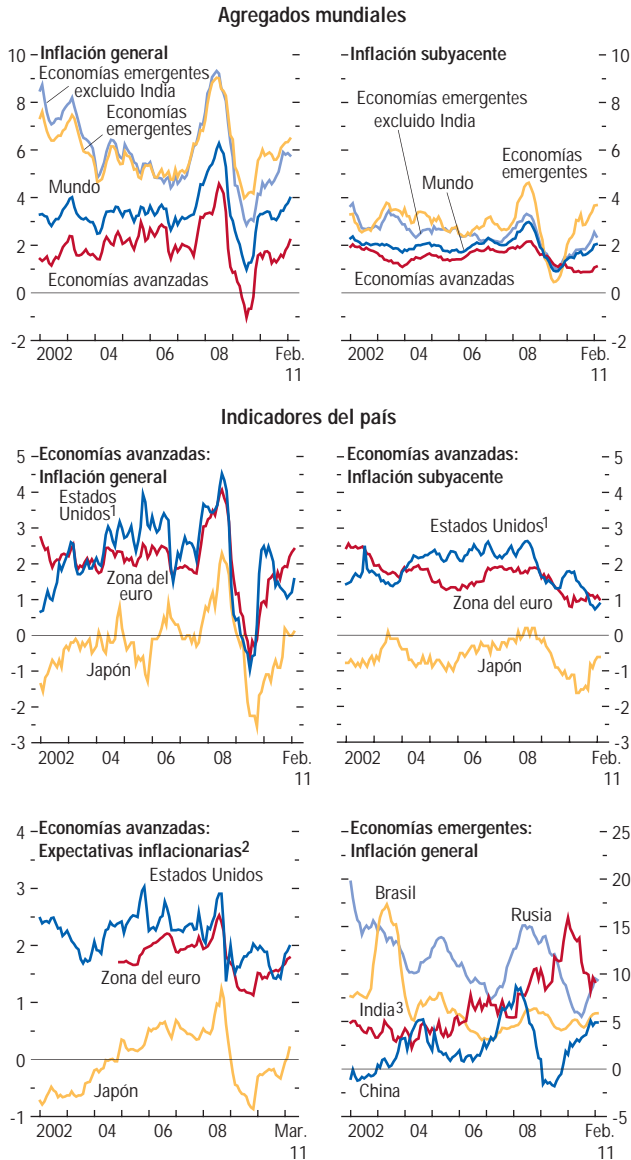


Fuentes: Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI.

### Gráfico 1.10. Inflación mundial

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

La inflación está en aumento en todos lados. Sin embargo, la inflación subyacente y los salarios se mantienen en niveles moderados en las economías avanzadas, frenados por un desempleo elevado. En muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo, las presiones inflacionarias se están extendiendo, en un contexto de políticas macroeconómicas acomodaticias y limitaciones de capacidad cada vez más restrictivas.



Fuentes: Consensus Economics; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Deflactor del gasto de consumo personal.

<sup>2</sup> *Consensus Forecasts* a un año. Los valores de diciembre corresponden al promedio de los valores registrados entre noviembre y enero.

<sup>3</sup> Índice de precios al consumidor para trabajadores industriales.

ininterrumpida de la zona del euro, a pesar de una orientación fiscal mayormente neutral durante 2010.

### Los riesgos son más pequeños, pero siguen inclinándose a la baja

La incertidumbre en torno a las perspectivas para 2011 ha disminuido desde la edición de octubre de 2010 de este informe. Sin embargo, los riesgos a la baja han recrudescido desde la actualización de enero de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, más que nada como consecuencia de la incertidumbre geopolítica.

La disminución de la incertidumbre desde 2010 la confirma la distribución de las proyecciones de la curva de rendimiento y la inflación efectuadas por los analistas, así como los datos sobre los precios de las opciones del índice Standard & Poor's (S&P) 500 y sobre el petróleo, que aparecen resumidos en el gráfico de abanico del FMI (gráfico 1.13, panel superior). Concretamente, la dispersión de los pronósticos de los analistas referentes al crecimiento del PIB real es sustancialmente más pequeña que en 2010 y ahora está cerca de la línea de referencia histórica (gráfico 1.13, panel inferior). El gráfico de abanico sugiere que, desde el punto de vista de los mercados, siguen existiendo más posibilidades de una sorpresa al alza que de una sorpresa a la baja para el crecimiento a raíz de los precios de las acciones (gráfico 1.13, panel central)<sup>4</sup>. Es interesante comprobar que, si bien los expertos proyectan en general un nivel de inflación notablemente más alto, ahora opinan que hay más margen para que la inflación sorprenda a la baja y no al alza, lo cual tiene implicaciones contrarias para las sorpresas en torno al crecimiento del PIB real. Sin embargo, este resultado está basado fundamentalmente en proyecciones para Estados Unidos, Japón y China.

El principal riesgo a la baja para el crecimiento está relacionado con la posibilidad de que los precios del petróleo sorprendan nuevamente con alzas debido a trastornos de la oferta. Para evaluar estos riesgos con más detalle, el personal técnico del FMI formuló un escenario a la baja en el cual trastornos provisionales e inesperadamente profundos de la oferta empujan

<sup>4</sup> Elekdag y Kannan (2009) contiene detalles sobre la elaboración del gráfico de abanico.

los precios del petróleo a un promedio de \$150 el barril para 2011, tras lo cual descienden al nivel previsto para 2012. En las economías avanzadas, el nivel del PIB real de 2012 sería  $\frac{3}{4}$  de punto porcentual menor que en las proyecciones actuales de *Perspectivas de la economía mundial*; en las economías emergentes y en desarrollo, los efectos variarían ampliamente, desde una pérdida del producto de casi  $\frac{3}{4}\%$  en Asia y África subsahariana a  $\frac{1}{2}\%$  en América Latina, a ganancias del producto en Oriente Medio y Norte de África y en la Comunidad de Estados Independientes. Las pérdidas del producto mundial serían mucho más graves si el shock de la oferta petrolera fuera permanente.

Según la edición de abril de 2011 de *GFSR*, los riesgos financieros se han atenuado desde octubre de 2010. El fortalecimiento del desempeño macroeconómico y las perspectivas prometedoras de los activos de los mercados emergentes están apuntalando la estabilidad financiera general. Las condiciones macroeconómicas acomodaticias están contribuyendo a disipar los riesgos para los balances y alimentando el apetito de riesgo. Sin embargo, detrás de esta evolución favorable de los mercados aún acechan vulnerabilidades fiscales y financieras significativas, sobre todo en la zona del euro. A nivel más general, los riesgos a la baja los generan el elevado nivel de apalancamiento y las limitadas mejoras de la calidad del crédito en las economías avanzadas, así como la intensificación paulatina de los riesgos crediticios en algunas grandes economías de mercados emergentes.

Los riesgos a la baja más graves para la estabilidad económica y financiera mundial son los siguientes:

- *Debilidad de los balances soberanos en las economías avanzadas:* Los riesgos están vinculados a las grandes necesidades de financiamiento de los entes soberanos y a la posibilidad de fuerte volatilidad de las primas de riesgo y las tasas de interés. En este momento, se centran en las economías vulnerables de la zona del euro (como se explica más adelante). Sin embargo, también genera riesgos la política fiscal de Estados Unidos, en vista de las grandes necesidades de financiamiento y la fuerte dependencia de fuentes externas<sup>5</sup>. Como se ha señalado

<sup>5</sup> Véase el recuadro 1.4 de la edición de octubre de 2010 de este informe.

**Gráfico 1.11. Medidas de política monetaria y liquidez en algunas economías avanzadas y de mercados emergentes**  
(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

Las tasas de interés reales a corto plazo son adecuadamente bajas en muchas economías avanzadas y no se prevé que aumenten mucho durante el próximo año. Sin embargo, las tasas de interés parecen ser bajas también en muchas economías de mercados emergentes. En general, no se espera ningún aumento significativo de las tasas de política monetaria durante el próximo año.



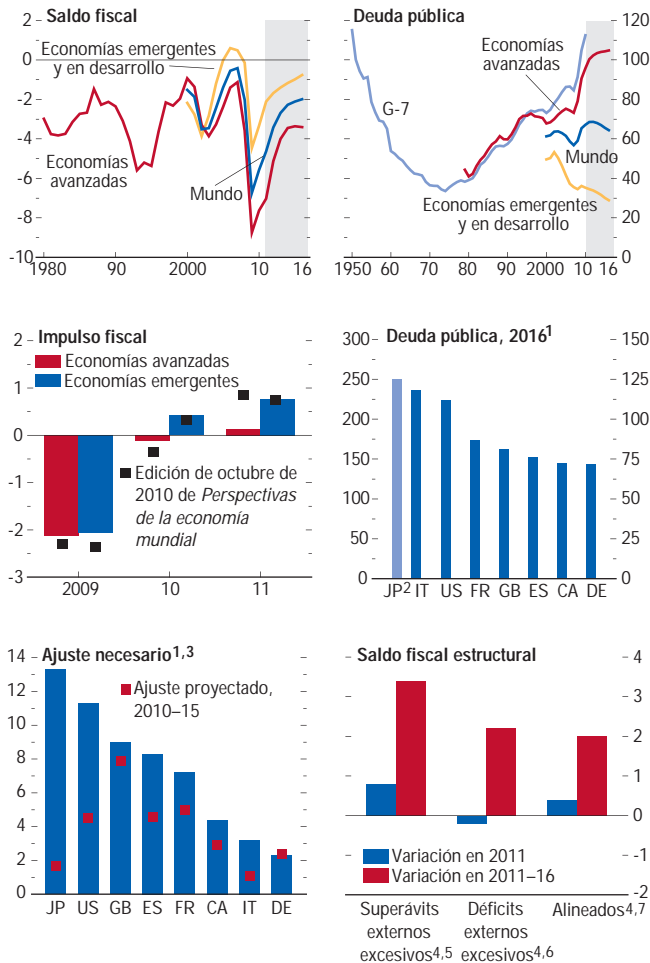
Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Consensus Economics; Eurostat; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Letras del tesoro a tres meses.  
<sup>2</sup> En relación con la inflación subyacente.  
<sup>3</sup> Las expectativas se basan en la tasa de fondos federales (Estados Unidos), la tasa promedio interbancaria a un día en libra esterlina (Reino Unido) y las tasas a término ofrecidas en el mercado interbancario en euros (Europa); datos actualizados al 4 de abril de 2011.  
<sup>4</sup> Las líneas punteadas corresponden a la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*.  
<sup>5</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.  
<sup>6</sup> Bulgaria, Hungría, Letonia, Lituania y Polonia.  
<sup>7</sup> BR: Brasil; CL: Chile; CN: China; CO: Colombia; ID: Indonesia; IN: India; KR: Corea; MX: México; MY: Malasia; PE: Perú; PH: Filipinas; PL: Polonia; TH: Tailandia; TR: Turquía; TW: provincia china de Taiwan; ZA: Sudafrica.  
<sup>8</sup> Datos de febrero de 2011. Tasa interbancaria a un día en Turquía.

### Gráfico 1.12. Saldos fiscales del gobierno general y deuda pública

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

Los déficits fiscales y la deuda pública son muy elevados en muchas economías avanzadas. Aunque se redujo mucho el estímulo infundido en 2010, el crecimiento del PIB real repuntó, lo cual sugiere que la demanda privada está reemplazando a la pública. Para 2011 se prevé una consolidación fiscal modesta en las economías avanzadas. En consecuencia, el ajuste necesario para lograr niveles prudentes de deuda para 2030 sigue siendo muy grande. El ajuste fiscal será mayor en las economías con grandes superávits externos que en las economías con déficits profundos, lo cual concuerda con un recrudescimiento de los desequilibrios mundiales.



Fuentes: FMI, *Fiscal Monitor*; y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>CA: Canadá, DE: Alemania, ES: España, FR: Francia, GB: Reino Unido, IT: Italia, JP: Japón, US: Estados Unidos.

<sup>2</sup>Escala izquierda para Japón.

<sup>3</sup>Ajuste del saldo primario ciclicamente ajustado necesario para reducir el coeficiente de deuda a 60% en 2030. Para Japón, el escenario supone una reducción de la deuda neta a 80% del PIB, lo cual corresponde a una meta de deuda bruta de alrededor de 200% del PIB.

<sup>4</sup>En base al Grupo Consultivo sobre Tipos de Cambio (CGER) del personal técnico del FMI. Las economías del CGER incluyen Argentina, Australia, Brasil, Canadá Chile, China, Colombia, Corea, Estados Unidos, Hungría, India, Indonesia, Israel, Japón Malasia, México, Pakistán, Polonia, el Reino Unido, la República Checa, Rusia, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Turquía y la zona del euro. Véase un análisis detallado de la metodología para calcular la subvaloración y la sobrevaloración de los tipos de cambio en Lee *et al.* (2008).

<sup>5</sup>Estas economías representan 18,5% del PIB mundial.

<sup>6</sup>Estas economías representan 27,4% del PIB mundial.

<sup>7</sup>Estas economías representan 39,2% del PIB mundial.

en otras ediciones de *Perspectivas de la economía mundial*, existe escaso riesgo de un aumento pronunciado y generalizado de las tasas de los bonos públicos a corto plazo, pero sí existe la posibilidad de variaciones repentinas, sobre todo de las primas de riesgo, que podrían poner en peligro la estabilidad financiera mundial<sup>6</sup>.

- **Desequilibrios en los mercados inmobiliarios:** Los mercados inmobiliarios de varias economías avanzadas están desfallecientes. Los riesgos a la baja planteados por las existencias ocultas de hogares en peligro de ejecución hipotecaria en Estados Unidos aún son significativos, factor que analiza con más profundidad la edición de abril de 2011 de *GFSR*. Mientras tanto, están surgiendo nuevos riesgos en torno al auge inmobiliario en economías de mercados emergentes.
- **Sobrecalentamiento de las economías de mercados emergentes:** El crecimiento de estas economías podría sorprender por su vigor a corto plazo gracias a políticas macroeconómicas relativamente expansivas (como se explica más adelante), pero los riesgos a mediano plazo son a la baja. Esos riesgos se analizan en el recuadro 1.2, que presenta un escenario alternativo a las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* basado en condiciones cíclicas más restrictivas en las economías de mercados emergentes que las que suponen las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*. En este escenario, el aumento de las

<sup>6</sup>Esto se debe a que, conforme a las proyecciones, la recuperación de las economías avanzadas será moderada y el ahorro de las economías de mercados emergentes con superávits aumentará en relación con la inversión, y también a que existen pocas alternativas en las economías de mercados emergentes que realmente puedan tomar el lugar del gran volumen de instrumentos de deuda emitidos por las economías avanzadas (véase el capítulo 1 de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*). Dobbs y Spence (2011) sostienen que la economía mundial pronto tendrá que hacer frente a una escasez de capital, y no a una abundancia, a medida que la rápida urbanización de las economías emergentes y en desarrollo promueva la demanda de infraestructura al mismo tiempo que el reequilibramiento de la demanda de China y la evolución demográfica de las economías avanzadas reducen la oferta de ahorros. Sin embargo, el aumento eventual de las tasas de interés reales depende de muchos factores que son difíciles de predecir; entre ellos, las perspectivas de inversión en sociedades que están envejeciendo, las edades de jubilación, la relación entre el envejecimiento y la salud, la evolución financiera de las economías emergentes y en desarrollo, la migración internacional, los cambios tecnológicos y las políticas coyunturales.



tasas de interés, el debilitamiento del crecimiento del ingreso futuro y el impacto del ajuste fiscal corrigen los excesos acumulados durante la fase de auge, pero provocan un colapso económico mundial que incluye una fuerte caída de los precios de las materias primas. Los desequilibrios mundiales entre las economías avanzadas y las economías emergentes de Asia volverían a agudizarse en este escenario, en tanto que los desequilibrios entre los exportadores de materias primas disminuirían.

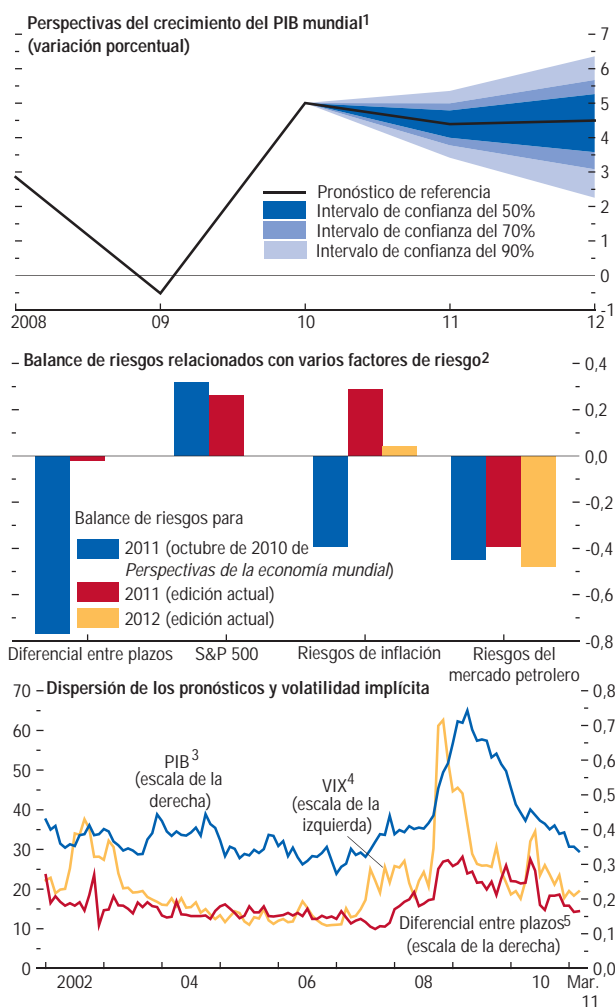
El riesgo a la baja más concreto aún está vinculado con la tensión en la periferia de la zona del euro, que podría propagarse al núcleo de las economías europeas. A pesar de una claridad creciente, los mercados siguen dudando de la suficiencia del financiamiento disponible a través de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera, y del funcionamiento del Mecanismo de Estabilidad Europea permanente. La erosión de la base de inversionistas tradicionales de bonos públicos en los entes soberanos más vulnerables de la zona del euro continuó cuando se anunciaron nuevas reglas que impondrían quitas a los tenedores de bonos; paralelamente, los mercados ponen en tela de juicio la sostenibilidad de los niveles de deuda pública en algunas economías. Los riesgos se ven exacerbados por la continua debilidad de las instituciones financieras en gran parte de Europa, la falta de transparencia en torno a sus exposiciones y la debilidad de los balances soberanos. Aunque la periferia origina apenas una pequeña parte del producto y del comercio global de la zona del euro, los sustanciales vínculos financieros con los países del núcleo de la zona, así como los efectos de contagio financiero manifestados a través del aumento de la aversión al riesgo y de la caída de los precios de las acciones podrían generar una desaceleración significativa de la demanda. De acuerdo con un escenario pesimista creado para la actualización de enero de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial* de enero de 2011, si estos riesgos se materializan podrían reducir el producto de la zona del euro en 3 puntos porcentuales y el producto mundial en 1 punto porcentual en relación con la proyección de referencia.

Al mismo tiempo, existen algunos riesgos al alza:

- *Consumo en las economías avanzadas:* La demanda de bienes de consumo duraderos podría continuar

Gráfico 1.13. Riesgos para las perspectivas mundiales

Los riesgos para el crecimiento mundial han retrocedido, como lo pone en evidencia la disminución de la dispersión de los pronósticos de los analistas. Sin embargo, se mantienen principalmente a la baja. Para 2012, esto refleja más que nada inquietudes en torno a los elevados precios del petróleo.



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

<sup>1</sup>El gráfico de abanico muestra la incertidumbre en torno a las proyecciones centrales de *Perspectivas de la economía mundial* con intervalos de probabilidad del 50%, 70% y 90%. Como se indica, el intervalo de confianza del 70% incluye el intervalo del 50%, y el intervalo de confianza del 90% incluye los intervalos del 50% y el 70%. Véase más información en el apéndice 1.2 de la edición de abril de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*.

<sup>2</sup>El gráfico de barras muestra el coeficiente de sesgo expresado en unidades de las variables subyacentes. Los valores correspondientes a los riesgos de inflación y los riesgos del mercado petrolero se registran con el signo opuesto, dado que representan los riesgos a la baja para el crecimiento. No se conoce el balance de riesgos para 2012 correspondiente al índice S&P 500 y al diferencial entre plazos.

<sup>3</sup>La serie mide la dispersión de los pronósticos del PIB real relativos a las economías del G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido), Brasil, China, India y México.

<sup>4</sup>VIX: Índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago.

<sup>5</sup>La serie mide la dispersión de los diferenciales entre plazos implícitos en los pronósticos de las tasas de interés relativos a Alemania, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido.

recuperándose más rápido de lo esperado en las economías avanzadas, a medida que se establecen las tasas de ahorro de los hogares y que se disipen los temores en torno a la pérdida de empleos. Esto sería bueno y malo a la vez: la actividad se fortalecería, pero en los casos en que los balances de los hogares aún son débiles, las vulnerabilidades persistirían y los desequilibrios mundiales volverían a recrudecerse; es decir, la sostenibilidad de la recuperación no se afianzaría.

- *Recuperación de la inversión:* La inversión en maquinaria y equipos podría repuntar con más vigor gracias a la solidez de los balances y las utilidades empresariales. Esto ya ha ocurrido en cierta medida en Estados Unidos, si bien el coeficiente inversión/PIB continúa muy por debajo de los niveles previos a la crisis.
- *Vigor de la demanda a corto plazo en las economías emergentes y en desarrollo:* Una evolución sorprendentemente favorable de las economías avanzadas intensificaría las presiones de la demanda en las economías emergentes y en desarrollo, y al mismo tiempo haría subir los precios de la energía. A corto plazo, el crecimiento de las economías de mercados emergentes también podría sorprender favorablemente por razones internas. Sin embargo, a mediano plazo, predomina el riesgo a la baja de sobrecalentamiento ya mencionado.

### Las diferencias del ritmo de la actividad plantean retos a corto plazo para la política económica

Esta coyuntura —aleccionadora para las economías avanzadas, y positiva para las economías emergentes y en desarrollo— está generando nuevas tensiones, especialmente en las principales economías emergentes y en desarrollo. El avance de los precios de las materias primas y la disminución del exceso de capacidad están empujando la inflación al alza en estas economías. Las principales economías de mercados emergentes también están experimentando un boom crediticio. Al mismo tiempo, las autoridades muchas veces son renuentes a adoptar políticas macroeconómicas restrictivas por temor a que el crecimiento de las economías avanzadas sea decepcionante, a que el alza de las tasas de interés internas acarree una corrección excesiva del tipo de

cambio o flujos de capital inmanejables, y a que el recorte del gasto público agrave la penuria impuesta por el encarecimiento de los alimentos. Ante esta situación, varias economías de mercados emergentes están endureciendo las condiciones prudenciales y algunas han adoptado controles de capital para mitigar los posibles costos de un sobrecalentamiento. Sin embargo, un endurecimiento insuficiente de la política macroeconómica plantea el riesgo de un aterrizaje duro.

El alza de los precios de las materias primas es más fácil de manejar para las economías avanzadas. Los tres principales retos para muchas de estas economías consisten en mantener o recuperar la credibilidad fiscal, sanear y reformar el sector financiero y reducir el elevado desempleo.

A pesar de estas diferencias, los retos que afrontan las economías avanzadas y las economías emergentes y en desarrollo están estrechamente vinculados. Las políticas de respuesta de las economías avanzadas —tales como la distensión de la política monetaria— repercuten en las economías emergentes y en desarrollo. Por otra parte, las políticas adoptadas por las economías emergentes y en desarrollo —tales como las medidas cambiarias y los controles de capital— están afectando no solo a las economías avanzadas, sino también a otras economías emergentes y en desarrollo. Sin embargo, estos efectos de contagio no son en sí mismos indicativos de conflictos de interés fundamentales entre los países en términos de la política macroeconómica. En general, mediante políticas más sólidas y con mayor visión de futuro se obtendrían mejores desenlaces que los proyectados aquí, no solo a escala nacional sino también en el plano internacional.

### Las economías avanzadas deben sanear los balances públicos y financieros

En muchas economías avanzadas, las brechas del producto aún son grandes y las proyecciones apuntan a una disminución apenas gradual a mediano plazo, en tanto que las tasas de desempleo siguen siendo persistentemente elevadas. En Estados Unidos y la zona del euro, las tasas de desempleo están cerca de 9% y 10%, respectivamente, y las brechas del producto para 2010 serían algo inferiores a 5% y 3% del PIB potencial conforme a las estimaciones. Entre las grandes economías avanzadas, Estados

Unidos y España sufrieron con mucho los aumentos más pronunciados del desempleo en relación con los niveles previos a la crisis; otros países experimentaron aumentos de alrededor de 2½ puntos porcentuales o menos. La reducción rápida de estas tasas parece poco probable, ya que, de acuerdo con las proyecciones, las brechas del producto irán cerrándose tan solo poco a poco, a medida que vaya endureciéndose la política fiscal y se sanee el sector financiero. Además, las actividades que requieren un empleo intensivo tardan mucho en recuperarse después de una crisis bancaria o de la vivienda<sup>7</sup>.

### La política monetaria puede seguir siendo acomodaticia en la mayoría de las economías

Los bancos centrales de muchas economías avanzadas pueden hacer frente al encarecimiento de los alimentos y de la energía principalmente por tres razones: la ponderación de estos dos componentes dentro de la canasta de consumo es relativamente pequeña, la población sabe por experiencia propia que esos aumentos no ponen en marcha un ciclo de inflación, y el exceso de capacidad ejercerá una presión a la baja sobre los sueldos. Además, el crédito bancario sigue siendo muy anémico en las grandes economías. Según las proyecciones, la Reserva Federal y el Banco de Japón mantendrán las tasas de interés muy bajas durante 2011, en vista de las moderadas reivindicaciones salariales y las grandes brechas del producto (gráfico 1.11, panel superior). Se prevé que el Banco Central Europeo (BCE) subirá las tasas de interés porque detecta crecientes riesgos al alza para la estabilidad de los precios; aunque, reconociendo que los riesgos financieros aún son agudos, ha prolongado su respaldo extraordinario. Las condiciones económicas y las presiones de precios subyacentes son ligeramente más sólidas en otras economías avanzadas, y sus bancos centrales ya han subido las tasas (por ejemplo, en Australia, Canadá, Corea, Israel, Noruega y Suecia). En la mayoría de los casos, las tasas de política monetaria siguen siendo acomodaticias —de 1% a 3%—, y estos países tendrán que actuar a medida que las tasas de desempleo disminuyan y que

<sup>7</sup>Véanse el capítulo 3 de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* y Dowling, Estevão y Tsounta (2010).

los precios de los alimentos y de la energía ejerzan una presión al alza sobre los sueldos. En este grupo, los mercados en general esperan aumentos del orden de ½ a 1½ puntos porcentuales durante el próximo año<sup>8</sup>.

Sin embargo, incluso los bancos centrales de las economías avanzadas con regímenes bien establecidos de metas de inflación podrían verse obligados a luchar para proteger su credibilidad si se ven golpeados por un shock de precios tras otro, o por aumentos tendenciales de los precios de determinados artículos de las cestas de consumo. El Banco de Inglaterra, por ejemplo, se ha enfrentado a una inflación superior al punto medio de su meta (2%) durante la mayor parte del período transcurrido desde 2005, como consecuencia del encarecimiento de los alimentos y la energía, los aumentos del impuesto sobre el valor agregado y la depreciación de la moneda. La inflación según el IPC ronda actualmente 4½%, aunque la inflación salarial parece estar bien contenida. Las expectativas inflacionarias de los hogares aumentan poco a poco, pero otros indicadores de las expectativas inflacionarias apenas han cambiado durante el último año. Esta experiencia sugiere que las autoridades de los bancos centrales tendrán que comunicar con mucha claridad cómo tienen previsto responder a shocks individuales o relativos de los precios. El objetivo debe ser absorber la inflación de precios externa mientras no constituya un riesgo significativo para la inflación de precios interna.

No hay necesidad de dismantelar activamente las medidas poco convencionales adoptadas, al menos a corto plazo, ya que los temores de que avivarán la presión inflacionaria no tienen fundamento. Como se señaló en ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial*, en la medida en que estas políticas inyectan liquidez, se puede reabsorber. Las medidas extraordinarias se dividen en dos categorías:

- Expansión cuantitativa; es decir, la compra de bonos públicos para reducir las tasas de interés a largo plazo: En Estados Unidos y el Reino Unido no parece necesario instituir nuevos programas de

<sup>8</sup>Otro problema que enfrentan algunas de estas economías tras la crisis es la aceleración de los precios inmobiliarios debida al bajo nivel de las tasas de interés; al igual que en algunas economías de mercados emergentes, las autoridades están recurriendo a medidas macroprudenciales para restarle ímpetu al avance de estos precios (por ejemplo, Canadá, la RAE de Hong Kong).

compra, en vista de las perspectivas actuales de la actividad y de la evolución de las expectativas inflacionarias. En Japón, la situación no está clara: la inflación subyacente se está recuperando gradualmente pero se mantiene cerca de cero; por lo tanto, la deflación parece estar lejos de haber sido vencida.

- **Expansión cualitativa;** es decir, medidas tendentes a respaldar el funcionamiento de determinados mercados o a asegurar la disponibilidad de liquidez suficiente: Muchas de estas medidas ya se han ido desarticulando de manera natural. Habrá que mantenerlas en algunas economías y algunos mercados, sobre todo de la zona del euro, hasta que se constate una mejora duradera de la liquidez. Sin embargo, las autoridades deben cerciorarse de que estas medidas no posterguen una reestructuración bancaria fundamental.

Los datos indican que mientras la política monetaria logre estabilizar el producto en las economías avanzadas, no habrá repercusiones perjudiciales para las economías emergentes y en desarrollo (recuadro 1.3). Por el contrario, lo que tiene relevancia son las inquietudes en torno a reverberaciones perjudiciales generadas por un ajuste fiscal insuficientemente ambicioso en las economías avanzadas, dados sus efectos en las tasas de interés mundiales, la inversión y el producto potencial. En otras palabras, si las economías avanzadas ponen en marcha políticas que promuevan una autorrecuperación sostenida, las economías emergentes y en desarrollo se beneficiarán. Si las políticas de las economías avanzadas defraudan, los efectos de contagio producidos por las deficiencias de su política fiscal (y financiera) probablemente sean mucho peores que los generados por deficiencias en el ámbito monetario.

### Es necesario esforzarse mucho más por mantener o recobrar la credibilidad fiscal

Mantener o recobrar la credibilidad fiscal en vista de niveles elevados de deuda y déficit público representa un gran reto para muchas economías avanzadas. La mayoría tiene previsto adoptar una política fiscal significativamente más restrictiva en 2011, pero el ritmo de consolidación fiscal de este año será muy inferior al estimado anteriormente: en la edición de octubre de 2010 del presente informe

se proyectó una reducción de los déficits estructurales de casi 1% del PIB, en tanto que esta edición prevé una reducción de apenas ¼% del PIB (gráfico 1.12, panel central). Esto refleja principalmente un cambio profundo de política en Estados Unidos, cuyo déficit estructural aumentaría 0,6% del PIB, según las proyecciones actuales, en lugar de contraerse 0,9% del PIB en 2011. Su economía parece ser suficientemente fuerte como para resistir una consolidación modesta. Además, el impacto a corto plazo que tendrá sobre el empleo y el crecimiento el estímulo desplegado en Estados Unidos probablemente sea pequeño en relación con su costo. Las medidas recientes encaminadas a recortar el gasto discrecional reducirán el déficit fiscal en el ejercicio 2011 por debajo de la proyección consignada en el reciente proyecto de presupuesto del Presidente para el ejercicio 2012. Sin embargo, se necesitan recortes más profundos de los déficits a mediano plazo que requerirán reformas más amplias, entre otros ámbitos en el de la seguridad social y la tributación. En Japón, el endurecimiento fiscal estructural también será más gradual de lo proyectado en la edición de octubre de 2010 de este informe, debido a un nuevo programa de estímulo y a la asistencia en la reconstrucción tras el terremoto. Una vez que se pongan en marcha proyectos de reconstrucción y quede más clara la magnitud de los daños, habrá que concentrarse en vincular el gasto en reconstrucción a una estrategia fiscal clara para recortar a mediano plazo el coeficiente de deuda pública.

En otros casos, la política fiscal sería debidamente contractiva. En la zona del euro, los déficits estructurales disminuirán alrededor de 1% del PIB, de acuerdo con las proyecciones, y en el Reino Unido, alrededor de 1¼% del PIB. Estas cifras coinciden con planes presupuestarios anteriores.

Algunas economías que se encuentran extremadamente presionadas por los mercados han emprendido ambiciosas reformas a mediano plazo. Muchas otras economías avanzadas han definido estrategias de ajuste en términos amplios y han comenzado a ejecutarlas. Sin embargo, con la excepción de aquellas que están adelantando el ajuste y las que gozan de marcos fiscales sólidos (por ejemplo, Alemania, Canadá y el Reino Unido), estas economías por lo general no han explicado con suficiente detalle las

medidas que sirven de base a sus planes de ajuste<sup>9</sup>. En este sentido, el progreso ha sido limitado en los seis últimos meses, lo que no significa que no hayan continuado el diálogo y el debate. Por lo tanto, las proyecciones de los saldos fiscales estructurales a mediano plazo de las grandes economías avanzadas no son muy diferentes de las presentadas en la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*. La mayoría de las economías del G-20 alcanzarían la meta de reducir a la mitad los déficits de 2010 para 2013<sup>10</sup>. Estados Unidos sigue comprometido a lograr esa meta. Debido a la distensión de la política fiscal en 2011, alcanzarla ahora requiere un ajuste estructural acumulativo del gobierno federal de alrededor de 5% del PIB en los ejercicios 2012–13, lo cual puede ser difícil de lograr<sup>11</sup>. Además, según las estimaciones del personal técnico del FMI, el coeficiente deuda bruta/PIB estadounidense no se estabilizaría en el plazo que abarcan las proyecciones y superaría 110% para 2016, en comparación con menos de 90% en la zona del euro y casi 250% en Japón (gráfico 1.12, panel central).

Todas las grandes economías de la zona del euro están comprometidas a reducir los déficits a menos de 3% del PIB para 2013. Sin embargo, de acuerdo con los planes públicos actuales y las proyecciones de crecimiento de *Perspectivas de la economía mundial*, Alemania sería la única que lograría este objetivo; Francia, España y —en mucho menor medida— Italia deberían identificar nuevas medidas.

La formulación de medidas encaminadas a corregir los restantes desequilibrios a mediano plazo ha avanzado poco en muchas economías; por ende, las economías avanzadas aún tendrán que implementar ajustes fiscales muy profundos para recortar el coeficiente deuda bruta del gobierno general/PIB a un nivel de 60% para 2030 (gráfico 1.12, panel inferior)<sup>12</sup>. De acuerdo con un escenario publicado

<sup>9</sup> Bornhorst *et al.* (2010) hace una evaluación detallada de los planes fiscales a mediano plazo de 25 economías.

<sup>10</sup> En la estrategia fiscal de junio de 2010, Japón se comprometió a reducir el déficit primario público a la mitad, como porcentaje del PIB, para el ejercicio 2015 y a lograr un superávit primario a más tardar para el ejercicio 2020.

<sup>11</sup> En el caso del gobierno general, la reducción del déficit estructural rondaría 4% del PIB en los años civiles 2012–13.

<sup>12</sup> La edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* presenta resultados parecidos. En Japón, el escenario

en la edición de abril de 2011 del informe *Fiscal Monitor* del FMI, los ajustes necesarios ascienden a más de 10% del PIB en Japón y Estados Unidos; a 5%–10% del PIB en España, Francia y el Reino Unido, y a 3%–4% del PIB en Alemania, Canadá e Italia. Entre las economías más pequeñas y vulnerables, los ajustes necesarios van de alrededor de 6% del PIB en Portugal a más de 10% del PIB en Grecia e Irlanda. De hecho, estos países recientemente adoptaron medidas de austeridad ante la intensificación de las presiones de los mercados (véase la edición de noviembre de 2010 de *Fiscal Monitor*).

La falta de planes a mediano plazo bien especificados en varias economías despierta inquietudes cada vez más apremiantes, particularmente en lo que concierne a Estados Unidos. A medida que la actividad continúe repuntando, las grandes necesidades de financiamiento soberano ejercerán una presión al alza sobre las tasas de interés, desacelerando la recuperación del sector privado y reduciendo el producto potencial. Esto podría causar aumentos abruptos de las tasas de interés en Estados Unidos (que se encuentran a niveles especialmente bajos) capaces de desestabilizar los mercados internacionales de bonos, con efectos particularmente perjudiciales para las economías de mercados emergentes (capítulo 4). Un aumento paulatino aceleraría la inversión y el crecimiento potencial tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes y en desarrollo. Si bien lo que más apremia en Japón en este momento es brindar respaldo a la reconstrucción, es necesario formular medidas que propicien la reducción del elevado coeficiente de deuda pública, a fin de mantener la confianza sólida de los inversionistas.

En un plano más general, a medida que comience a crecer la proporción de jubilados a lo largo de la próxima década, podría dificultarse aún más la reforma fundamental de los programas de derecho a prestaciones, que es indispensable para la sostenibilidad de las finanzas públicas. La creciente fragmentación de la esfera política en una serie de economías avanzadas —entre ellas, Japón y Estados Unidos— plantea riesgos fiscales adicionales, como

supone una reducción de la deuda neta a 80% del PIB; esto corresponde a una meta de deuda bruta de alrededor de 200% del PIB.



bien lo documenta el análisis de la política fiscal desde la perspectiva de la economía política<sup>13</sup>.

### Es necesario acelerar el saneamiento del sector financiero

Los principales retos a corto plazo tienen que ver con la inestabilidad dentro de la zona del euro. Las autoridades deberían aprovechar la mejora modesta de las condiciones para lograr un avance real en ese sentido. A nivel de la zona del euro, lo que se necesita es un financiamiento suficiente, de bajo costo y flexible para los países que enfrentan las presiones de los mercados y necesitan ayuda externa para apuntalar el ajuste. También se necesitan profundas reformas de la gobernabilidad económica de la zona del euro para impedir que esos disturbios se repitan. En ambos terrenos se lograron avances significativos durante marzo de 2011, pero siguen desatendidas cuestiones importantes. Entre tanto, el BCE debería continuar manteniendo condiciones ordenadas en los mercados de financiamiento y contribuir a impedir una volatilidad excesiva en los mercados de deuda soberana. Las prioridades para los países presionados son el ajuste fiscal y la reforma estructural y de los regímenes de derechos a prestaciones. También es importante llevar a cabo una nueva ronda de pruebas de resistencia decisivas, amplias y transparentes, respaldadas por programas de reestructuración y recapitalización creíbles, a fin de fortalecer la confianza en los sistemas bancarios de la zona del euro. Esto es fundamental para romper el círculo vicioso entre la inestabilidad de los entes soberanos y del sector bancario, y para restablecer la competitividad.

A lo largo del último año se ha avanzado mucho para superar los retos que enfrenta la zona del euro (capítulo 2). A pesar del fortalecimiento de las condiciones y de la confianza, e incluso después de desplegar estos y otros esfuerzos, probablemente continúe reinando la incertidumbre mientras los mercados observan la puesta en práctica de las nuevas medidas y van ajustando sus opiniones sobre la sostenibilidad de la deuda pública y

externa. En otras palabras, no existen soluciones rápidas; pero se necesitan medidas contundentes para sustentar el ajuste y anclar las expectativas, reduciendo así la probabilidad de escenarios de pánico.

Mientras tanto, el saneamiento y la reforma financiera deben seguir avanzando en otros flancos. Estos desafíos se analizan en detalle en la edición de abril de 2011 de *GFSR*. En Estados Unidos, se necesitan programas que faciliten la rebaja contable de los capitales de las hipotecas originales en problemas y de los derechos de embargo accesorios, para poder despejar el extenso saldo paralelo de hipotecas en mora —por ejemplo, en hogares con patrimonio inmobiliario negativo— y evitar embargos hipotecarios innecesarios. Esto sentaría las condiciones para poder sanear y reformar más a fondo los mercados de titulización y crédito hipotecario. En un plano más general, en Estados Unidos y en otros países, la arquitectura de supervisión y regulación posterior a la crisis es aún una obra decididamente inconclusa. El sistema bancario paralelo y las instituciones que son demasiado grandes o demasiado complejas para quebrar plantean problemas que están todavía sin resolver del todo. Asimismo, se necesitan marcos de supervisión y resolución más sólidos para las instituciones financieras transfronterizas, lo cual requerirá una cooperación internacional mucho más estrecha, incluso en la supervisión diaria.

### Las economías de mercados emergentes necesitan resguardarse de los auges de crédito y del sobrecalentamiento

En muchas economías emergentes y en desarrollo, el producto se encuentra ya por encima de las tendencias previas a la crisis, lo cual lleva a pensar que la recuperación es completa y que la expansión se ha puesto en marcha. El producto de todas las economías emergentes y en desarrollo está más o menos 2½% por encima de las tendencias previas a la crisis (1997–2006) (gráfico 1.14, panel inferior). En muchas de las grandes economías de mercados emergentes fuera de Europa central y oriental y la CEI, las tasas de desempleo están por debajo de los niveles registrados antes de la crisis. El nivel general de inflación está ahora por encima de 6%, frente a 5¾% en enero de 2010; si se excluye India, el aumento de

<sup>13</sup>Roubini y Sachs (1989), Roubini *et al.* (1989), Alesina y Drazen (1991) y Poterba (1994) presentan datos empíricos que sugieren que los shocks económicos promueven la acción, pero que los gobiernos más fragmentados suelen postergar los ajustes fiscales. Alesina y Perotti (1995) analizan el papel de la economía política en la distorsión de la política fiscal.

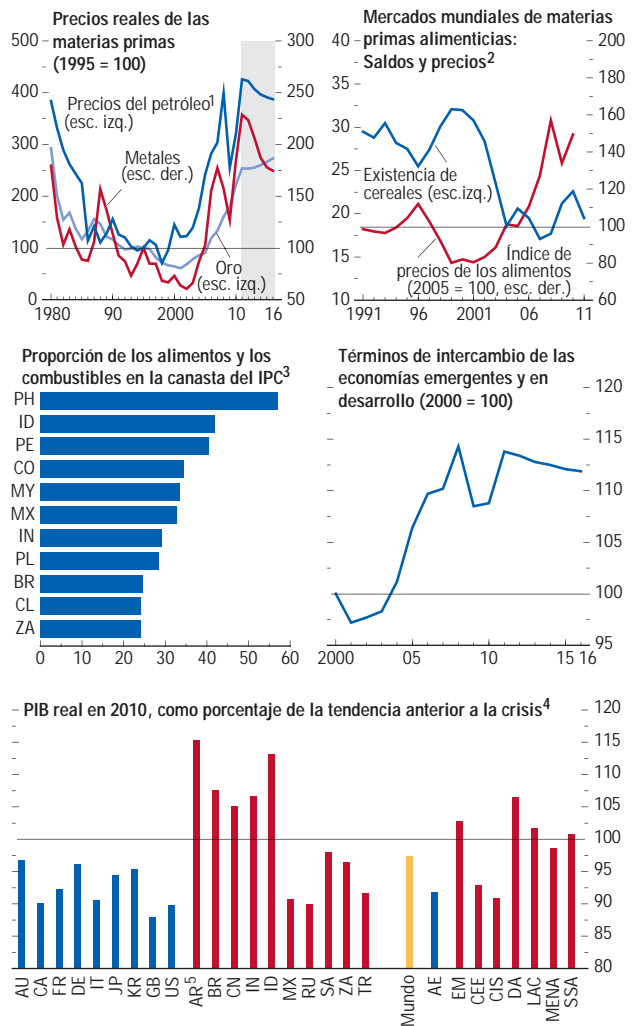
la inflación asciende a 1¼ puntos porcentuales<sup>14</sup>. Durante el mismo período, la inflación subyacente aumentó de alrededor de 2% a 3¾%, lo que sugiere que la presión inflacionaria se está extendiendo. En varias de las economías más grandes, el nivel general de inflación está cerca de las metas fijadas por el banco central o las supera (gráfico 1.15, panel izquierdo). Además, algunas economías están experimentando un auge crediticio.

- En las economías emergentes de Asia y América Latina, el producto supera las tendencias de 1997–2006 en alrededor de 7% y 2%, respectivamente. Algunas economías grandes muestran claros indicios de brechas positivas notables. En Argentina e Indonesia, el producto supera las tendencias previas a la crisis en alrededor de 13%–15%, y en Brasil e India, en alrededor de 7%. Las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* suponen que las tasas de crecimiento potencial de estas economías fueron más elevadas recientemente que los promedios de 1997–2006: por ende, estiman que las brechas del producto de la generalidad de estos países van de cero a 1½%. En China, el producto también supera sustancialmente las tendencias previas a la crisis, si bien una inversión en capacidad productiva mucho más grande que la de las demás economías ha limitado las restricciones de la producción. En muchas de estas economías, el nivel general de inflación y la inflación subyacente están aumentando a partir de niveles bajos, o son ya más bien elevados.
- En África subsahariana y en Oriente Medio y Norte de África, el producto ha retomado en términos generales las tendencias previas a la crisis. Algunas de estas economías ya están experimentando una inflación más alta; y las presiones se agudizarán, en gran medida debido a la aceleración de la actividad en los exportadores de materias primas.

<sup>14</sup> En India, el IPC para los trabajadores industriales sugiere que la inflación retrocedió de alrededor de 16% en enero de 2010 a menos de 10% en diciembre del mismo año, gracias a la disminución de la inflación de los precios de los alimentos, causada por la recuperación de la producción agrícola tras la sequía. Sin embargo, la inflación ha seguido siendo persistentemente elevada y se ha ubicado muy por encima del objetivo declarado del banco central.

Gráfico 1.14. Tensiones incipientes

Los precios de las materias primas han subido con rapidez, y están surgiendo limitaciones de la capacidad en un número creciente de economías de mercados emergentes. Los términos de intercambio de las economías de mercados emergentes y en desarrollo han vuelto a mejorar, alimentando la demanda interna en los exportadores de materias primas. El porcentaje elevado que ocupan los alimentos y los combustibles en las canastas de consumo de estos países significa que sus economías son particularmente sensibles a los shocks de precios de los alimentos y los combustibles.



Fuentes: Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA); y estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Promedio simple de los precios de entrega inmediata de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai Fateh y West Texas Intermediate.

<sup>2</sup>Existencias mundiales a fin de año, como porcentaje del consumo, y proyecciones de USDA para 2011.

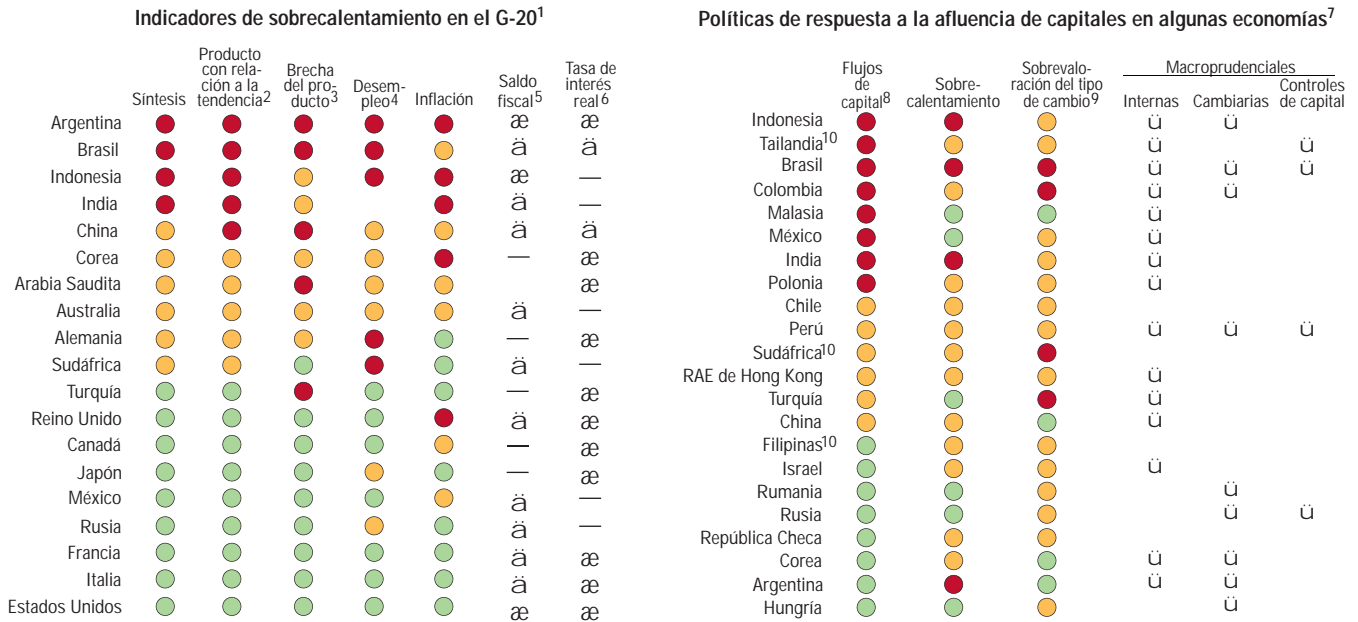
<sup>3</sup>CL: Chile; CO: Colombia; MY: Malasia; PE: Perú; PH: Filipinas; PL: Polonia.

<sup>4</sup>Tendencia previa a la crisis, obtenida extrapolando el crecimiento del PIB real en 1996–2006. AR: Argentina; AE: economías avanzadas; AU: Australia; BR: Brasil; CA: Canadá; CEE: Europa central y oriental; CIS: Comunidad de Estados Independientes; CN: China; DA: economías en desarrollo de Asia; DE: Alemania; EM: economías emergentes; FR: Francia; GB: Reino Unido; ID: Indonesia; IN: India; IT: Italia; JP: Japón; KR: Corea; LAC: América Latina y el Caribe; MENA: Oriente Medio y Norte de África; MX: México; RU: Rusia; SA: Arabia Saudita; SSA: África subsahariana; TR: Turquía; US: Estados Unidos; ZA: Sudáfrica.

<sup>5</sup>Los analistas privados opinan que el crecimiento del PIB real fue significativamente inferior a lo indicado en las estimaciones oficiales en 2008 y 2009, aunque la discrepancia entre las estimaciones privadas y oficiales del crecimiento del PIB real disminuyó en 2010. Esto puede afectar a las estimaciones del producto en relación con la tendencia.

### Gráfico 1.15. Indicadores de sobre calentamiento y afluencia de capitales

Dentro del G-20, un número creciente de economías de mercados emergentes y algunas economías avanzadas han alcanzado ya o están a punto de alcanzar un nivel de sobre calentamiento. Las políticas macroeconómicas de estas economías aún son acomodaticias. La afluencia de capitales también ha repuntado, superando los promedios anteriores a la crisis en varias economías de mercados emergentes. Con recurso limitado a controles de capital, estas economías han utilizado ampliamente medidas prudenciales.



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

¹En cada indicador, con la excepción de la inflación, se asignan a las economías "semáforos" basados en su posición en relación con las demás economías del G-20. En el caso de la inflación, a las economías con un régimen de metas de inflación se les asigna un semáforo en rojo si la inflación está por encima del límite superior de la meta, y un semáforo en amarillo si la inflación se ubica en la mitad superior de la banda fijada como meta. En las economías que no tienen metas de inflación, un semáforo en rojo denota una inflación históricamente elevada, y en amarillo, una inflación creciente (por encima de los niveles históricamente moderados). Los indicadores individuales varían por razones idiosincráticas (por ejemplo, Sudáfrica tiene un semáforo en rojo en el desempleo porque la tasa actual es inferior a los niveles previos a la crisis, a pesar de que el desempleo todavía supera el 20%). Por esta razón, se incluye una columna de síntesis, que muestra el promedio de los indicadores individuales; las economías están clasificadas de acuerdo con ese promedio.

²El producto superior a la tendencia previa a la crisis está indicado con un semáforo en rojo. El producto inferior a 95% de la tendencia está indicado con un semáforo en verde.

³Un semáforo en rojo denota una brecha del producto superior a cero, y en verde, inferior a 2%.

⁴El indicador del desempleo está basado en una comparación de los niveles de desempleo actuales con los niveles promedio previos a la crisis registrados entre 2002–07.

⁵Las flechas en la columna del saldo fiscal representan la variación prevista del saldo estructural como porcentaje del PIB en el periodo 2010–11. Un aumento de más de 0,5% del PIB está indicado por una flecha ascendente; una disminución de más de 0,5% del PIB está indicada por una flecha descendente.

⁶Las tasas de interés de política monetaria reales inferiores a cero están identificadas por una flecha descendente; las tasas de interés reales por encima de 3% están identificadas por una flecha ascendente.

⁷Para los efectos de este gráfico, las políticas de respuesta están divididas en tres categorías: 1) las medidas macroprudenciales con orientación interna son las que influyen en las actividades nacionales de los bancos, tales como los límites del coeficiente préstamos/valoración; 2) las medidas cambiarias que apuntan a limitar la exposición de las instituciones y de los residentes a las fluctuaciones de la moneda; y 3) los controles de capital son medidas que distinguen entre residentes y no residentes.

⁸Flujos de capital brutos durante el último año comparados con el promedio de 2000–07. Los flujos actuales que superan 150% del promedio están indicados por un semáforo en rojo; un semáforo en amarillo denota los flujos que superan el 100%. Las economías están clasificadas en base a este coeficiente.

⁹Un semáforo en rojo identifica las economías con tipos de cambio que se encuentran por encima del valor que justifican los fundamentos a mediano plazo. Las economías con tipos de cambio inferiores a ese valor están indicadas con un semáforo en verde.

¹⁰Se han distendido las restricciones a las salidas de capitales.

- En México, Rusia y Turquía, el producto es sensiblemente inferior a las tendencias previas a la crisis. Las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* hacen pensar que gran parte de la pérdida del producto en relación con las tendencias de 1997–2006 es permanente, y por lo tanto apuntan a brechas del producto negativas

mucho más pequeñas o que se están cerrando; en el caso de Turquía, apuntan incluso a una brecha del producto positiva.

Al mismo tiempo, una serie de grandes economías de mercados emergentes, y algunas economías avanzadas unidas a ellas por vínculos estrechos, muestran un crecimiento muy vigoroso del precio de



los activos y el crédito (gráfico 1.16, panel superior). Este grupo origina alrededor de una cuarta parte del PIB mundial en términos de la paridad del poder adquisitivo; o sea, alrededor de la mitad del producto de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. La cuestión es si están experimentando el tipo de auge crediticio que inevitablemente culmina en un colapso. Los datos no son tranquilizadores.

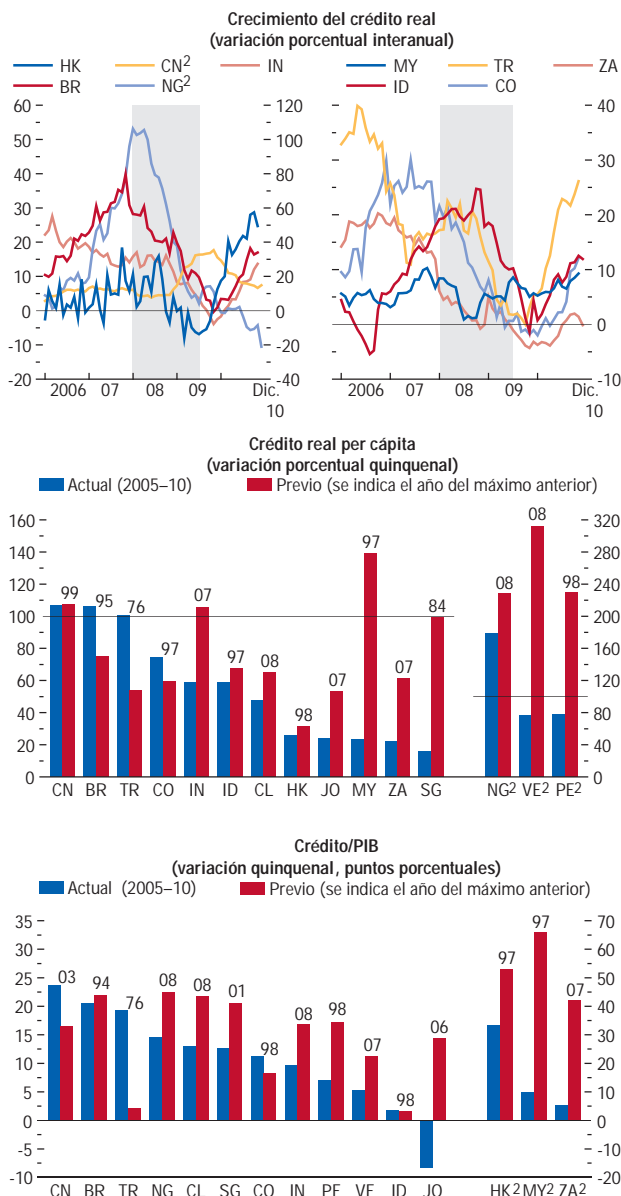
- El comportamiento de los precios de los activos y del crédito es desconcertante en China y la RAE de Hong Kong, ya que sus dimensiones son típicas de un boom (gráfico 1.16, paneles central e inferior)<sup>15</sup>. En ambas economías, las autoridades han adoptado distintas medidas macroprudenciales para frenar los excesos y están preparadas para tomar nuevas medidas. En el caso de China, las autoridades han administrado el crédito, aumentado el encaje legal y subido las tasas de interés varias veces. Sin embargo, en ambas economías el crecimiento del crédito sigue siendo elevado en comparación con los periodos de gestación de ciclos anteriores de auge y colapso, y existe creciente inquietud en torno a la posibilidad de correcciones drásticas de los precios de las propiedades y sus implicaciones.
- Brasil, Colombia, India, Indonesia y Turquía han experimentado un repunte notable del crecimiento del crédito real, que se acerca a la banda de 10%–20% o se sitúa holgadamente dentro de ella (y más, en el caso de Turquía). En los cinco últimos años, el crédito prácticamente se duplicó en términos per cápita reales en estas economías. Estas expansiones son parecidas a las observadas antes de otros ciclos de auge y colapso (gráfico 1.16, paneles central e inferior)<sup>16</sup>. Otros indicios reveladores de un incipiente auge crediticio incluyen la aceleración de la inflación y el rápido aumento de los precios de las propiedades. En

<sup>15</sup> Para identificar un “auge de crédito”, se suprimió la tendencia de los coeficientes crédito real/PIB y crédito/PIB con la ayuda de un filtro Hodrick-Prescott, siguiendo los métodos adoptados por Mendoza y Terrones (2008) y Gourinchas, Valdés y Landerretche (2001). Existe un auge de crédito cuando el componente cíclico del crédito supera el componente cíclico histórico promedio en 1,75 veces las desviaciones estándar de la variable crédito.

<sup>16</sup> La expansión del crédito comenzó hace algún tiempo. Como los métodos de supresión de la tendencia antes mencionados eliminan gran parte de este aumento, estos países no cumplen con los criterios de una definición estricta de auge de crédito.

**Gráfico 1.16. Economías de mercados emergentes con una fuerte expansión crediticia<sup>1</sup>**

Varias principales economías de mercados emergentes y algunas economías avanzadas con vínculos estrechos a esas economías experimentan un crecimiento muy vigoroso del precio de los activos y el crédito. Este grupo de economías de mercados emergentes origina alrededor de una cuarta parte del PIB mundial en términos de la paridad del poder adquisitivo, o sea, alrededor de la mitad del producto de las economías emergentes. Además, vienen experimentando un crecimiento relativamente sólido del crédito desde hace unos años, lo cual genera inquietudes en torno a la calidad de este crédito.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>BR: Brasil; CL: Chile; CN: China; CO: Colombia; HK: RAE de Hong Kong; ID: Indonesia; IN: India; JO: Jordania; MY: Malasia; NG: Nigeria; PE: Perú; SG: Singapur; TR: Turquía; VE: Venezuela; ZA: Sudafrica.  
<sup>2</sup>Escala derecha.

India, la expansión del crédito justo comienza a reavivarse, tras el boom registrado durante gran parte de 2007, que se vio seguido de una fuerte desaceleración en 2008–09. Sin embargo, desde una perspectiva quinquenal, el crecimiento del crédito real per cápita ha sido muy vigoroso, y se ha canalizado en gran medida hacia el sector inmobiliario y los grandes proyectos de infraestructura. Algo parecido ocurre en Perú, donde el crédito también se genera fuera del sistema bancario<sup>17</sup>.

- Las condiciones son menos favorables en Malasia y Singapur. El crecimiento del crédito real en estas economías ha superado 10% en contadas ocasiones durante los cinco últimos años. Tanto los indicadores del crédito brutos como los ajustados cíclicamente hacen pensar que las condiciones no son parecidas a las que se observaron justo antes de otros colapsos. Sin embargo, los tipos de cambio reales se han apreciado significativamente y los mercados de activos han vivido un auge.

### Es necesario adoptar políticas macroeconómicas y prudenciales más estrictas

Existe el riesgo de que estas condiciones parecidas a un boom se intensifiquen a lo largo del próximo año. La presión inflacionaria probablemente se recrudezca, debido a las crecientes limitaciones de la capacidad, y los pronunciados aumentos de los precios de los alimentos y de la energía —que reciben una fuerte ponderación en las canastas de consumo— llevarán a exigir salarios más elevados. Las tasas de interés reales siguen estando bajas. Las políticas fiscales aún son mucho más acomodaticias que antes de la crisis, y el gasto público podría aumentar debido al aumento de los subsidios para la alimentación. El apalancamiento de los hogares es cada vez mayor, y el rápido crecimiento del crédito para el consumo se está sumando al rápido crecimiento del crédito hipotecario. Por último, la demanda de exportaciones probablemente repunte a medida que el consumo de bienes duraderos y la inversión en las economías avanzadas se recuperen más.

<sup>17</sup>En Nigeria se determinó que varios bancos eran insolventes o estaban subcapitalizados en 2009, tras un auge de crédito en los años anteriores.

### *Los precios de los alimentos y de la energía plantean riesgos significativos de efectos de segunda ronda*

El riesgo de que los aumentos de precios de los alimentos y de la energía pongan en marcha una espiral inflacionaria es mucho mayor en las economías emergentes y en desarrollo que en las economías avanzadas. Los hogares suelen gastar una elevada proporción de su ingreso en alimentos y energía (gráfico 1.14, panel central). Además, el exceso de capacidad en general se ha erosionado o se está erosionando con rapidez, y las autoridades monetarias aún están —en distinta medida— afianzando su credibilidad. Los shocks de precios de los alimentos han tenido un impacto especialmente profundo en los pobres, generando presión política a favor de aumentos salariales y de una política fiscal más acomodaticia; esto debería atenderse con programas de apoyo social bien focalizados. Además, es posible que los precios del petróleo continúen sorprendiendo al alza.

### *Las tasas de interés de política monetaria parecen demasiado bajas*

En muchas economías de mercados emergentes, las condiciones monetarias parecen ser muy acomodaticias (gráfico 1.11, panel central). Varias de estas economías ya han subido las tasas de política monetaria (por ejemplo, Brasil, China, India, Indonesia, Malasia, Perú, Polonia, Rusia, Tailandia, Uruguay), han incrementado el encaje legal en efectivo (por ejemplo, China, India, Indonesia, Rusia y Turquía), o limitado el crecimiento del crédito (por ejemplo, China). Sin embargo, las tasas de interés reales siguen estando muy por debajo de los niveles previos a la crisis en muchas de estas economías, y el grado de endurecimiento previsto parece ser menor de lo necesario (gráfico 1.11, panel inferior).

### *La política fiscal parece demasiado acomodaticia, dado el vigor de la actividad*

Si bien el nivel creciente de los precios de los activos y las materias primas ha engrosado inesperadamente el ingreso público, actualmente se proyecta una disminución limitada de los déficits presupuestarios de las economías emergentes y en desarrollo, de alrededor de 1½ puntos porcentuales del PIB en 2011 (gráfico 1.12, panel superior) y ½ punto porcentual en 2012.

Aun así, el déficit equivaldría a alrededor de 1% del PIB in 2012, aunque el crecimiento del producto se ubicaría por encima de la tendencia previa a la crisis. En 2006–08, por el contrario, los presupuestos de estas economías mostraban superávits. Aunque se espera que el vigoroso crecimiento del producto reduzca el coeficiente deuda/PIB, una serie de economías de mercados emergentes con una elevada deuda pública debería aprovechar la vigorosa actividad y los ingresos derivados de los términos de intercambio para recobrar margen de maniobra en el terreno fiscal.

### ***Es necesario adoptar políticas restrictivas en distinta medida***

Muchas economías de mercados emergentes tendrán que adoptar políticas más restrictivas para alejar el riesgo de un aterrizaje duro. Esta necesidad varía de acuerdo con la posición externa y cíclica, y en el capítulo 2 se presentan evaluaciones más detalladas de las distintas regiones. En la mayoría de las economías, parece indispensable adoptar una política monetaria menos acomodaticia, junto con políticas prudenciales más restrictivas para frenar el rápido crecimiento del sector inmobiliario, entre otros. Las economías con una deuda pública elevada deberían aprovechar la solidez de las condiciones cíclicas para mejorar los balances públicos (por ejemplo, Brasil e India). Además, en la mayoría de las economías, es necesaria cierta apreciación del tipo de cambio, debido a superávits en cuenta corriente cíclicamente grandes (por ejemplo, China), mejoras de la relación de intercambio o una mayor capacidad de resistencia a los shocks. En resumidas cuentas, las políticas necesarias para lograr un equilibrio interno y externo apuntan, en términos generales, en la misma dirección.

Varias economías de mercados emergentes han experimentado un vuelco históricamente brusco de los flujos de capital después de la crisis. Una vez que Estados Unidos comience a adoptar políticas restrictivas, los flujos podrían desacelerarse abruptamente. Esta es otra razón por la cual las economías de mercados emergentes deben asegurarse de que sus políticas internas sean debidamente anticíclicas y que la regulación y supervisión bancaria estén bien focalizadas. Siempre que existan políticas prudenciales y macroeconómicas apropiadas, los controles de capital pueden ayudar a limitar el daño causado por la

volatilidad de los flujos de capital. De hecho, cuando las entradas de capital no pasan por instituciones financieras reguladas y provocan vulnerabilidad en los balances de las entidades no financieras (por ejemplo, en el caso del crédito captado directamente del exterior), los controles de capital pueden ser el único instrumento del que disponen las autoridades a corto plazo. Sin embargo, la eficacia de los controles de capital más allá del corto plazo sigue en duda, y es necesario sopesar sus beneficios con sus costos probables, incluidos los trastornos multilaterales. Como se sostiene en el capítulo 4, profundizar los mercados financieros y de productos, y supervisarlos y regularlos mejor resultará crítico a mediano plazo para contener las vulnerabilidades vinculadas a los flujos de capitales volátiles.

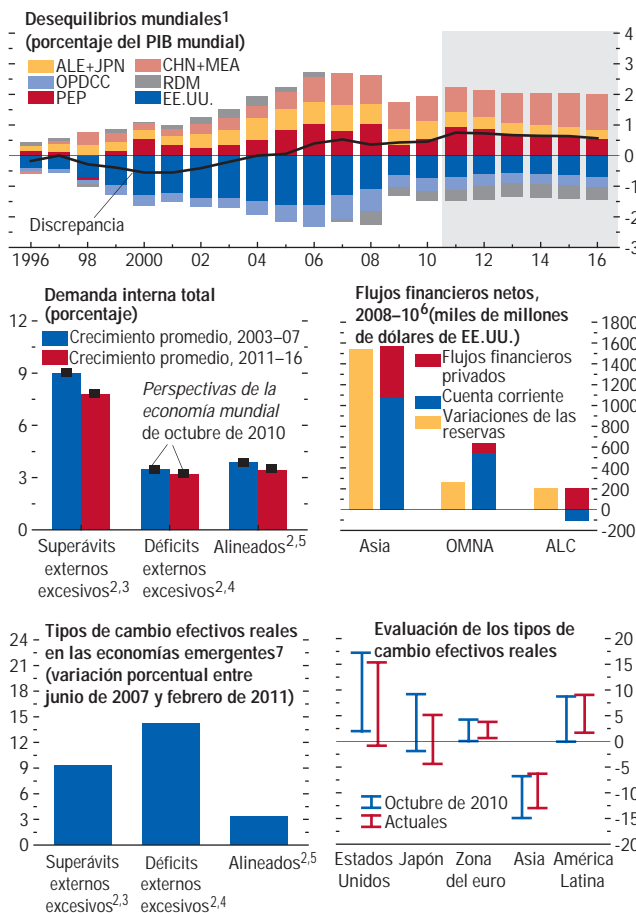
En las economías en las cuales la corrección excesiva del tipo de cambio real en relación con los fundamentos a mediano plazo es superior a lo que justifica su posición más avanzada dentro del ciclo económico y plantea graves inquietudes, y donde no parece aconsejable seguir acumulando reservas, las medidas encaminadas a limitar las entradas de capital pueden complementar las políticas macroeconómicas y prudenciales. Sin embargo, las autoridades deben tener en cuenta que esas medidas no ocupan el lugar de una orientación macroeconómica general más restrictiva. El análisis de las medidas recientes de las economías de mercados emergentes sugiere que no han recurrido demasiado a los controles de capital; cuando se los instituyó, a menudo se endureció la política fiscal, pero a veces no lo suficiente como para controlar la creciente presión sobre las tasas de interés reales y las limitaciones de la capacidad (gráfico 1.15).

### **El reequilibramiento de la demanda mundial no está progresando**

En ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial* se recalcó la importancia de reequilibrar la demanda mundial para lograr una recuperación sostenida y saludable, con un aumento de las exportaciones netas en las economías con déficits y una disminución de las exportaciones netas en las economías con superávits, sobre todo las economías emergentes de Asia. Existe una fuerte interacción entre

### Gráfico 1.17. Desequilibrios mundiales

Según las proyecciones, los desequilibrios mundiales se recrudecerán nuevamente a mediano plazo porque no se prevé para las economías con grandes superávits un crecimiento de la demanda superior al registrado antes de la crisis. Tampoco se prevé que el crecimiento de la demanda en las economías con déficits sea mucho más bajo, ya que aún no se ha especificado un ajuste fiscal significativo. La acumulación de reservas en las economías con superávits excesivos en cuenta corriente ha eclipsado la afluencia de capitales privados, principalmente debido a inquietudes en torno a la competitividad. Los tipos de cambio de las economías emergentes con déficits se han apreciado de manera desproporcionada. La evaluación de la valoración de los tipos de cambio reales efectuada por el personal técnico del FMI es prácticamente la misma que se presentó en octubre de 2010; es decir, el dólar de EE.UU. es fuerte y las monedas asiáticas (con la excepción del yen) están subvaloradas en relación con los fundamentos a mediano plazo.



Fuentes: Junta de la Reserva Federal; y estimaciones del personal técnico del FMI.

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

<sup>2</sup>En base al Grupo Consultivo sobre Tipos de Cambio (CGER) del personal técnico del FMI. Los países del CGER incluyen Argentina, Australia, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Corea, Estados Unidos, Hungría, India, Indonesia, Israel, Japón, Malasia, México, Pakistán, Polonia, el Reino Unido, la República Checa, Rusia, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Turquía y la zona del euro. Véase un análisis detallado de la metodología para calcular la subvaloración y la sobrevaloración de los tipos de cambio en Lee *et al.* (2008).

<sup>3</sup>Estas economías representan 18,5% del PIB mundial.

<sup>4</sup>Estas economías representan 27,4% del PIB mundial.

<sup>5</sup>Estas economías representan 39,2% del PIB mundial.

<sup>6</sup>Asia: Economías emergentes de Asia; OMNA: Oriente Medio y Norte de África;

ALC: América Latina y el Caribe.

<sup>7</sup>Únicamente las economías emergentes del CGER.

ambos factores, ya que el aumento de las exportaciones netas de las economías avanzadas compensa la pérdida de demanda que implica la consolidación fiscal. Los flujos de capital están promoviendo la reorientación de la demanda mundial hacia las economías de mercados emergentes. Sin embargo, desde el comienzo de la crisis una parte desproporcionada del reequilibramiento de la demanda ha recaído en economías que no tienen grandes superávits en cuenta corriente pero que atraen flujos debido a la apertura y a la profundidad de sus mercados de capital (gráfico 1.17, panel inferior).

Los saldos en cuenta corriente de las economías con superávits más importantes —por ejemplo, China, Japón y los exportadores de petróleo— han retrocedido, al igual que los de las economías con déficits, como Estados Unidos, España y Europa oriental (gráfico 1.17, panel superior). Sin embargo, esto ha ocurrido principalmente a través de una desaceleración del crecimiento de la demanda de las economías deficitarias, y no del fortalecimiento del crecimiento de la demanda en las economías con superávits<sup>18</sup>. Ese hecho refleja factores tanto estructurales (por ejemplo, expectativas más bajas de ingreso en las economías con déficits, y la apreciación del yen) como cíclicos (por ejemplo, el nivel deprimido de la demanda de bienes de inversión y bienes duraderos de consumo en las economías con déficits, y la caída de los precios en las economías con superávits exportadoras de materias primas). Aunque el estímulo fiscal provisional desplegado por China y otras economías con superávits ha ayudado, el reequilibramiento positivo y sostenido —es decir, la aceleración de la demanda interna de las economías con superávits respecto de las tendencias previas a la crisis— ha desempeñado un papel pequeño (gráfico 1.17, panel central). Desde la publicación de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*, las economías con superávits externos han avanzado poco hacia el reequilibramiento de la demanda.

En relación con los niveles previos a la crisis, el realineamiento de los tipos de cambio efectivos reales

<sup>18</sup>La historia sugiere que los niveles de importación de los países golpeados por crisis suelen mantenerse por debajo de las tendencias previas a la crisis durante un período prolongado (véase el capítulo 4 de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*).



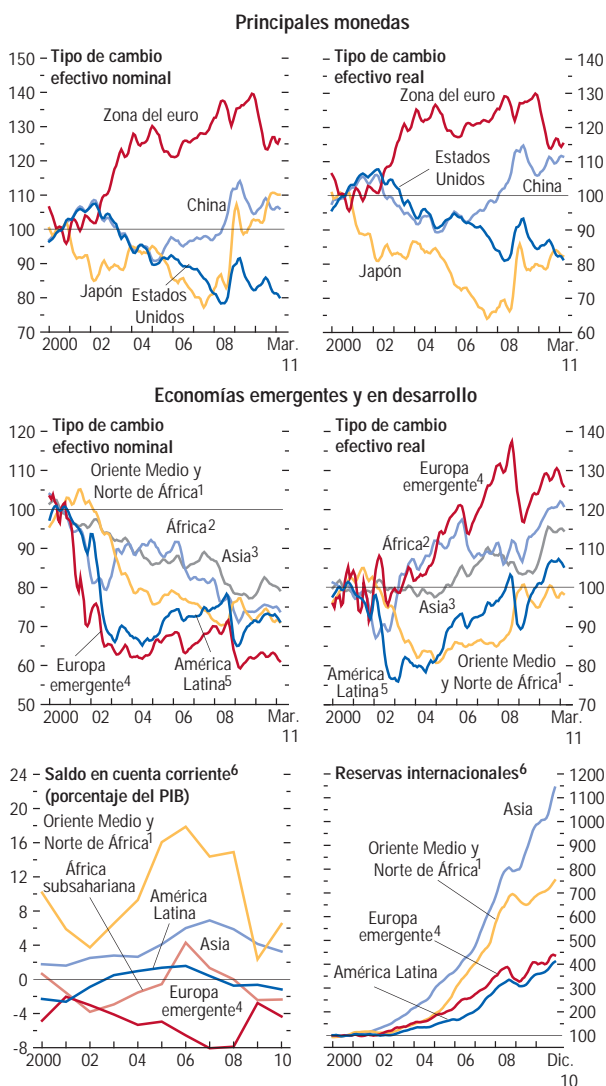
ha sido significativo entre las economías avanzadas, pero apenas limitado en las economías de mercados emergentes con grandes superávits (gráfico 1.18), lo cual ha generado tensiones. Las economías de mercados emergentes con tipos de cambio flexibles, cuentas de capital abiertas y mercados relativamente profundos han recibido una fuerte afluencia de capitales que ha empujado al alza los tipos de cambio, en algunos casos hasta llevarlos a niveles de sobrevaloración (por ejemplo, América Latina). Otras economías con tipos de cambio administrados (por ejemplo, la mayor parte de las economías emergentes de Asia) son renuentes a permitir una revaloración hasta que las economías con superávits sistémicas no actúen decisivamente.

- Entre las economías avanzadas, cabe señalar especialmente la apreciación del yen y la depreciación de la libra esterlina en más de 20% en términos efectivos reales. La intervención oficial contribuyó recientemente a estabilizar el yen en torno a los niveles previos al terremoto, tras una apreciación abrupta e injustificada. El euro se ha depreciado aproximadamente 10%. Las tres monedas se encuentran ahora más o menos alineadas con los fundamentos a mediano plazo. El dólar de EE.UU. está alrededor de 5% por debajo de su nivel de 2007, pero continúa ligeramente elevado en relación con las variables fundamentales (gráfico 1.17, panel inferior).
- Entre las monedas de los mercados emergentes con superávits, el renminbi y las monedas de otras economías con superávits de Asia (por ejemplo, Malasia, Singapur y Tailandia) se han apreciado 5%–10%. Sin embargo, las monedas asiáticas son débiles en relación con los fundamentos a mediano plazo (gráfico 1.17, panel inferior). La moneda de China aún parece estar sustancialmente por debajo del nivel que justificarían los fundamentos a mediano plazo; por su parte, el won coreano, que se depreció alrededor de 25% durante la crisis, también es más débil desde ese punto de vista.
- El reequilibramiento de la demanda mundial está recayendo desproporcionadamente sobre algunas economías de mercados emergentes, quizá porque sus tipos de cambio son más flexibles y sus cuentas de capital son más abiertas que las de economías semejantes en Asia. Las monedas

**Gráfico 1.18. Evolución externa**

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

Tras depreciarse significativamente, el euro ha recuperado cierta fortaleza en los últimos tiempos, en tanto que el dólar de EE.UU. se debilitó modestamente. El yen ha continuado apreciándose, en tanto que el renminbi se ha movido ampliamente en ambos sentidos en términos efectivos reales. Las monedas de la mayoría de las otras economías emergentes en general se han apreciado. Las reservas internacionales son ahora más elevadas que antes de la crisis en todas las regiones de economías emergentes y en desarrollo.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>Arabia Saudita, Bahrein, Djibouti, Egipto, los Emiratos Árabes Unidos, Jordania, Kuwait, Libano, Libia, Omán, Qatar, la República Árabe Siria, la República de Yemen, la República Islámica del Irán y Sudán.  
<sup>2</sup>Botswana, Burkina Faso, Camerún, Chad, Côte d'Ivoire, Etiopía, Gabón, Ghana, Guinea, Guinea Ecuatorial, Kenya, Madagascar, Mali, Mauricio, Mozambique, Namibia, Níger, Nigeria, la República del Congo, Rwanda, Senegal, Sudafrica, Tanzania, Uganda y Zambia.  
<sup>3</sup>Asia, excluido China.  
<sup>4</sup>Bulgaria, Croacia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía y Turquía.  
<sup>5</sup>Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.  
<sup>6</sup>Los agrupamientos regionales siguen las clasificaciones de *Perspectivas de la economía mundial*.

latinoamericanas por lo general se han apreciado en términos efectivos reales, al igual que las de otras economías de mercados emergentes (gráfico 1.18, paneles central e inferior); esto ha despertado inquietudes en torno a la competitividad en Brasil, Colombia, Sudáfrica y Turquía, por ejemplo.

La acumulación de reservas oficiales de divisas en las grandes economías con superávits presenta un obstáculo importante en contra del reequilibramiento de la demanda mundial. En 2008–10, las economías con superávits de Asia —y sobre todo China— utilizaron las entradas de las cuentas corriente y de capital privadas para acumular reservas (gráfico 1.17, panel central). Aunque estas economías lógicamente deseaban contar con una protección debida frente a la volatilidad de los flujos de capital, uno de los principales motivos para la adquisición de reservas de divisas parece ser el deseo de evitar la apreciación del tipo de cambio nominal y proteger la competitividad. En algunas economías, esto está postergando los ajustes internos necesarios y contribuyendo a un crecimiento excesivamente rápido del crédito y a auges de los precios de los activos; en otras, la esterilización representa una carga presupuestaria creciente, sin tener demasiada influencia en los factores que impulsan fundamentalmente los flujos de capital.

Los últimos acontecimientos y las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* confirman una interpretación pesimista de la evolución de los desequilibrios mundiales y del papel que desempeñarán en la recuperación. Las proyecciones indican que los desequilibrios mundiales en cuenta corriente seguirán siendo agudos (gráfico 1.17, panel superior). Concretamente, no muestran una aceleración de la demanda interna, respecto de los niveles previos a la crisis, en las economías asiáticas con superávits excesivos en cuenta corriente. Las proyecciones sobre el ahorro y la inversión presentan un panorama parecido (cuadro A16 del apéndice estadístico). Se prevé que las tasas de ahorro de las economías en desarrollo de Asia aumentarán alrededor de 1¼ puntos porcentuales del PIB hasta 2016, y que las tasas de inversión en general se desplazarán lateralmente, lo cual concuerda con un aterrizaje suave y con las proyecciones de la edición de octubre de 2010 de este informe. El ahorro de las economías en desarrollo de Asia se incrementaría

notablemente como porcentaje del PIB mundial y alrededor de 2013 superaría los niveles previos a la crisis. Además, como se explica en el recuadro 1.2, si las condiciones de sobrecalentamiento de Asia ya superan las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*, los desequilibrios mundiales podrían volver a agudizarse notablemente a menos que se permita la apreciación de los tipos de cambio.

Las economías de mercados emergentes con superávits siguen dudando si permitir la apreciación de sus tipos de cambio. Algunas hacen referencia a la experiencia de Japón después del Acuerdo del Plaza como razón de sus inquietudes en torno a tal estrategia. Sin embargo, el análisis de esa y de otras experiencias hace pensar que el reequilibramiento que implica un alejamiento de la demanda externa no ocurre necesariamente a expensas de un crecimiento vigoroso<sup>19</sup>. Las condiciones a las que se enfrentó Japón fueron extraordinarias desde muchos puntos de vista, y el desenlace negativo después del acuerdo se debió principalmente a una burbuja de crédito que se formó tras un estímulo excepcional combinado con la desregulación del sector financiero. Cuando la burbuja estalló, dejando expuestas vulnerabilidades subyacentes, la reestructuración avanzó con demasiada lentitud debido a limitaciones vinculadas a la economía política (recuadro 1.4). Por lo tanto, la experiencia de Japón resalta la importancia de una acción correctiva rápida tanto en las economías de mercados emergentes como en las avanzadas.

En suma, el reequilibramiento de la demanda mundial sigue siendo una inquietud importante en torno a la sostenibilidad de la recuperación a mediano plazo. En Estados Unidos, la actividad podría afianzarse en 2011. La limitada apreciación del tipo de cambio real puede estar estimulando la actividad en China, mientras se instituyen reformas fundamentales para promover el consumo. Pero a menos que se ponga en marcha pronto un ajuste fiscal serio en Estados Unidos, el tipo de cambio del renminbi esté determinado más por el mercado, se aprecien las monedas de otras economías emergentes con superávits y distintas economías europeas y de mercados emergentes implementen ambiciosas reformas estructurales, el

<sup>19</sup>Véase el capítulo 4 de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*.



reequilibrio de la demanda mundial no avanzará mucho y la recuperación tendrá cimientos cada vez más huecos a mediano plazo<sup>20</sup>.

### Es necesario reducir el desempleo

El desempleo plantea graves retos socioeconómicos, amplificadas en las economías emergentes y en desarrollo por el elevado nivel de precios de los alimentos (gráfico 1.19). Los jóvenes enfrentan una situación particularmente difícil. Históricamente, en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, la tasa de desempleo juvenil (de 15 a 24 años de edad) ha sido aproximadamente dos veces y media la de otros grupos. Aunque el aumento del desempleo juvenil suele ser pronunciado durante las recesiones, esta vez fue mayor: en un grupo de ocho países sobre los cuales existe una larga serie de datos, el aumento promedió 6½ puntos porcentuales durante la Gran Recesión, frente a 4 puntos porcentuales en recesiones anteriores.

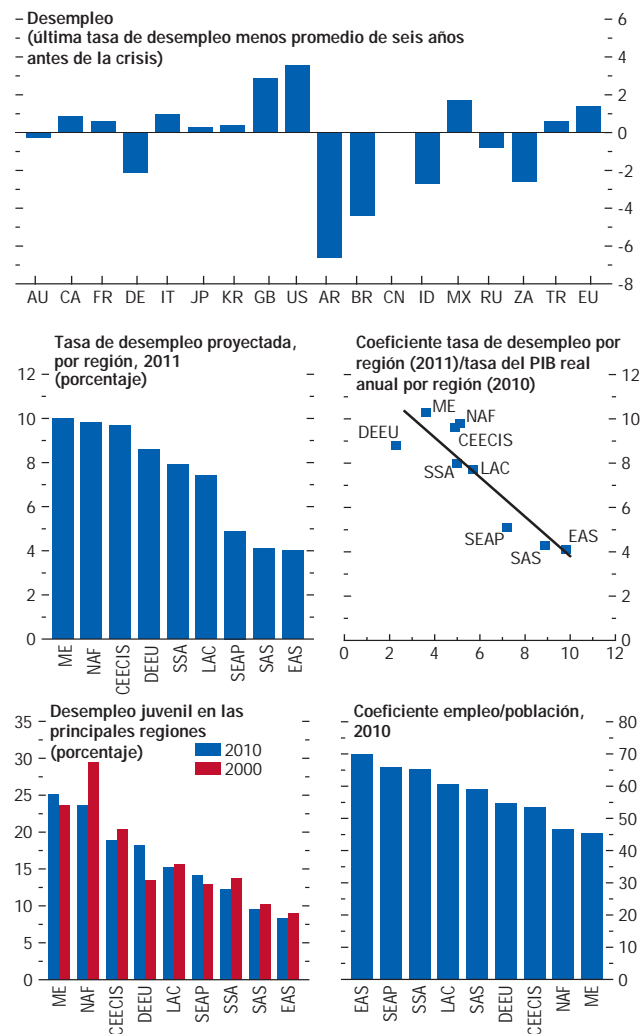
Las tres líneas de defensa contra el desempleo son políticas macroeconómicas de apoyo, saneamiento del sector financiero y medidas laborales concretas. Se prevé que la política monetaria siga siendo acomodaticia en las economías avanzadas. Sin embargo, existe una necesidad urgente de acelerar la reestructuración y la recapitalización de los bancos para reactivar el crédito a la pequeña y mediana empresa, que origina el grueso del empleo. Los subsidios de empleo provisionales focalizados en este sector también podrían ayudar a reavivar la contratación. Esos programas pueden subsidiar la contratación de muchos trabajadores que de todos modos habrían encontrado empleo o conducir al reemplazo de personal empleado actualmente con el grupo de desempleados que se busca ayudar<sup>21</sup>. Sin embargo, si los subsidios se canalizan hacia la pequeña y mediana empresa, como mínimo pueden ayudar a aliviar los efectos de las duras condiciones del crédito bancario. En los casos en que el desempleo ha aumentado debido a razones estructurales o en los que ya era elevado antes de la crisis, es esencial poner en marcha

<sup>20</sup> Véase en Grupo de los Veinte (2010) una ilustración completa de los beneficios de la acción política concertada en este sentido.

<sup>21</sup> Véase el capítulo 3 de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 1.19. Desempleo<sup>1</sup>

El desempleo continúa a niveles superiores a los registrados antes de la crisis en muchas economías, incluido Estados Unidos. A nivel mundial, se prevé un promedio de desempleo de alrededor de 6% este año, con tasas que van de 4% en Asia oriental a 10% en Oriente Medio. Se proyecta que las tasas de desempleo serán inferiores en las regiones donde el crecimiento fue más elevado el año pasado. El desempleo juvenil sigue siendo alto, de 25% en Oriente Medio y entre 15% y 20% en las demás regiones. Los coeficientes empleo/población son bajos en muchas regiones, lo cual sugiere que muchas personas se ven obligadas a ingresar en el sector informal.



Fuentes: Haver Analytics; Organización Internacional del Trabajo; y estimaciones del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup> AR: Argentina; AU: Australia; BR: Brasil; CA: Canadá; CEECIS: Europa central y sudoriental (no UE) y Comunidad de Estados Independientes; CN: China; DE: Alemania; DEEU: economías desarrolladas y Unión Europea; EAS: Asia oriental; EU: zona del euro; FR: Francia; GB: Reino Unido; ID: Indonesia; IT: Italia; JP: Japón; KR: Corea; LAC: América Latina y el Caribe; ME: Oriente Medio; MX: México; NAF: Norte de África; RU: Rusia; SAS: Asia meridional; SEAP: Asia sudoriental y Pacífico; SSA: África subsahariana; TR: Turquía; US: Estados Unidos; y ZA: Sudáfrica.

reformas más amplias del mercado del trabajo y de los productos para crear más puestos de trabajo.

La carga pesada y creciente que representa el desempleo para los jóvenes pone en peligro la cohesión social<sup>22</sup>. El desempleo juvenil tiende a ser elevado en las economías con mercados laborales que brindan una fuerte protección a los trabajadores experimentados, ofrecen salarios mínimos elevados y no tienen suficientes programas de formación vocacional y para aprendices. En muchas economías emergentes y en desarrollo, la fuerte protección laboral en el sector formal empuja al empleo —especialmente de los jóvenes— al sector informal. Lo ideal es encontrar un término medio, a través de una regulación apropiada del mercado de productos y del trabajo, entre el segmento protegido/formal y desprotegido/informal. España, por ejemplo, ha iniciado reformas en ese sentido. Recortar los costos fijos del empleo promueve la contratación cuando la incertidumbre es aguda. Además, se necesitan programas sólidos de formación de aprendices para quienes no pueden cursar estudios universitarios.

### Las políticas todavía no son suficientemente proactivas

Muchos retos para la política económica siguen sin abordarse, y otros nuevos pasan a primer plano. Entre aquellos predominan el saneamiento y la reforma de los sectores financieros; la formulación de planes de ajuste fiscal a mediano plazo y la reforma de los programas de derechos a prestaciones en las economías avanzadas, y la implementación de políticas cambiarias y estructurales que promuevan el reequilibramiento de la demanda mundial en las economías de mercados emergentes con grandes superávits externos. Los principales desafíos nuevos tienen que ver con los trastornos de la oferta de materias primas y el recrudecimiento de los riesgos macroeconómicos y financieros en las principales economías de mercados emergentes. En el ínterin, el desempleo

<sup>22</sup>Según encuestas realizadas en Estados Unidos entre 1972 y 2006, las personas que vivieron una recesión entre los 18 y los 25 años suelen tener menos fe en el esfuerzo personal, sentir que las desigualdades son más marcadas y confiar menos en las instituciones públicas (véase Giuliano y Spilimbergo, 2009). El desempleo entre los 18 y los 25 años también tiene un efecto negativo más marcado en el ingreso percibido durante toda la vida laboral (véase Kahn, 2010).

es muy elevado en muchas economías avanzadas y en una serie de economías de mercados emergentes. Es fundamental hacer frente a los distintos retos para la política macroeconómica y financiera a fin de fortalecer el producto y el crecimiento del empleo.

Urge que las economías avanzadas progresen más en la corrección de los problemas a mediano plazo. Entre las prioridades máximas se cuentan el saneamiento y la reforma del sector financiero y el ajuste fiscal a mediano plazo. La acción en el sector financiero es clave para lograr normalizar con más rapidez la política macroeconómica, lo cual ayudaría a protegerse de la acumulación de nuevos desequilibrios, en las economías de mercados emergentes entre otras. En un plano general, una mayor certidumbre en torno a las perspectivas de la política económica podría ayudar a apuntalar la recuperación de la inversión y del empleo, y al mismo tiempo serviría de ancla a los mercados financieros.

Muchas economías emergentes y en desarrollo parecen haber experimentado una fuerte mejora del desempeño producto-inflación en la última década, algo parecido a lo que ha dado en conocerse como la “Gran Moderación” en las economías avanzadas. El reto para las economías emergentes y algunas economías en desarrollo consiste en lograr que esta moderación “real” no se vea perjudicada por el avance de los precios de los alimentos y de las materias primas, ni por crecientes excesos financieros. Como los cambios de la orientación monetaria o fiscal tardan un tiempo considerable en afectar la economía, las autoridades deben actuar sin demora para evitar un nuevo ciclo de auge-colapso. Las políticas que corresponde adoptar varían según la situación cíclica y externa de cada economía. Sin embargo, en muchas es necesario adoptar políticas macroeconómicas más restrictivas. En las economías emergentes con grandes superávits externos, es necesaria la apreciación del tipo de cambio para mantener el equilibrio interno —frenando las presiones inflacionarias y la expansión crediticia excesiva— y promover el reequilibramiento de la demanda mundial. Las herramientas prudenciales y los controles de capital pueden desempeñar un papel complementario útil, pero no deben ocupar el lugar del endurecimiento de la política macroeconómica. Asimismo, se necesitan políticas sociales que

protejan debidamente a los pobres de los elevados precios de los alimentos.

Para que la recuperación tenga una base más sólida a mediano plazo es fundamental avanzar más en el reequilibramiento de la demanda mundial. Ello requerirá la colaboración de muchos, especialmente ajuste fiscal en las economías con déficits externos críticas y mayor flexibilidad cambiaria y reformas estructurales que eliminen las distorsiones que promueven el ahorro en economías con superávits críticas.

El perfil general de la política macroeconómica de respuesta esbozada aquí fue recibido muy bien en la reunión del G-20 de Seúl en noviembre de 2010. Sin embargo, ahora que ha pasado lo peor de la crisis, se están diluyendo el imperativo de actuar y la voluntad de cooperar. Sería un error que las economías avanzadas postergaran el ajuste fiscal hasta que las economías de mercados emergentes con superávit no eliminen las distorsiones que están frenando el reequilibramiento de la demanda mundial. Aunque la eliminación de las distorsiones que promueven el ahorro en economías emergentes con superávits externos críticas ayudaría a respaldar el crecimiento y lograr la consolidación fiscal en economías avanzadas clave, un avance insuficiente en ese ámbito no puede ser excusa para la inacción fiscal. Además, muchas economías de mercados emergentes no pueden darse el lujo de esperar hasta que las economías avanzadas adopten políticas más restrictivas para proceder a endurecer sustancialmente sus propias políticas. La tarea que tienen por delante las autoridades es convencer a sus respectivas poblaciones de que estas políticas son las que más convienen a sus intereses económicos, más allá de lo que estén haciendo otros países.

Las autoridades deben cerciorarse de que el ajuste y la reforma estructural no hagan flaquear el respaldo a favor de la globalización. Por un lado, es alentador ver que las economías no recurrieron al proteccionismo durante la Gran Recesión. Por el otro, es desconcertante comprobar que el respaldo a los mercados abiertos parece estar menguando, como lo demuestra, entre otras cosas, el decepcionante avance de la Ronda de Doha. La apertura comercial ha sido un potente motor de crecimiento. Si el diseño de las políticas de gasto y tributación y de las reformas estructurales no promueve el respaldo popular a favor de la globalización, existe el riesgo de que la actividad de las

economías avanzadas, emergentes y en desarrollo siga una trayectoria de crecimiento mucho más baja que durante la década previa a la crisis. Por ende, las autoridades tendrán que prestar más atención que nunca al impacto del ajuste en la distribución del ingreso.

## Apéndice 1.1. Índices de condiciones financieras

*El autor de este apéndice es Troy Matheson.*

Hace poco se crearon índices de condiciones financieras (ICF) para Estados Unidos y la zona del euro a fin de evaluar las condiciones financieras actuales y su posible evolución a mediano plazo<sup>23</sup>. En este apéndice se exponen la metodología y los indicadores utilizados para elaborar los ICF, se describe brevemente cómo se proyectan los ICF y se evalúan las proyecciones históricas de la brecha del producto basadas en estos índices.

A grandes rasgos, los ICF pueden considerarse un promedio ponderado de diversos indicadores de condiciones financieras. Se estandarizan para que tengan una media cero y una desviación estándar de 1; los valores positivos representan un endurecimiento de las condiciones financieras, y los negativos, una flexibilización. Una característica útil de los ICF es que pueden descomponerse en los aportes de cada uno de los indicadores utilizados para su elaboración. En el gráfico 1.20 se presentan los ICF de Estados Unidos y la zona del euro, junto con los aportes totales de tres tipos de indicadores: diferenciales (tasas de interés, diferenciales de interés, curvas de rendimiento), precios (tipos de cambio, precios) y cantidades (dinero, crédito y encuestas de préstamos bancarios).

### Estimación de los ICF

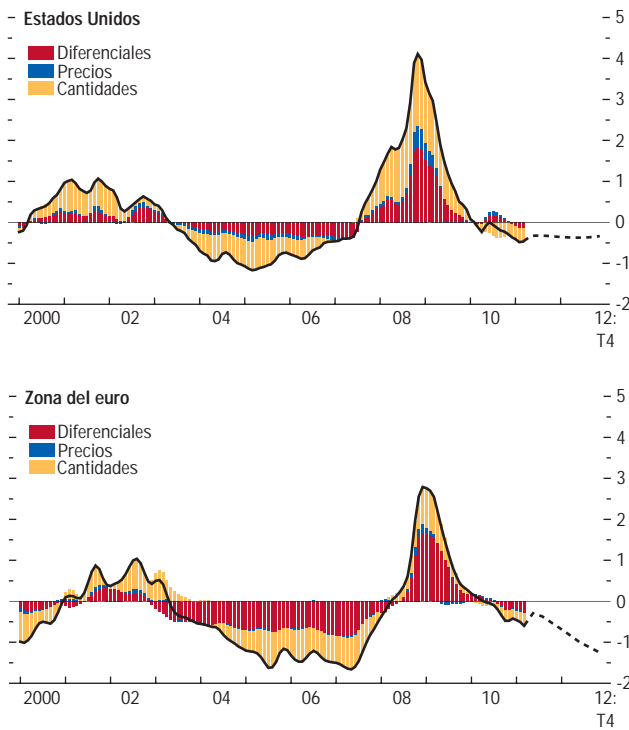
Los ICF se estiman mediante la utilización de un modelo de factores dinámicos<sup>24</sup>. El modelo de factores dinámicos supone que cada indicador

<sup>23</sup> Swiston (2008) formuló un ICF para Estados Unidos utilizando una metodología distinta de la que se emplea aquí.

<sup>24</sup> Véanse Giannone, Reichlin y Small (2008); Matheson (2010, 2011), y Liu, Romeu y Matheson (de próxima publicación). Se puede consultar el detalle de los supuestos que sirven de base al modelo y su estimación con el filtro de Kalman en Giannone, Reichlin y Sala (2005).

**Gráfico 1.20. Índice de condiciones financieras<sup>1</sup>**

(Positivo = endurecimiento; desviaciones estándar respecto del promedio)



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

<sup>1</sup>Los datos históricos son mensuales y las proyecciones (líneas punteadas) son trimestrales.

estandarizado de las condiciones financieras,  $y_p$  puede descomponerse en un componente común,  $\chi_p$  y un componente idiosincrásico,  $\varepsilon_p$ . El componente común capta el grueso de la covariación entre  $y_t$  y los demás indicadores del conjunto de datos; a la vez, se supone que el componente idiosincrásico básicamente afecta solo a  $y_t$ :

$$y_t = \chi_t + \varepsilon_p \text{ donde } \varepsilon_t \sim \mathcal{N}(0, \psi), \quad (\text{A.1.1.1})$$

donde  $\chi_t = \lambda F_p$ . Por lo tanto, el componente común no es más que un factor común escalado,  $F_p$  que se estima utilizando todo el conjunto de indicadores financieros. El ICF se define como ese factor común.

La dinámica del ICF se plasma en un proceso autorregresivo:

$$F_t = \sum_{i=1}^p \beta_i F_{t-i} + v_t \text{ donde } v_t \sim \mathcal{N}(0, 1), \quad (\text{A.1.1.2})$$

donde las  $\beta_i$  son coeficientes y  $p$  es la longitud del rezago del proceso. La longitud del rezago,  $p$ , se selecciona utilizando los criterios de información de Schwartz y Bayes.

Una ventaja clave de este marco es que los ICF pueden estimarse cuando faltan valores de algunos indicadores a causa de rezagos en la publicación, lo que permite utilizar oportunamente toda la información disponible.

**Descripción de los datos**

Seleccionar datos de un gran conjunto de indicadores financieros para cada país es un paso de vital importancia. La mayoría de las series se miden con frecuencia mensual, y el resto se mide en forma diaria o trimestral. Antes de la estimación, todas las series se convierten a frecuencia mensual, de ser necesario se transforman para eliminar las tendencias a largo plazo (desestacionalidad) y se estandarizan<sup>25</sup>. El período de muestra de los ICF utilizado aquí comienza en 1994. Los indicadores que no están disponibles para todo el período, como los datos de encuestas de la zona

<sup>25</sup>Las series trimestrales están interpoladas, mientras que las series diarias se convierten a promedios mensuales. Las diferencias logarítmicas trimestrales se toman de los indicadores no estacionarios. El resto de los indicadores no se transforma.

del euro, se aplican retroactivamente empleando el modelo de factores dinámicos. En la práctica, los ICF se proyectan hasta el final del trimestre con los indicadores financieros más recientes.

Los indicadores que se utilizan en el ICF de cada país y la información sobre cómo se clasifican y transforman los indicadores pueden consultarse en Internet ([www.imf.org/weoforum](http://www.imf.org/weoforum)). Además, los cuadros incluyen cargas factoriales estimadas,  $\chi$ , que reflejan la ponderación de cada indicador. Cada carga puede tener un valor positivo o negativo, según el valor alto o bajo del indicador en cuestión, que puede implicar un endurecimiento o una flexibilización de las condiciones financieras. Los datos de la encuesta entre especialistas en crédito (*Senior Loan Officer Survey*, o SLOS), en los que una cifra positiva indica un endurecimiento de las condiciones financieras, suelen tener cargas factoriales positivas elevadas. Algunos de los indicadores de la categoría “diferenciales” también tienen cargas factoriales elevadas, como el diferencial entre el bono BAA y el bono público a 10 años de Estados Unidos, y, en la zona del euro, entre el bono empresarial de alto rendimiento y el bono público a 10 años. Las cargas negativas suelen predominar en la categoría de “precios”, a causa de la tendencia de los precios a aumentar cuando se distienden las condiciones financieras.

### Proyecciones de las condiciones financieras

Se adopta el siguiente modelo de vectores autorregresivo (VAR) trimestral de economía cerrada como referencia para poder proyectar los ICF:

$$\begin{bmatrix} Y_t \\ \pi_t \\ r_t \end{bmatrix} = \sum_{i=1}^k \begin{bmatrix} A_{Y,Y,i} & A_{Y,\pi,i} & A_{Y,r,i} \\ A_{\pi,Y,i} & A_{\pi,\pi,i} & A_{\pi,r,i} \\ A_{r,Y,i} & A_{r,\pi,i} & A_{r,r,i} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Y_{t-i} \\ \pi_{t-i} \\ r_{t-i} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \mu_{Y,t} \\ \mu_{\pi,t} \\ \mu_{r,t} \end{bmatrix}, \quad (\text{A.1.1.3})$$

donde  $Y_t$  es la brecha del producto,  $\pi_t$  es el nivel general de inflación y  $r_t$  es una tasa de interés real a corto plazo (las  $A$  son coeficientes, las  $\mu$  son residuos y la longitud del rezago del proceso es  $k$ )<sup>26</sup>.

Para cada país, el ICF se agrega a la VAR de referencia y las proyecciones del ICF se condicionan a la evolución prevista de las demás variables. Específicamente, dadas las proyecciones de la brecha del

<sup>26</sup> Antes de la estimación se le sustrae la media a la inflación y a la tasa de interés.

producto, la inflación y las tasas de interés real<sup>27</sup>, la VAR ampliada se utiliza en esencia para “revertir” la proyección del ICF expresada de manera implícita.

### Desempeño de la proyección

A fin de determinar la confiabilidad de las proyecciones de ICF, se lleva a cabo una evaluación de la proyección fuera de la muestra para el período comprendido entre el primer trimestre de 2004 y la actualidad. El ICF se estima una vez por trimestre con todos los datos que habrían estado disponibles al comienzo del tercer mes de cada trimestre<sup>28</sup>. Todas las variables se proyectan utilizando la VAR (sin información condicionante). Empleando las últimas estimaciones disponibles de la brecha del producto como meta de las proyecciones, se computa la raíz cuadrada del error cuadrático medio de las proyecciones con dos y cuatro meses de anticipación con respecto a los datos del PIB real que habrían estado disponibles en ese momento.

A los fines de la comparación, también se computa la raíz cuadrada del error cuadrático medio de otras proyecciones diversas: una proyección autorregresiva; una proyección de la VAR de referencia, sin el ICF, y proyecciones de la VAR de referencia ampliada con cada uno de los indicadores subyacentes por separado<sup>29</sup>. La raíz cuadrada del error cuadrático medio de cada modelo en relación con la de la autorregresión se muestra en los paneles de la derecha de los cuadros; un número menor que 1 indica que esta proyección es más precisa que la de la autorregresión.

Tanto en el caso de Estados Unidos como en el de la zona del euro, el desempeño de la proyección de la VAR ampliada con el ICF es bueno, en relación con el de los demás modelos. La proyección de ICF se desempeña mejor que la proyección de

<sup>27</sup> Esas proyecciones se toman de un modelo mucho más amplio y complejo: el Modelo de Proyección Mundial (GPM, por sus siglas in inglés) (Carabenciov *et al.*, de próxima publicación).

<sup>28</sup> Dada la falta de datos disponibles, no se utilizan datos históricos en tiempo real. En su lugar, se utiliza la generación de datos más reciente para simular los datos disponibles en cada momento en que se realiza una proyección. Las brechas del producto y las tasas de interés reales a corto plazo en tiempo real simplemente se toman de las estimaciones más recientes del GPM.

<sup>29</sup> En cada trimestre, se vuelve a estimar todas las VAR y las autorregresiones, y se vuelve a seleccionar todos los rezagos utilizando los criterios de información de Schwartz y Bayes.



autorregresión y que todas las demás proyecciones de la VAR en el caso de Estados Unidos. En cuanto a la zona del euro, la proyección de ICF es por lo menos tan precisa como la de casi todos los demás métodos, a excepción únicamente de la VAR ampliada con un indicador de la encuesta *Senior Loan Officer Survey*.

## Apéndice 1.2. Evolución y perspectivas del mercado de materias primas

*Los autores de este apéndice son Thomas Helbling, Shaun Roache y Joong Shik Kang. Nese Erbil, Marina Rousset y David Reichsfeld se encargaron de la investigación.*

### Panorama de la evolución reciente y las perspectivas

Desde mediados de 2010, los precios de todas las materias primas principales han subido con fuerza, en lugar de experimentar una estabilización general como se esperaba en el momento de la publicación de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*. El índice general de precios de las materias primas que elabora el FMI aumentó un 32% entre junio de 2010 y febrero de 2011. Ya ha recuperado más de la mitad de su caída desde el máximo cíclico de julio de 2008 y permanece elevado en términos reales. Los aumentos de los precios de los alimentos fueron especialmente notorios en el segundo semestre de 2010, mientras que a fines de enero de 2011 los riesgos de la oferta de petróleo pasaron a primer plano como resultado de los disturbios en Oriente Medio y Norte de África (OMNA).

La propagación de estos disturbios a los exportadores de petróleo de la región de OMNA incrementó los riesgos de oferta de petróleo y provocó algunas interrupciones de poca envergadura, pues las pérdidas de producción de Libia se vieron compensadas en gran parte por un aumento de la producción en Arabia Saudita y otros productores del Golfo Pérsico. Como reacción a ese shock, los precios del petróleo subieron de alrededor de \$95 el barril a fines de enero a \$110 a principios de marzo, en parte a causa del incremento de las existencias deseadas por motivos precautorios.

Sin embargo, además de ese shock de la oferta de petróleo, por ahora moderado, gran parte de la

inesperada fortaleza de los precios desde mediados de 2010 es consecuencia de que hayan mermado los temores de recaída en la recesión a causa de la tensión financiera en la zona del euro y del ímpetu cíclico, puesto que el crecimiento económico mundial fue corregido al alza una y otra vez el año pasado (gráfico 1.21, paneles superiores). Las economías emergentes con uso intensivo de materias primas, como China, continúan realizando un aporte importante al crecimiento de la demanda; pero el consumo, sobre todo de la energía, también se recuperó con rapidez en las economías avanzadas. En algunos casos, el aumento de la demanda fue mayor que el esperado, dadas las relaciones observadas en el pasado entre el crecimiento económico y el consumo de materias primas; esa relación pone de manifiesto la incertidumbre asociada a los cambios estructurales en los mercados de materias primas a causa del crecimiento de las economías de mercados emergentes, que es acelerada y exige grandes volúmenes de materias primas. Como era de esperar, la respuesta de la oferta a una demanda mayor que la prevista ha sido limitada, como se refleja en las bajas elasticidades-precio de la oferta a corto plazo. Como resultado, el equilibrio de mercado se alcanzó mediante una utilización inesperadamente fuerte de las existencias de muchas materias primas. La disminución de la oferta en los mercados físicos de materias primas se hace evidente en el aplanamiento de las curvas de futuros y, en algunos casos, como en el del petróleo y el cobre, en una inversión de los valores naturales de los futuros (gráfico 1.21, paneles centrales).

Los shocks meteorológicos de la oferta fueron importantes en los mercados de alimentos en la segunda mitad de 2010. Específicamente, como consecuencia de las condiciones meteorológicas adversas de 2010, fueron inferiores a lo previsto las cosechas de trigo (Rusia y Ucrania), arroz, caucho, algodón y hortalizas locales (Asia meridional y sudoriental), maíz (Estados Unidos) y azúcar (India). En particular en Asia, el fenómeno climático La Niña se manifestó de una de las formas más severas de los últimos 50 años, lo que contribuyó a esa reducción. La demanda se mantuvo sólida, en parte a causa de un pronunciado rebote de la producción de biocombustibles. Las reacciones de los precios a los retrocesos de la oferta se vieron exacerbadas por restricciones comerciales (por

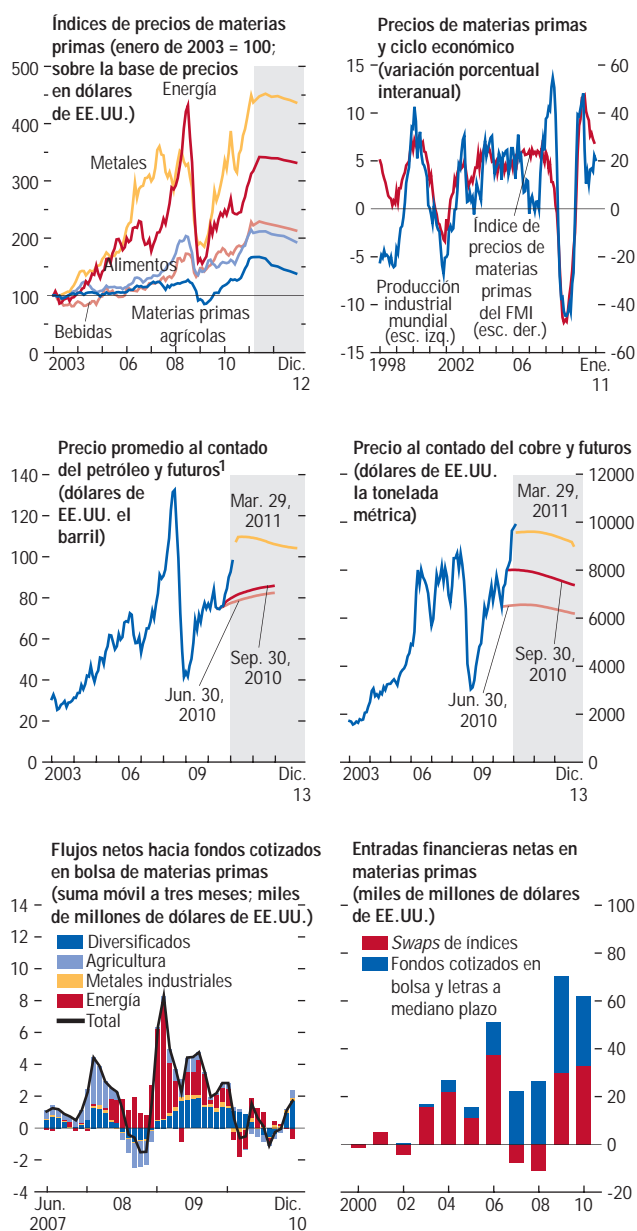


ejemplo, la prohibición de la exportación de cereales en Rusia y los cupos a la exportación de cereales en Ucrania en 2010). Todos esos acontecimientos retrasaron la recomposición de las existencias, que en el caso de algunos cultivos importantes se mantuvieron en niveles muy bajos.

Los cambios en el ámbito de la política monetaria y el mejoramiento de las condiciones financieras también contribuyeron a incrementar los precios de las materias primas, en parte manteniendo bajos los costos de financiamiento de las existencias durante más tiempo que el previsto a principios de 2010. También ha influido la renovada depreciación del dólar de EE.UU.

Los mercados de materias primas continuaron avanzando en el proceso de financiarización; los activos vinculados a materias primas en gestión financiera alcanzaron un nuevo récord de alrededor de \$376.000 millones al final de 2010<sup>30</sup>. Los flujos netos hacia productos comercializados en la bolsa y *swaps* de índices de materias primas fueron significativos y mostraron niveles similares a los de 2009, lo que indica un gran interés tanto entre los inversionistas minoristas como entre los institucionales (gráfico 1.21, paneles inferiores). Los efectos de esos flujos siguen siendo objeto de debate pero, en teoría, el impacto que produce en los precios la inversión financiera en materias primas es ambiguo. Por un lado, los inversionistas bien informados y racionales deberían sumar liquidez a los mercados de derivados de materias primas, lo que reduciría la volatilidad de los precios. Además, su presencia debería facilitar el descubrimiento de precios y mantenerlos más alineados con los parámetros fundamentales de la oferta y la demanda. Por otro lado, los inversionistas mal informados podrían dejarse llevar por sus emociones o por reglas rígidas de inversión en lugar de guiarse por los parámetros fundamentales, lo cual contribuiría a la volatilidad de los precios. Como fiel reflejo de las ambigüedades del aspecto teórico, no existen datos empíricos sólidos de que la inversión financiera en materias primas haya sido un factor importante en los últimos ciclos de precios ni, a nivel más general, en la formación de los precios de las materias primas.

Gráfico 1.21. Precios de las materias primas



Fuentes: Bloomberg Financial Markets y estimaciones del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>El precio promedio al contado del petróleo denota un promedio igualmente ponderado de tres precios al contado de petróleo crudo: West Texas Intermediate (WTI), Dated Brent y Dubai Fateh.

<sup>30</sup>De acuerdo con estimaciones de Barclays Capital.

## Perspectivas

Las perspectivas macroeconómicas continúan siendo propicias para los precios de las materias primas. Las proyecciones de crecimiento de *Perspectivas de la economía mundial* sugieren que las economías de mercados emergentes —y entre ellas China— seguirán liderando la expansión. De todos modos, se prevé que el aumento de la demanda se desacelere un poco, en parte porque se proyecta que se moderará el crecimiento económico de algunas grandes economías de mercados emergentes. Además, el consumo de materias primas podría realinearse con los niveles de actividad, en lugar de crecer con más rapidez que la actividad, como sucedió en 2010. En términos generales, se prevé que se incrementará la reacción de la oferta al aumento de la demanda, y los precios de los futuros reflejan la expectativa de que, dados los altos precios actuales, en algunos sectores se aprovechará la capacidad excedentaria (como en el caso del petróleo), y las condiciones meteorológicas volverán a la normalidad (en el caso de los alimentos). Globalmente, las proyecciones de los precios de las materias primas se encuentran por lo tanto basadas en cierta moderación del equilibrio oferta-demanda y de las presiones al alza que sufren los precios.

Sin embargo, los riesgos para los precios de las materias primas siguen inclinándose al alza, y el principal motivo de inquietud es aún la posibilidad de deficiencias de la oferta. Los riesgos para los precios del petróleo son particularmente preocupantes, dada la combinación de un crecimiento mundial un poco debilitado pero aún vigoroso, la disminución de los riesgos a la baja para el crecimiento mundial generados por otras fuentes y el recrudescimiento de los riesgos geopolíticos para la oferta de petróleo. Hasta el momento, la respuesta de los mercados a los trastornos de la oferta en Libia ha sido modesta en términos históricos, dada la magnitud de la oferta perdida. Los aumentos compensatorios de la producción por parte de otros miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) han contribuido cierta estabilidad, pero las percepciones de los riesgos para la oferta petrolera aún podrían desestabilizarse, sobre todo en un ambiente de crecimiento pujante. Los riesgos para los precios de

los alimentos siguen siendo elevados debido a las escasas existencias de reserva.

Más allá de los próximos 12 meses, la capacidad de la oferta para mantenerse al ritmo de la demanda —a la luz de las proyecciones de crecimiento de *Perspectivas de la economía mundial*— se ha tornado más incierta para una amplia variedad de recursos, entre ellos el petróleo crudo, como se destaca en el capítulo 3. A mediano plazo, los precios reales de las materias primas probablemente tengan que mantenerse altos o incluso aumentar más para que haya suministros adicionales de recursos de mayor costo.

## Mercado de energía: Evolución y perspectivas

Como consecuencia del aumento generado en la demanda precautoria y las primas de riesgo por el shock de oferta que provocaron los sucesos en la región de OMNA, los precios del petróleo dieron un gran salto, a alrededor de \$110 el barril. Antes de que comenzaran los disturbios en la región, se habían instalado decididamente por encima de la banda de \$70–\$80, dentro de la cual se habían mantenido las fluctuaciones de precios durante gran parte de 2010. La volatilidad a corto plazo del precio del petróleo (medida según la volatilidad implícita de las opciones de compra de futuros sobre petróleo a tres y seis meses) ha permanecido baja, pese a la agudización de los riesgos de la oferta petrolera, cerca de los niveles promedio registrados antes de la crisis financiera mundial.

El alza de los precios del petróleo que precedió al comienzo del shock de oferta reflejó varios factores. El crecimiento anual de la demanda de petróleo fue de 3,4% en 2010; es decir, la tasa más alta desde 2004 y alrededor del doble de la tasa esperada a principio de año (cuadro 1.2; gráfico 1.22, panel superior derecho). Parte de ese aumento imprevistamente fuerte de la demanda de petróleo se debe a que el crecimiento económico mundial efectivo fue más rápido en 2010, del orden de 1%–1½% en comparación con los pronósticos de fines de 2009 y principios de 2010. Otra parte del fenómeno refleja factores específicos del petróleo, como los cambios en la política energética de China, que redujeron la oferta de electricidad para algunos sectores y provo-

## Cuadro 1.2. Demanda y producción mundial de petróleo por región

(Millones de barriles diarios)

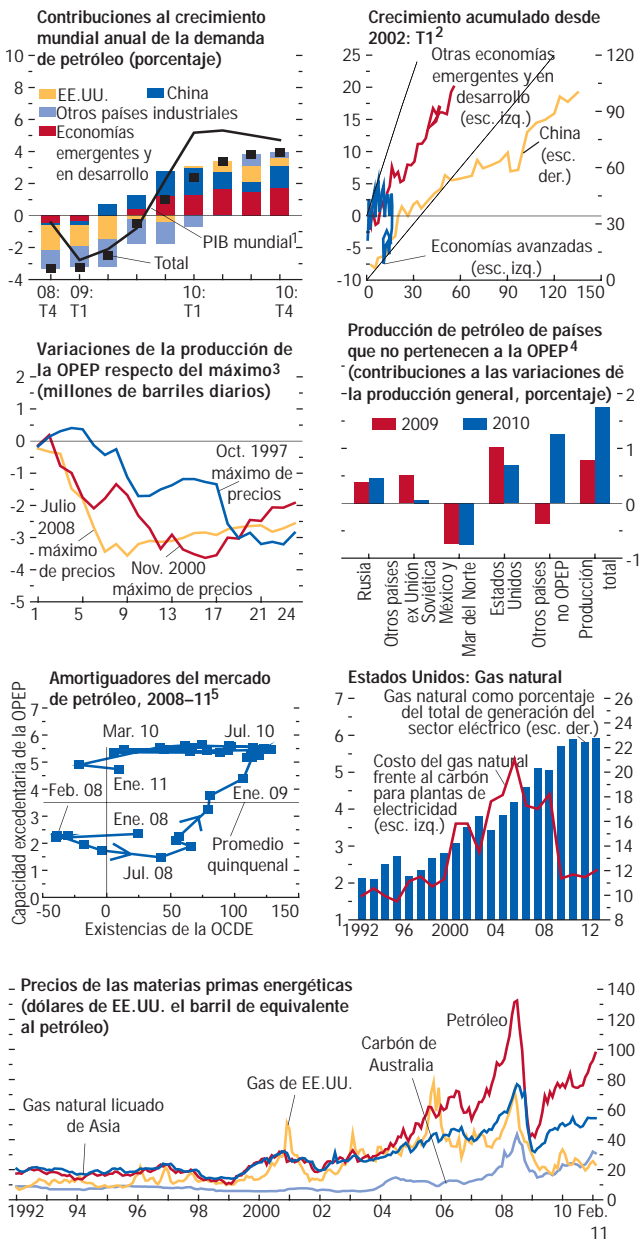
	2009	2010	2011 Proy.	2010 S1	2010 S2	Variación porcentual interanual							
						2004–06 Prom.	2007	2008	2009	2010	2011 Proy.	2010 S1	2010 S2
<b>Demanda</b>													
Economías avanzadas	44,9	45,7	45,6	45,2	46,2	0,5	-0,4	-3,5	-4,0	1,8	-0,2	0,6	2,9
<i>De las cuales:</i>													
Estados Unidos	19,1	19,5	19,6	19,3	19,7	1,1	-0,1	-5,9	-3,7	2,4	0,3	1,6	3,2
Zona del euro	10,5	10,5	10,3	10,3	10,6	0,1	-1,5	-0,6	-6,0	-0,3	-1,1	-2,8	2,2
Japón	4,4	4,4	4,3	4,4	4,4	-1,4	-3,1	-4,9	-8,8	1,3	-2,8	0,7	1,9
Economías recientemente industrializadas de Asia	4,6	4,9	4,9	4,8	4,9	1,5	4,5	-1,5	3,5	5,5	1,4	5,8	5,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	40,1	42,2	43,8	41,6	42,8	4,4	4,3	3,1	1,9	5,2	3,6	5,4	5,0
<i>De las cuales:</i>													
América	5,6	5,9	6,1	5,8	6,0	4,4	5,7	5,4	0,1	5,0	3,3	4,8	5,1
Comunidad de Estados Independientes	4,0	4,3	4,4	4,2	4,4	1,2	2,5	2,7	-5,4	7,1	2,5	6,3	7,8
Economías en desarrollo de Asia	23,6	24,9	25,9	24,8	24,9	4,9	5,2	1,7	5,6	5,5	4,2	6,1	4,8
China	8,4	9,4	10,0	9,1	9,6	9,4	4,6	2,3	8,0	12,0	6,5	14,5	9,9
India	3,3	3,3	3,4	3,4	3,3	3,9	6,5	4,0	5,7	2,3	3,2	2,6	2,0
Oriente Medio y Norte de África	8,7	9,0	9,3	8,8	9,1	5,3	3,6	5,4	3,2	3,2	3,0	3,7	2,8
Mundo	85,0	87,9	89,4	86,8	89,0	2,1	1,6	-0,6	-1,3	3,4	3,5	2,9	3,9
<b>Producción</b>													
OPEP (composición actual) <sup>1, 2</sup>	33,5	34,5	35,7	34,2	34,8	4,4	-1,0	2,9	-6,0	4,7	3,5	2,9	3,1
<i>De la cual:</i>													
Arabia Saudita	9,5	9,8	...	9,6	9,9	2,4	-4,7	4,2	-9,1	3,1	...	1,7	4,6
Nigeria	2,1	2,4	...	2,3	2,5	2,3	-4,7	-8,2	-0,4	16,1	...	16,3	16,0
Venezuela	2,4	2,4	...	2,4	2,4	3,2	-7,8	-2,0	-7,8	3,1	...	4,7	1,5
Iraq	2,5	2,4	...	2,4	2,4	15,5	9,9	14,3	2,5	-2,2	...	-1,1	-3,3
Países no miembros de la OPEP <sup>2</sup>	51,7	52,8	53,6	52,6	53,1	0,8	0,8	-0,2	1,8	2,2	1,5	2,6	1,8
<i>De los cuales:</i>													
América del Norte	13,6	14,1	14,2	14,0	14,3	-1,2	-0,5	-3,8	2,2	3,7	0,3	3,6	3,7
Mar del Norte	4,2	3,8	3,7	4,0	3,6	-6,8	-5,0	-5,0	-4,3	-8,8	-2,0	-7,4	-10,4
Rusia	10,2	10,5	10,5	10,4	10,5	4,8	2,4	-0,7	2,0	2,4	0,6	3,0	1,7
Otros países de la ex Unión Soviética <sup>3</sup>	3,1	3,1	3,2	3,1	3,1	9,0	11,5	3,2	9,2	1,1	2,7	2,2	0,0
Otros países no miembros de la OPEP	20,6	21,4	22,0	21,1	21,6	1,7	1,1	3,2	1,8	3,6	3,2	4,0	3,2
Mundo	85,2	87,4	89,4	86,8	87,9	2,2	0,1	1,0	-1,4	3,2	1,6	2,7	2,3
<b>Demanda neta<sup>4</sup></b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>...</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,3</b>

Fuentes: Agencia Internacional de Energía, *Oil Market Report*, marzo de 2011; y cálculos del personal técnico del FMI.<sup>1</sup>OPEP = Organización de Países Exportadores de Petróleo. Incluye Angola (que se unió a la OPEP en enero de 2007) y Ecuador, que regresó en noviembre de 2007, tras haber suspendido su calidad de miembro entre diciembre de 1992 y octubre de 2007.<sup>2</sup>Los totales se refieren al total de petróleo crudo, petróleo condensado, líquidos de gas natural y petróleo de fuentes no convencionales.<sup>3</sup>Los países de la ex Unión Soviética son Azerbaiyán, Belarús, Georgia, Kazajstán, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán, Ucrania y Uzbekistán.<sup>4</sup>Diferencia entre demanda y producción. En las columnas de variación porcentual, las cifras representan el porcentaje de la demanda mundial.

caron un aumento de la demanda de diesel. También hubo alzas sorpresivas de la demanda de petróleo en las grandes economías avanzadas; concretamente, en Estados Unidos porque la demanda de combustible fue mayor que la esperada, y en Japón, donde, durante parte del año, la energía generada utilizando petróleo reemplazó a la energía nuclear perdida por cuestiones de mantenimiento (gráfico 1.22, panel superior izquierdo).

La oferta de petróleo reaccionó al aumento inesperado de la demanda, pero no en la mayor medida posible. Se estima que en 2010 la producción petrolera mundial creció 3,2%. La producción de los países que no pertenecen a la OPEP, que superó las expectativas, aportó alrededor de la mitad del aumento sorpresivo de la oferta (gráfico 1.22, segundo panel de la derecha). Las reducciones en la oferta del Mar del Norte se vieron compensadas con creces por los

**Gráfico 1.22. Evolución del mercado mundial de la energía**



Fuentes: Sistema de Precios de Productos Primarios del FMI; Agencia Internacional de Energía, edición de marzo de 2011 de *Oil Market Report*; y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Variación anual, en porcentaje.

<sup>2</sup>Datos hasta el cuarto trimestre de 2010 para las economías avanzadas y China, y hasta el tercer trimestre de 2010 para las economías emergentes. Crecimiento del PIB en el eje de la abscisa y crecimiento de la demanda de petróleo en el eje de la ordenada.

<sup>3</sup>Miembro de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en el primer mes de cada episodio. Meses transcurridos desde el máximo de precio del petróleo en el eje de la abscisa.

<sup>4</sup>Mar del Norte: Noruega y el Reino Unido. Ex Unión Soviética: otros países ex miembros de la Unión Soviética.

<sup>5</sup>Saldos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), desviaciones con respecto al promedio de cinco años (millones de barriles) en el eje de la abscisa; capacidad excedentaria efectiva de la OPEP (millones de barriles diarios) en el eje de la ordenada.

aumentos de producción en otras regiones, sobre todo en Brasil, China, Estados Unidos y Rusia, en respuesta a los incentivos para la inversión y la gestión de campos en declive que resultan de los crecientes precios del petróleo y, en el caso de Rusia, los cambios en el régimen tributario instaurados para cubrir los elevados costos de producción y desarrollo. La producción de petróleo crudo de la OPEP, que está sujeta a cuotas, aumentó 1,8%; es decir, la cuarta parte del alza de la oferta mundial (gráfico 1.22, segundo panel de la izquierda). Sin embargo, su producción de líquidos de gas natural (como el etano, el propano, el butano y la gasolina natural) subió más de 10%; es decir, otra cuarta parte del crecimiento de la oferta mundial.

A causa del rezago del crecimiento de la oferta, se precisó una reducción inesperadamente grande de las existencias del segundo semestre de 2010 a fin de lograr el equilibrio de oferta y demanda, y hoy los coeficientes existencias/utilización se acercan a los niveles promedio de ciclos anteriores (gráfico 1.22, tercer panel de la izquierda). Del mismo modo, las curvas de futuros sobre petróleo se aplanaron en lugar de tender al alza, como en las primeras etapas de la recuperación mundial, lo que indica el fin de la debilidad cíclica de las condiciones del mercado petrolero. Más recientemente, las curvas de los futuros muestran una inversión de los valores naturales, señal de una mayor disminución de la oferta en los mercados físicos, que se revertiría ligeramente durante 2011.

Las perspectivas a corto plazo para el mercado del petróleo dependen fundamentalmente de las perspectivas de mayor estabilidad en algunos países exportadores de la región de OMNA y de la interacción entre la fortaleza de la expansión mundial, la dinámica de la demanda de petróleo y la reacción de la oferta. Las proyecciones actuales de *Perspectivas de la economía mundial* apuntan a que el crecimiento económico mundial se moderará en los próximos 12 meses, lo cual traería aparejada una desaceleración del ímpetu de crecimiento de la demanda de petróleo. Eso debería verse reforzado por una corrección parcial de la reacción excesiva de la demanda de petróleo que suele acompañar a las primeras etapas de una recuperación en la actividad a nivel mundial (véase el capítulo 3).

En cuanto a la oferta, para 2011 se espera un crecimiento modesto de la capacidad en los países

que no pertenecen a la OPEP, parcialmente debido a los cuellos de botella de 2006–08 en las inversiones petroleras. Como resultado, según las proyecciones de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*, la presión sobre la producción de crudo de la OPEP aumentará marcadamente en 2011<sup>31</sup>. Por lo tanto, las decisiones de producción de la organización tendrán un papel clave en la determinación de la situación del mercado de petróleo. Los miembros de la OPEP ya han comenzado a recurrir a su capacidad excedentaria para compensar las pérdidas causadas por trastornos de la oferta de otros productores de la región de OMNA. Ese compromiso ha ayudado a mantener bajo control los riesgos de oferta de petróleo. No obstante, es probable que, si continúa el sólido crecimiento a nivel mundial, sea necesario incrementar la producción de petróleo crudo en la OPEP más allá de lo que exigen los trastornos de la oferta en la región de OMNA, a fin de garantizar la estabilidad del mercado petrolero. La aceleración de la producción de petróleo crudo en la OPEP en diciembre de 2010 y enero de 2011, cuando los precios del petróleo se acercaban al umbral de \$100 el barril, sugiere que los miembros de la OPEP siguen preocupados por la rapidez de los aumentos de precios. No obstante, la ausencia de una reacción elástica de la producción cuando los precios superaron la banda de \$70–\$80 generó algo de incertidumbre en los mercados en cuanto a las metas implícitas de precios de los productores de la OPEP.

Hasta ahora, en términos históricos, este shock de la oferta petrolera no ha sido de gran magnitud. Sin embargo, los riesgos para la oferta de petróleo de OMNA probablemente se vayan disipando apenas gradualmente a lo largo de 2011. La serie de riesgos para la oferta petrolera y el vigor ininterrumpido de la actividad mundial —pese a cierta desaceleración— significan que los riesgos al alza para los precios del petróleo seguirán siendo elevados. Los mercados de derivados del petróleo de hecho han comenzado a reflejar en los precios el mayor riesgo que encierran

<sup>31</sup> La “presión sobre la producción de crudo de la OPEP” es la diferencia entre la demanda y la oferta mundial de fuentes ajenas a la producción de petróleo crudo, incluida la producción de LGN por parte de la OPEP. En el cuadro 1.2, la cifra de la producción de la OPEP en 2011 refleja la presión sobre la OPEP y su producción de LGN.

las alzas abruptas de los precios del petróleo en los próximos años. Contra este telón de fondo, los riesgos para los mercados petroleros son ahora un importante motivo de preocupación para la estabilidad económica mundial, como se ha señalado ya en este capítulo. Por el contrario, los riesgos para los mercados petroleros generados por el reemplazo de energía nuclear con energía térmica en Japón a causa de los daños a las plantas nucleares ocasionados por el terremoto de Tohoku serían pequeños. El reemplazo hará subir en última instancia la importación de combustibles fósiles en Japón, pero el impacto en la demanda mundial de petróleo sería limitado, de 0,1%–0,3%. La experiencia y los incentivos derivados de los actuales precios de la energía hacen pensar que más de la mitad de esa necesidad adicional de combustibles fósiles se atenderá mediante una mayor importación de gas natural licuado y, en menor medida, carbón.

A mediano plazo, aun suponiendo que las interrupciones de la oferta en la región de OMNA no duren mucho, se prevé que los precios del petróleo permanezcan altos, a causa de la tensión entre el robusto crecimiento de la demanda de petróleo y el viraje a la baja en la tasa de crecimiento tendencial de la producción mundial de petróleo. En el escenario de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*, se prevé que las tensiones seguirán siendo moderadas. Sin embargo, como se analiza con mayor detalle en el capítulo 3, podrían incrementarse y, en líneas generales, los riesgos de los precios siguen siendo al alza, en vista del riesgo a la baja de la oferta, provocado por las limitaciones a la inversión petrolera subterránea y de superficie y, como pusieron de relieve los acontecimientos de la región de OMNA, los riesgos geopolíticos.

Las diferencias de precios entre los distintos combustibles fósiles aún son importantes, y es probable que la cuota de mercado del petróleo crudo siga disminuyendo (gráfico 1.22, panel inferior). En el mercado de Estados Unidos, los precios del gas natural permanecen bajos en comparación con los del petróleo crudo, a causa de la oferta adicional creada con la extracción de gas de esquisto. Por lo tanto, la cuota de mercado del gas natural seguirá creciendo en Estados Unidos, a medida que la demanda de los usuarios finales continúe respondiendo a los incentivos de



precio (gráfico 1.22, tercer panel de la derecha). El gas natural también podría desempeñar un papel más prominente en la canasta de energías del resto del mundo, pues también se encontraron grandes depósitos de gas de esquisto en otras regiones<sup>32</sup>. Del mismo modo, el carbón es relativamente más barato que el petróleo crudo, y el crecimiento del consumo de carbón superó el de otros combustibles fósiles en la década pasada, lo que pone de relieve la importancia del carbón para satisfacer la demanda mundial de energía primaria, en rápida expansión.

### Mercado de metales: Evolución y perspectivas

En el segundo semestre de 2010 y principios de 2011, los precios de los metales se recuperaron vertiginosamente; el índice de precios de los metales base del FMI aumentó 40% (gráfico 1.23, panel superior izquierdo)<sup>33</sup>. En cuanto a las materias primas en general, los pronunciados aumentos de precios se vieron impulsados principalmente por la recuperación, más fuerte que la esperada, tanto de las economías de mercados emergentes como de las avanzadas, aunque las interrupciones de la oferta también contribuyeron lo suyo. Los precios de los metales y los precios internacionales de las acciones registraron variaciones muy marcadas en el mismo sentido durante todo 2010, reflejando la influencia de factores macroeconómicos comunes y el aumento del apetito de riesgo en los distintos mercados financieros.

Se estima que el consumo mundial de todos los metales base, excepto el estaño, alcanzó un nuevo récord en 2010 (gráfico 1.23, panel superior derecho)<sup>34</sup>. La oferta respondió al aumento de los precios pero sin demasiado ímpetu, en parte por efecto de las normas ambientales más estrictas (por ejemplo, los recortes en la producción de aluminio en China por motivos energéticos) y de conflictos sindicales (como las huelgas en las minas de cobre de

Chile). Como resultado, se redujeron las existencias mantenidas para amortiguar los shocks, que volvieron a los niveles históricos. El coeficiente existencias/utilización del cobre ya está por debajo del promedio histórico (gráfico 1.23, segundo panel de la izquierda). Hasta ahora, es limitado el efecto que tienen los nuevos fondos cotizados en bolsa respaldados por tenencias físicas de metales base sobre las variaciones de las existencias globales, a causa de ciertas características de esos instrumentos de inversión que, en las condiciones actuales de mercado, los hacen menos atractivos que las alternativas respaldadas por futuros<sup>35</sup>. A fines de febrero, la participación de esos productos en las acciones de la Bolsa de Metales de Londres oscilaba entre el 0,1% y el 2,3%.

En cuanto al panorama futuro, el análisis del recuadro 1.5 de la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* sugiere que los mercados de metales base están en una etapa de creciente escasez, lo que se refleja en el aumento del componente tendencial de los precios que sucedió aproximadamente en la última década. En parte, la mayor escasez de metales base se debe al aumento de la demanda de economías de mercados emergentes, sobre todo de China. En el período 2003–07, China originó dos tercios del aumento del consumo mundial de aluminio y cobre, y casi todo el incremento del consumo mundial de estaño, plomo y zinc (cuadro 1.3). A partir de 2008, el aporte de China superó incluso el crecimiento del consumo mundial neto de todos los metales, y el consumo de cobre, níquel y plomo aumentó más de 50%. La participación de China en el consumo mundial de metales base se duplicó a alrededor de 40% en los últimos 10 años como consecuencia de ese fuerte crecimiento (gráfico 1.23, segundo panel de la derecha).

En la actualidad, el consumo de metales de China es superior al de otros países en una etapa similar de desarrollo, lo que probablemente se deba al crecimiento exponencial del sector manufacturero

<sup>32</sup> En el recuadro 3.2 se analizan las perspectivas de la posibilidad de expandir la "revolución" del gas de esquisto de Estados Unidos al resto del mundo.

<sup>33</sup> Los precios del cobre y el estaño batieron récords.

<sup>34</sup> En la segunda mitad de 2010, la demanda de metales base creció más del 8% (interanual), mientras que el crecimiento económico mundial fue de menos del 5% (interanual) en el mismo período.

<sup>35</sup> Los fondos cotizados en bolsa respaldados físicamente por cobre, estaño y níquel se crearon en diciembre de 2010. Puesto que esos metales se negocian con descuento a plazo, se prevé una pérdida de capital por mantener las existencias además del elevado costo físico de mantenerlas. En cambio, el diferencial temporal funciona a favor de las alternativas respaldadas por futuros, que pueden beneficiarse de un rendimiento por traslado positivo.



que experimentó el país en las dos últimas décadas (gráfico 1.23, panel inferior izquierdo). Sin embargo, se prevé que el aumento del consumo de metales de China se modere a partir de 2011 a causa de los recientes esfuerzos por limitar los préstamos bancarios y la inversión en infraestructura, y de la posibilidad de un reequilibramiento gradual de la economía que la aleje de las fuentes de crecimiento con uso intensivo de los metales (gráfico 1.23, panel inferior derecho). Se espera que la moderación del crecimiento del consumo de metales base de este país se vea parcialmente compensada por un aumento de la demanda de las economías avanzadas, donde el consumo de metales base aún permanece aproximadamente un 15% por debajo de los niveles previos a la crisis a pesar de la recuperación en curso. Sin embargo, es probable que el impacto en la demanda mundial producido por el aumento transitorio de la demanda de metales para la reconstrucción en Japón tras el terremoto de Tohoku sea pequeño.

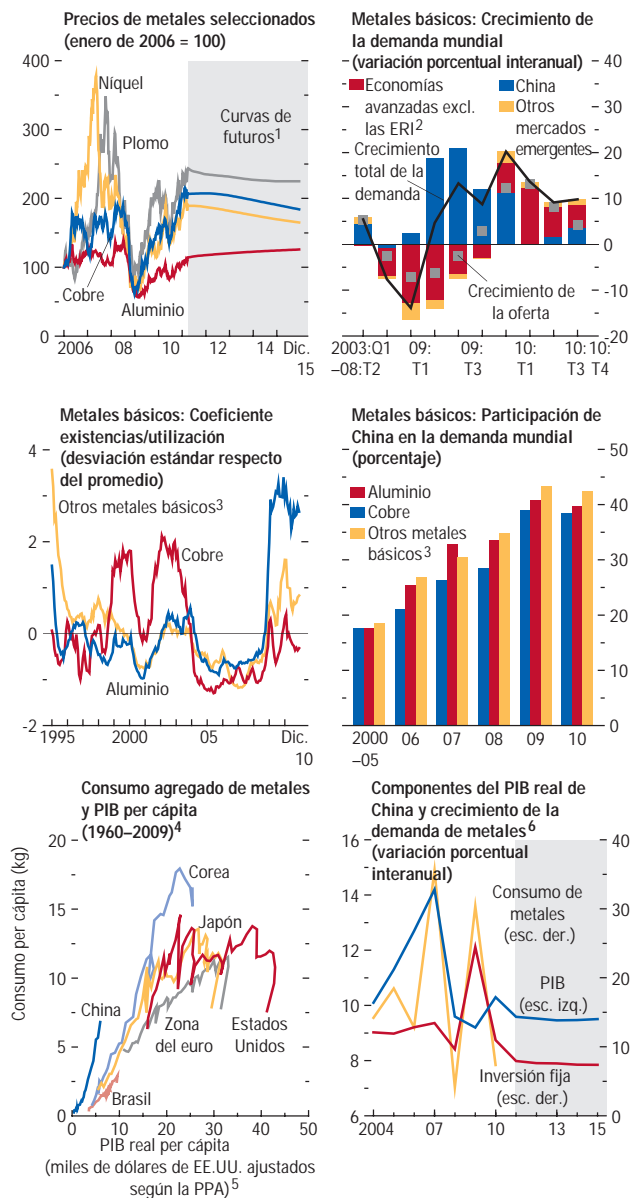
Si bien reacciona ante los precios altos, no se espera que el crecimiento de la producción y de la capacidad aumente al mismo ritmo que la demanda, en especial en el caso del cobre, por la lentitud con la que se crea capacidad minera y el aumento de los costos de la energía. Los riesgos para los precios siguen siendo al alza, puesto que se están reduciendo las existencias amortiguadoras de la mayoría de los metales. Hay expectativas de una moderación del crecimiento de la demanda de China, pero puede haber sorpresas al alza, dados los proyectos a gran escala de construcción de infraestructura y de viviendas públicas que están planificados<sup>36</sup>.

### Mercado de alimentos: Evolución y perspectivas

El índice de precios de alimentos del FMI batió un nuevo récord a principios de 2011 tras haber aumentado alrededor del 41% desde mediados de 2010. Los aumentos de precios han sido generalizados; a la cabeza estuvieron los precios de los cereales, que treparon un 82%, pero los precios de algunos de los cereales principales, como el arroz, aún son considerablemente inferiores a los altos precios de 2008 (gráfico 1.24,

<sup>36</sup> Descritos en el nuevo plan quinquenal de China, que entró en vigor en enero de 2011.

Gráfico 1.23. Evolución de los mercados de metales básicos



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Bolsa de Metales de Londres, Thomson Datastream; Oficina Mundial de Estadísticas del Metal; y estimaciones del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup> Precios al 30 de marzo de 2011.  
<sup>2</sup> ERI indica las economías recientemente industrializadas de Asia: Corea, la RAE de Hong Kong, Singapur y la provincia china de Taiwán.  
<sup>3</sup> Promedio ponderado de plomo, níquel, estaño y zinc.  
<sup>4</sup> Agregado de aluminio, cobre, estaño, níquel, plomo y zinc.  
<sup>5</sup> PPA = paridad del poder adquisitivo.  
<sup>6</sup> PIB y componentes en términos reales, consumo de metales en términos de volumen.

### Cuadro 1.3. Consumo de metales básicos

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	Crecimiento del consumo de:						PIB mundial	Producción industrial de China
	Aluminio	Cobre	Estaño	Níquel	Plomo	Zinc		
<b>Mundo, 1995–2002</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>10,9</b>
<i>Del cual:</i>								
China (porcentaje)	46,1	57,5	54,5	29,4	14,9	39,6	6,8	...
Otros mercados emergentes <sup>1</sup> (porcentaje)	13,5	19,3	29,2	-8,9	14,5	11,2	...	...
<b>Mundo, 2003–07</b>	<b>8,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>	<b>3,0</b>	<b>6,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>	<b>16,6</b>
<i>Del cual:</i>								
China (porcentaje)	67,6	67,4	94,2	130,3	95,7	99,3	9,4	...
Otros mercados emergentes <sup>1</sup> (porcentaje)	7,7	19,7	-0,7	-5,6	0,6	11,2	...	...
<b>Mundo, 2008–10</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>13,1</b>
<i>Del cual:</i>								
China (porcentaje)	159,5	226,3	175,5	153,0	104,3	166,7	12,3	...
Otros mercados emergentes <sup>1</sup> (porcentaje)	5,2	-12,8	-9,3	-7,7	41,0	-0,3	...	...

Fuente: Oficina Mundial de Estadísticas del Metal, *World Metal Statistics Yearbook* (distintas ediciones).

<sup>1</sup>Brasil, India, México y Rusia.

panel superior izquierdo). En cambio, otros grupos de alimentos cuya elasticidad-ingreso es mayor, están superando los máximos previos; entre ellos, las semillas oleaginosas, la carne, el azúcar y los frutos de mar (gráfico 1.24, panel superior derecho). No existe un único factor que explique el repunte de los precios de los alimentos, pero el desencadenante fue una serie de shocks meteorológicos, como sequías e incendios arrasadores en Kazajstán, Rusia y Ucrania (trigo), un verano caluroso y húmedo en Estados Unidos (maíz) y los efectos más generalizados de un fenómeno La Niña particularmente severo en torno a la cuenca del Pacífico (arroz, azúcar y hortalizas locales). En conjunto, esos shocks contribuyeron a una corrección a la baja de 2,7% en la producción mundial de cereales en 2010–11 (gráfico 1.24, primer panel de la izquierda)<sup>37</sup>.

Aunque la oferta ha defraudado, la demanda de los cultivos alimentarios principales se mantuvo sólida, en gran medida por el crecimiento de las economías de mercados emergentes. El crecimiento de la demanda fue inusualmente fuerte durante la mayor parte de la última recesión mundial, y en la actualidad ronda 2,5% (gráfico 1.24, segundo panel de la derecha). Las economías de mercados emergentes, China incluida, son responsables de cerca del 70% o el 80% del crecimiento de la demanda

<sup>37</sup>Proyección del Departamento de Agricultura de Estados Unidos para la campaña de marketing internacional 2010/11 de arroz, maíz y trigo.

de los últimos tres años. Una novedad notable es la creciente presencia de China como importador en los mercados internacionales de cereales, sobre todo de maíz, después de muchos años de autosuficiencia. Ha sido particularmente vigoroso el consumo de semillas oleaginosas, incluidas las de soja, lo cual refleja su mayor elasticidad-ingreso. China se mantiene como el mayor importador del mundo de semillas oleaginosas por un amplio margen.

La demanda de los materiales básicos para biocombustibles también repuntó con más rapidez que la esperada, debido a que el sector del etanol de maíz de Estados Unidos se recuperó de las quiebras generalizadas de 2008–09. Los márgenes operativos del etanol siguen siendo estrechos, pero el sector cuenta con un respaldo considerable en materia de políticas, lo que permite reforzar los precios (gráfico 1.24, tercer panel de la izquierda). El aumento de los precios de los materiales básicos alternativos, en especial el azúcar, también sustentó la demanda de etanol de maíz. Alrededor del 40% de la cosecha de maíz de Estados Unidos, que equivale al 14% del consumo mundial total de maíz, se empleó como materia prima para elaborar etanol en 2010, un aumento de 5 puntos porcentuales con respecto al año anterior.

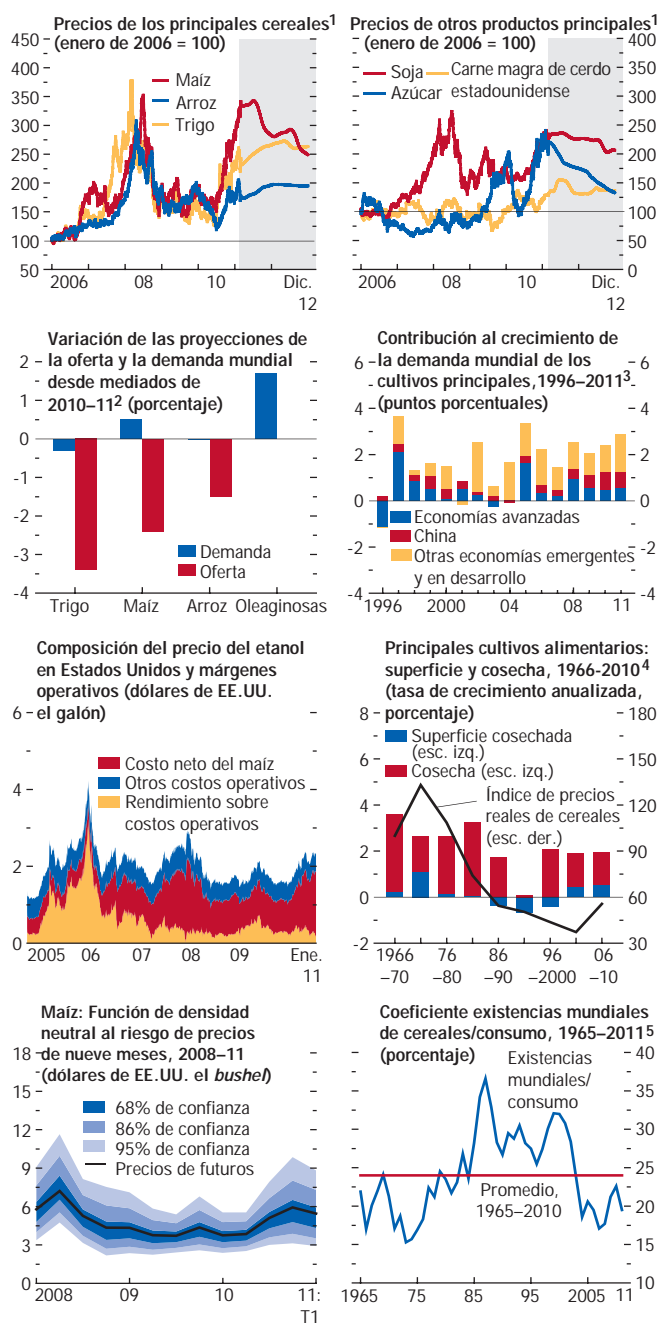
Todos esos factores contribuyeron a mayores exigencias para los mercados físicos, lo que demoró la recomposición de las existencias que se habían agotado en los nueve años que precedieron a la

primera escalada mundial de los precios de los alimentos ocurrida en 2008. Las existencias de algunos cultivos alimentarios, en especial las de maíz, siguen siendo muy escasas, lo que exacerba la volatilidad de los precios.

El panorama de los precios de los alimentos a corto plazo dependerá principalmente de lo que pase con la oferta. La historia sugiere que, si en los próximos 12 meses se normalizan las condiciones meteorológicas, las cosechas deberían recuperar la mayor parte de las pérdidas sufridas en 2010<sup>38</sup>. Por ejemplo, cuando en un año la producción mundial de trigo se redujo más del 5%, al año siguiente se registró un aumento del 7%, un crecimiento significativamente mayor que el tendencial. A mediano plazo, la oferta debería continuar su crecimiento en respuesta al aumento de los precios. En los últimos años, el crecimiento de los rendimientos se desaceleró ligeramente, quizás a causa de la reducción de los subsidios estatales para la investigación y el desarrollo agrícola en las economías avanzadas<sup>39</sup>. Para compensar la desaceleración del crecimiento de los rendimientos, comenzó a incrementarse la superficie cultivada, después de dos décadas de estancamiento; pero la expansión podría darse en forma gradual, en parte por la relativa escasez de tierras productivas bien irrigadas en regiones que cuentan con una infraestructura afianzada de distribución (gráfico 1.24, tercer panel de la derecha).

Durante 2011, el fortalecimiento de la oferta también debería resultar en cierto alivio de la escasez y permitir que los precios retrocedieran modestamente, pero los riesgos para el panorama de precios permanecen decididamente al alza. Esa perspectiva se refleja en la fijación de los precios de mercado y en el hecho de que las curvas de futuros son relativamente planas o exhiben una inversión de los valores naturales, lo cual indica que la escasez debería aliviarse, mientras que las opciones sugieren riesgos más sesgados hacia el alza (gráfico 1.24, último panel de la izquierda, maíz). El mayor riesgo a corto plazo es que las últimas etapas de La Niña continúen amenazando las cosechas en el

Gráfico 1.24. Evolución de los mercados de los principales cultivos alimentarios



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Bolsa Mercantil de Chicago; Iowa State University Center for Agriculture and Rural Development; Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación; Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA); y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Precios de los futuros entre marzo de 2011 y diciembre de 2012.

<sup>2</sup>Proyecciones de USDA para el año internacional 2010/11.

<sup>3</sup>Incluye cereales y oleaginosas. La demanda de 2011 es proyección de USDA.

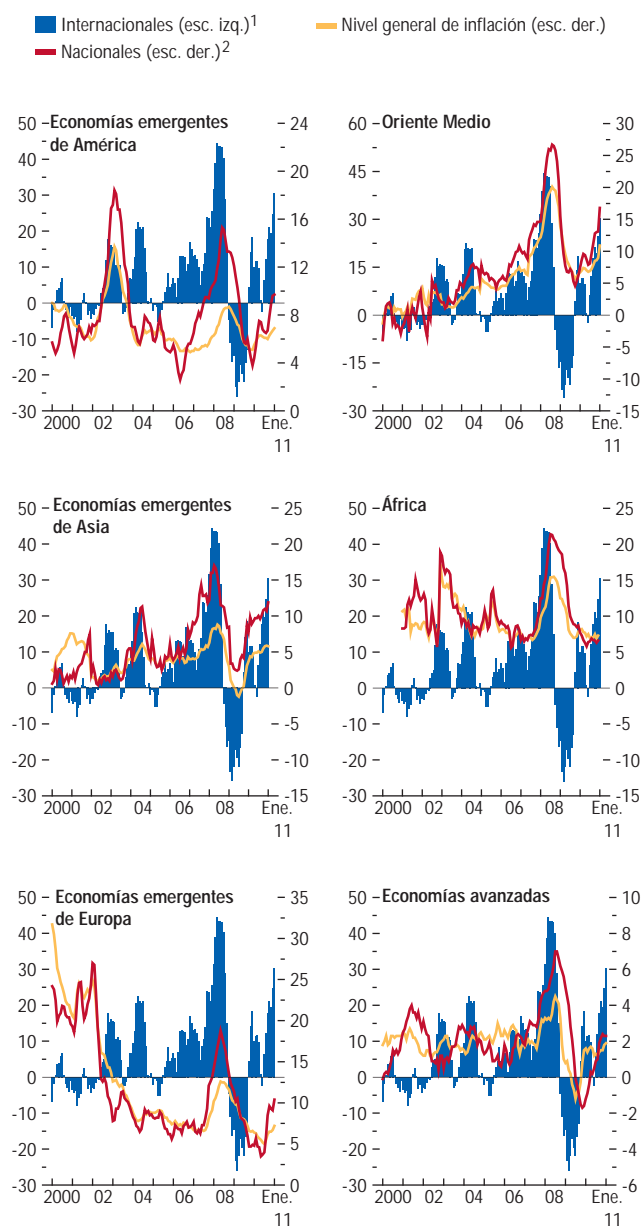
<sup>4</sup>Cosecha ponderada según la superficie para nueve cereales y precios.

<sup>5</sup>Existencias de fin de año como porcentaje del consumo, con proyecciones de USDA para 2011.

<sup>38</sup>Los modelos más adecuados de series de tiempo univariadas para la producción mundial anual también indican que los shocks de la oferta suelen revertirse con rapidez.

<sup>39</sup>Como se analiza en el apéndice 1.1 de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*.

**Gráfico 1.25. Variación de los precios internacionales y nacionales de los alimentos y nivel general de inflación**  
(Mensual; variaciones porcentuales interanuales)



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

<sup>1</sup> Índice de precios de alimentos y bebidas básicas del FMI en dólares de EE.UU.

<sup>2</sup> Inflación de los precios de alimentos y bebidas.

hemisferio sur. Otros riesgos incluyen la persistencia de los precios elevados de la energía o la imposición de restricciones comerciales internacionales en respuesta a los shocks de la oferta. Y, sobre todo, las existencias mundiales de alimentos permanecen bajas, en especial en el caso de los cereales (gráfico 1.24, último panel de la derecha). El proceso de recomposición de existencias llevará tiempo y, hasta que las existencias que se mantienen a fin de hacer frente a oscilaciones recuperen los niveles normales, los precios de los alimentos se mantendrán extremadamente sensibles a los shocks que crean restricciones en los mercados físicos.

### Evolución reciente de los mercados de materias primas: Implicaciones para la economía mundial

Los retos que plantean los precios de las materias primas, altos y en aumento, son especialmente inmediatos para las economías emergentes y en desarrollo por dos motivos principales. En primer lugar, la proporción de los alimentos en la canasta típica de consumo es mayor en esas economías que en las economías avanzadas. Así, el traslado de los precios de los alimentos en los mercados internacionales al nivel general de inflación suele ser más acusado en esas economías. En segundo lugar, existe una posibilidad mayor de que las variaciones de los precios de las materias primas afecten a sus términos de intercambio y su balanza comercial, pues la proporción de materias primas es relativamente mayor tanto en las importaciones como en las exportaciones.

Desde mediados de 2010, el aumento del nivel general de inflación en muchas economías emergentes y en desarrollo ha coincidido con un alza de los precios de las materias primas (gráfico 1.25). Específicamente, el aumento de los precios de los alimentos contribuyó de manera significativa a la inflación. Eso se debe al traslado de los precios mundiales de los alimentos, pero también —en casos destacados, como China e India— al alza de precios en los mercados locales de alimentos, como los de frutas y hortalizas frescas. El nivel general de inflación y la inflación de los combustibles aumentaron sobre todo en Oriente Medio, un gran importador neto de alimentos, seguido de las economías emergentes de Asia, región muy golpeada por malas condiciones meteorológicas durante la segunda mitad de 2010

y por brechas del producto que se están cerrando o que ya son positivas. En cambio, los precios de los alimentos y el nivel general de inflación no experimentaron grandes variaciones en África subsahariana, donde muchas economías están menos integradas a los mercados mundiales de alimentos y tuvieron cosechas relativamente abundantes en los últimos 12 meses. Por ello, los precios de algunos cultivos básicos importantes, entre ellos el maíz, permanecieron relativamente estables en gran parte de la región, lo que muestra que los precios internacionales de los alimentos son solo uno de los factores que determinan la inflación local de los precios de los alimentos.

Es probable que los aumentos recientes de los precios de las materias primas sigan trasladándose al nivel general de inflación en toda la economía mundial. Los precios de los alimentos continúan siendo la fuente más importante de riesgo a causa de las condiciones restringidas del mercado —que deberían distenderse gradualmente— y a su mayor traslado a los precios internos en las economías emergentes y en desarrollo. Algunos de los factores que provocan el alza de los precios de las materias primas son transitorios, y cabe esperar que los efectos de primera ronda en el nivel general de inflación en general sean absorbidos, pero las circunstancias específicas de cada país podrían exigir una respuesta de la política monetaria. Lo más probable es que la presión de costos que generan los fuertes aumentos de precios de las materias primas resulte en efectos de segunda ronda, como un aumento de las expectativas de inflación a largo plazo, en las economías donde los alimentos y la energía tienen una ponderación relativamente grande en el índice de precios al consumidor y la credibilidad de la política monetaria aún no está del todo afianzada, sobre todo en algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo (véase el capítulo 1)<sup>40</sup>.

La evolución reciente de los precios de las materias primas también tuvo un efecto generalizado sobre los términos de intercambio y las balanzas comerciales. En el contexto de las proyecciones de

referencia actualizadas del FMI para los precios de materias primas, los efectos estimados directos (de primera ronda) del aumento esperado de los precios son sustanciales. La última proyección de referencia anticipa para el año 2011 aumentos en el precio del petróleo crudo, los alimentos y los metales de aproximadamente 31%, 26% y 24%, respectivamente, respecto de la edición de octubre de 2010 del informe *Perspectivas de la economía mundial*. A nivel general, se espera que la mejora de los términos de intercambio gracias al avance de los precios de las materias primas produzca una mejora de aproximadamente 1¼% del PIB en las balanzas comerciales de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Sin embargo, como puede verse en el gráfico 1.26, la variación entre distintas regiones y economías es elevada. Las grandes mejoras de los términos de intercambio, consecuencia de los altos precios de exportación del petróleo, deberían compensar con creces el empeoramiento en Oriente Medio provocado por los altos precios de importación de alimentos; se espera que en general las economías emergentes de Asia y de Europa registren un deterioro de sus balanzas comerciales debido a su elevada dependencia de las importaciones de materias primas. Dentro de África, las economías que no cuentan con materias primas importantes para exportar, en especial petróleo y metales, sufrirán el efecto más intenso de los precios elevados de los alimentos. Sin embargo, muchos importadores netos de alimentos se benefician de la cobertura natural que proporcionan sus exportaciones de metales, petróleo y otras materias primas. Se prevé que las economías más avanzadas registren un deterioro leve de los términos de intercambio.

Se realizó el mismo análisis con niveles de precios coherentes con un shock creíble derivado de las expectativas del mercado que encierran las opciones de futuros sobre materias primas, con el propósito de evaluar los efectos de nuevos aumentos significativos de los precios de las materias primas. Esos precios de derivados pueden proporcionar un indicio de la distribución de probabilidad de precios a diferentes plazos<sup>41</sup>. En un escenario que compara los efectos de

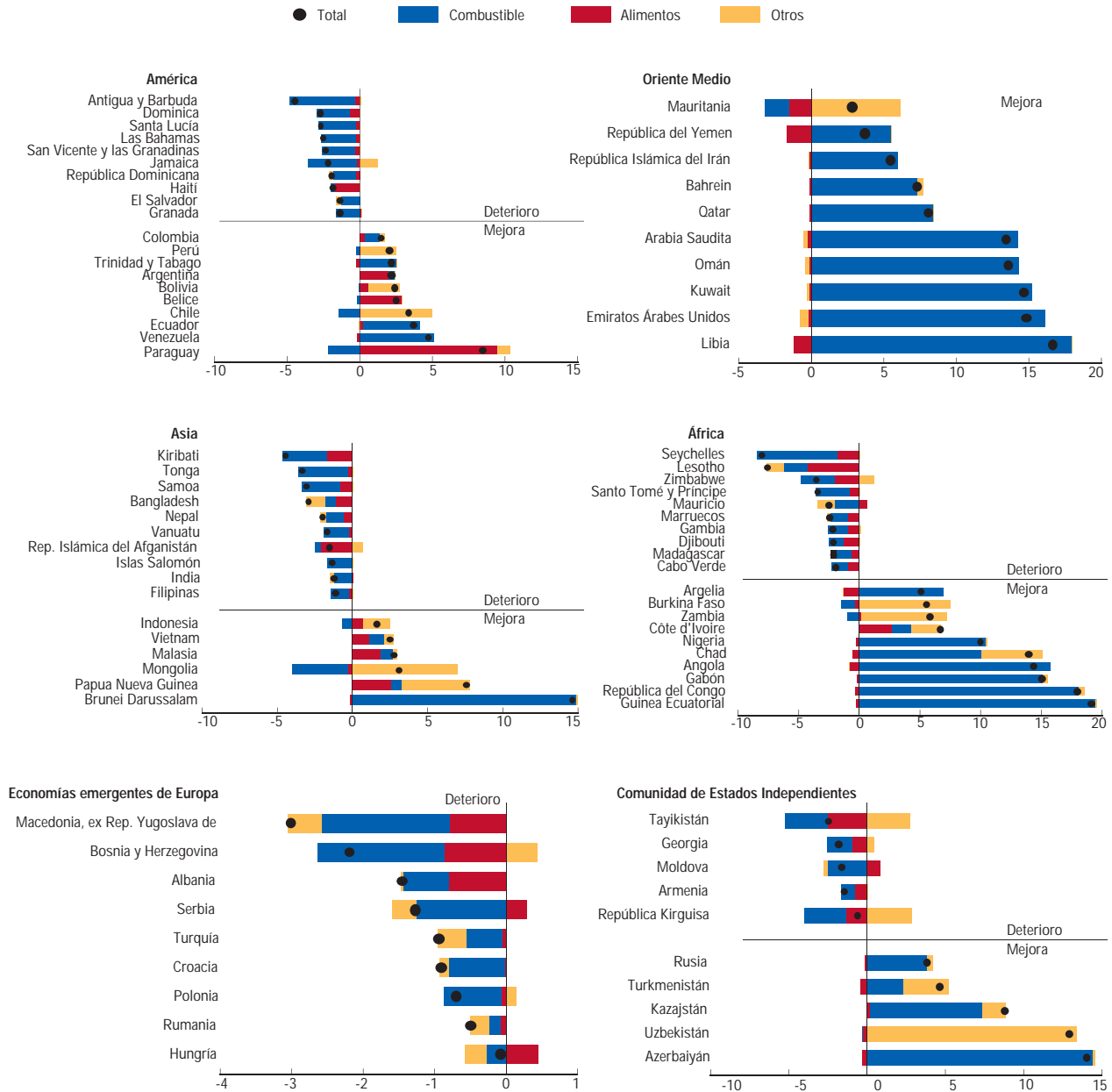
<sup>40</sup> Como se señala en el capítulo 3 de la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*, es más probable que se observe en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, antes que en las economías avanzadas, la falta de credibilidad de la política monetaria y de expectativas de inflación firmemente ancladas.

<sup>41</sup> Específicamente, se seleccionó como escenario alcista el límite superior de la desviación estándar de la función de densidad neutral al riesgo para el precio de la materia prima.



**Gráfico 1.26. Impacto de primera ronda de la variación de precios de las materias primas en la balanza comercial de algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo<sup>1</sup>**

(Perspectivas de la economía mundial, proyección de abril de 2011 en relación con la proyección de octubre 2010; balanza comercial de 2011 como porcentaje del PIB de 2009)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Las ponderaciones por materias primas de las exportaciones e importaciones de los países se obtuvieron de datos comerciales del periodo 2005-08. Las economías están clasificadas según la variación global de la balanza comercial; en cada gráfico se indican los 10 principales deterioros y mejoras, según la disponibilidad de los datos.



**Cuadro 1.4. Variación anual de precios de las materias primas críticas***(Porcentaje)*

	Alimentos		Petróleo		Metales		Energía	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Línea de referencia	24,1	-4,7	35,6	0,8	26,5	-0,8	31,9	0,1
Shock de precios de los alimentos	57,5	7,3	...	...	...	...	...	...
Shock de precios generales	57,5	7,3	53,4	18,2	39,8	12,1	53,4	18,2

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

un aumento de los precios de los alimentos respecto de la referencia actual, se supone que los precios de los alimentos son en promedio alrededor de 58% más altos en 2011 que en el año anterior. También se contempló un escenario que conlleva aumentos generalizados en los precios de las materias primas y que, además de suponer mayores precios para los alimentos, supone que todos los precios de la energía son 53% más altos que el año anterior y que los precios de los metales básicos aumentan 40%. En el cuadro 1.4 se presenta un resumen de esos supuestos y la comparación con la referencia actual.

El efecto del aumento de los precios de los alimentos varía según la región (cuadro 1.5). El efecto general en África es marginal, pero eso oculta

grandes deterioros en los términos de intercambio para los importadores netos de alimentos (de aproximadamente 0,5% del PIB en 2011 respecto de la referencia). La región de Oriente Medio también registraría deterioros importantes de la balanza comercial, de más de 0,4% del PIB en 2011. Por el contrario, el predominio de los exportadores de alimentos en América Latina generaría una mejora significativa de aproximadamente un 0,4% en la posición comercial.

Los efectos de un aumento generalizado de los precios de las materias primas mejoran la posición externa de las economías emergentes, aunque con importantes variaciones a nivel regional. En particular, las mejoras importantes en Oriente Medio, la

**Cuadro 1.5. Impacto del aumento de precios en la balanza comercial<sup>1</sup>***(Variaciones respecto de la línea de referencia como porcentaje del PIB de 2009)*

	Aumento de los precios de los alimentos		Aumento de los precios generales	
	2011	2012	2011	2012
<b>Economías avanzadas</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>
Estados Unidos	0,0	0,0	-0,3	-0,3
Japón	-0,1	-0,1	-0,8	-0,6
Zona del euro	-0,1	0,0	-0,7	-0,5
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>
África	-0,1	-0,1	2,5	2,0
<i>De las cuales:</i> Importadores netos de alimentos	-0,5	-0,3	3,8	3,3
América	0,4	0,2	1,0	0,7
<i>De las cuales:</i> Importadores netos de alimentos	-0,2	-0,1	0,9	0,9
Asia y el Pacífico	0,1	0,0	-0,5	-0,5
<i>De las cuales:</i> Importadores netos de alimentos	-0,1	-0,1	-0,6	-0,6
Comunidad de Estados Independientes	-0,2	-0,1	2,7	2,4
<i>De las cuales:</i> Importadores netos de alimentos	-0,3	-0,1	3,1	2,6
Europa	-0,1	0,0	-0,8	-0,5
<i>De las cuales:</i> Importadores netos de alimentos	-0,1	0,0	-0,7	-0,5
Oriente Medio	-0,4	-0,2	5,6	5,2
<i>De las cuales:</i> Importadores netos de alimentos	-0,4	-0,2	5,6	5,2

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Las ponderaciones por materia prima de las exportaciones e importaciones nacionales se obtuvieron de los datos comerciales del periodo 2005-08.

ex Unión Soviética, América Latina y África se verían contrarrestadas parcialmente por el deterioro en las economías emergentes de Asia y Europa (cuadro 1.5).

También tiene importantes efectos distributivos el encarecimiento de los alimentos, el combustible y otras materias primas. Las poblaciones pobres urbanas, en especial en las economías emergentes y en desarrollo, tienen mayores probabilidades que otros grupos de sufrir a causa del aumento de los precios. En el caso de las poblaciones pobres rurales, mucho depende de la propiedad de la tierra, dado que los agricultores se benefician del aumento de los precios. Es probable que la evolución reciente de los

precios de las materias primas aseste otro revés a la reducción de la pobreza lograda entre principios y mediados de la década de 2000. Por ende, otra prioridad de la política económica radicará en mitigar los efectos sobre los pobres del encarecimiento de los alimentos y otras materias primas mediante redes de protección social bien focalizadas y eficaces en función de los costos<sup>42</sup>.

<sup>42</sup>Véanse el capítulo 3 de la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*, y Coady *et al.* (2010), en relación con las políticas sobre redes de protección social y los precios altos de las materias primas.

**Recuadro 1.1. El colapso de los precios de la vivienda en las economías avanzadas: Repercusiones para los mercados financieros mundiales**

Los auges y colapsos en el sector financiero de las economías avanzadas pueden tener efectos profundos sobre los mercados financieros mundiales y la actividad económica internacional. Recientemente, un colapso que comenzó en un pequeño segmento del mercado de la vivienda de Estados Unidos interactuó con desequilibrios y vulnerabilidades financieros en otros sectores y desencadenó la peor recesión mundial desde la Gran Depresión. Pero los colapsos de los precios de vivienda no son nada nuevo. Por consiguiente, cabe preguntarse en qué se distingue este ciclo de los anteriores, por qué difiere y cuáles son las enseñanzas que pueden extraerse.

En el presente recuadro se procura responder a estos interrogantes sobre la base de estudios recientes de Claessens, Kose y Terrones (2011, y de próxima publicación). Las principales conclusiones son que el reciente colapso de los precios de la vivienda en las economías avanzadas tuvo repercusiones más graves para los mercados financieros mundiales debido a 1) el carácter generalizado de esos colapsos en este episodio, en comparación con los anteriores, y 2) la sincronización y dinamismo extraordinarios de las condiciones financieras en las economías avanzadas y de mercados emergentes durante la gestación de la crisis. Los factores mundiales que impulsan los ciclos financieros parecen haber adquirido mayor fuerza, en tanto que los que son específicos de los países —entre ellos, los ciclos de los precios de la vivienda— se han atenuado.

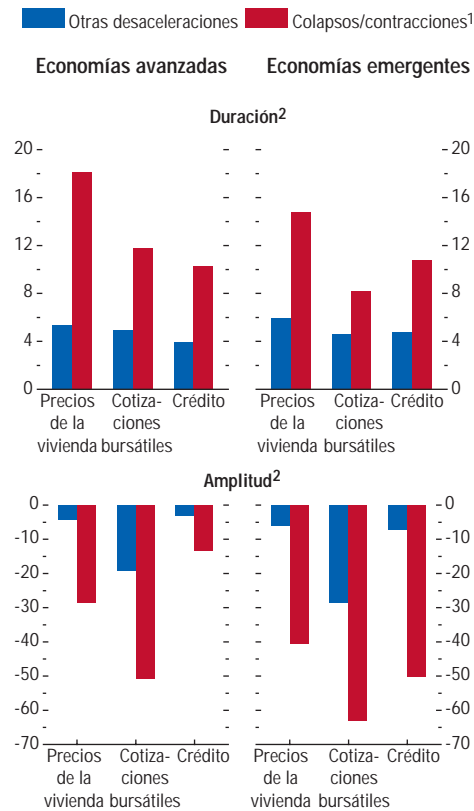
*¿En qué se distingue este ciclo de los anteriores?*

En las economías avanzadas, los colapsos de los precios de la vivienda tienen generalmente una duración de 18 trimestres y van aparejados con disminuciones de los precios de la vivienda del 30% (gráfico 1.1.1)<sup>1</sup>. En los mercados emergentes, tardan 15

El principal autor de este recuadro es Marco E. Terrones.

<sup>1</sup>Los colapsos de los precios de la vivienda se definen como versiones más intensas de las contracciones de los precios de la vivienda. Para que pueda considerarse que se ha producido un colapso, los precios reales de la vivienda deben disminuir más de 15% (entre el punto máximo y el punto mínimo). Estos colapsos suelen estar asociados con acusadas contracciones de la actividad económica. Asimismo,

**Gráfico 1.1.1. Disturbios financieros**



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Los colapsos se refieren al cuartil inferior de las disminuciones de los precios de la vivienda y las cotizaciones bursátiles, respectivamente. Las contracciones se refieren al cuartil inferior de las contracciones del crédito.

<sup>2</sup>La duración es el número de trimestres entre el punto máximo y el punto mínimo. La amplitud es el declive durante la desaceleración. La duración corresponde a medias muestrales, en tanto que la amplitud corresponde a medianas muestrales. Los disturbios se refieren al cuartil inferior de la desaceleración de cada variable financiera.

trimestres en llegar a su fin y conllevan caídas de los precios del 40%. Una diferencia clave con respecto a los ciclos anteriores es que el colapso reciente en las economías avanzadas fue de menor duración y profundidad, pero más violento: la disminución promedio de los precios, por trimestre, fue más

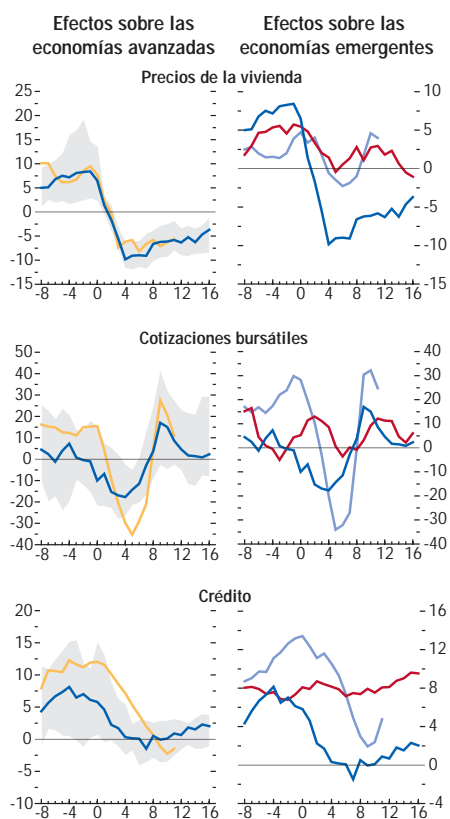
son de mayor duración y (por diseño) más graves que otras desaceleraciones.

### Recuadro 1.1 (continuación)

**Gráfico 1.1.2. Efecto de los colapsos de los precios de la vivienda en las economías avanzadas**

(Variación porcentual con respecto a un año antes;  $t = 0$  denota punto máximo; trimestres en el eje de la abscisa)

- Variación mediana en las economías avanzadas durante los colapsos de los precios de la vivienda en esas economías
- Mediana de los colapsos en curso de los precios de la vivienda<sup>1</sup>
- Declives en las economías de mercados emergentes durante colapsos de los precios de la vivienda en las economías avanzadas
- Declives en las economías de mercados emergentes durante colapsos recientes en las economías avanzadas
- Intervalo de variación de 50% durante los colapsos de los precios de la vivienda en las economías avanzadas



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>Incluidos los colapsos en curso en Estados Unidos y España.

acusada que en el pasado<sup>2</sup>. Aunque algunos colapsos siguen en curso, la duración de los que han llegado a su fin fue de solo 40% del promedio histórico y la caída de los precios fue de solo 60% de la norma<sup>3</sup>.

Los mercados financieros de las economías avanzadas y de mercados emergentes también registraron movimientos pendulares más pronunciados durante el presente ciclo que en ciclos anteriores. En el gráfico 1.1.2 se indican las tasas medianas de aumento de los precios de la vivienda, las cotizaciones bursátiles y el crédito real en las economías avanzadas que experimentaron colapsos de los precios de la vivienda; y, en los paneles de la derecha, las de todas las economías de mercados emergentes en el momento en que ocurrieron estos colapsos. En forma superpuesta se presentan datos sobre los actuales colapsos de los precios de la vivienda (paneles de la izquierda) y los efectos financieros en los mercados emergentes (paneles de la derecha). Cabe señalar que durante estos colapsos, los precios de la vivienda en las economías avanzadas disminuyen durante un período prolongado, generalmente de alrededor de cuatro años. En las economías emergentes, en cambio, las tasas de aumento de los precios de la vivienda se desaceleran ligeramente en el primer año del episodio y, posteriormente, registran cierto repunte.

En el gráfico 1.1.2 puede constatar también que los recientes colapsos de los precios de la vivienda trajeron consigo una acusada disminución de las cotizaciones bursátiles y una desaceleración del crédito. En muchas economías avanzadas, los mercados crédito y de la vivienda siguen débiles: los hogares están muy endeudados y los bancos están reestructurando

<sup>2</sup>Durante el período 1970:T1–2007:T4, se registraron 28 episodios de colapso de los precios de la vivienda en las economías avanzadas. Las economías avanzadas que han registrado al menos un colapso de ese tipo son Austria, Canadá, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, los Países Bajos, el Reino Unido, Suecia y Suiza. La mayoría de las series de precios proceden de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y corresponden a diversos indicadores basados en índices de los precios de la vivienda o de las tierras, según el país del que se trate.

<sup>3</sup>Entre los colapsos de los precios de la vivienda que están ocurriendo actualmente, la profundidad y la duración son, análogamente, menores que lo tradicionalmente observado durante colapsos anteriores en etapas comparables.

### Recuadro 1.1 (continuación)

los balances. A diferencia del pasado, sin embargo, la disminución y la recuperación de las cotizaciones bursátiles han sido rápidas y pronunciadas. Además —y también a diferencia de lo sucedido en el pasado—, los colapsos recientes de los precios en los mercados emergentes han tenido efectos más graves:

- Los precios de la vivienda y las acciones en las economías de mercados emergentes han sido más sensibles a la evolución de la situación financiera de las economías avanzadas; sin embargo, se han recuperado rápidamente. En algunas economías, los precios de la vivienda y las acciones ya alcanzan niveles muy altos que, en ciertos casos, superan los niveles vigentes antes de la crisis.
- La tasa de expansión del crédito en los mercados emergentes se redujo significativamente tras el colapso de los precios de la vivienda. En parte, ello se debe al auge del crédito que registraron una serie de economías de mercados emergentes en el período anterior a los disturbios financieros<sup>4</sup>. En la mayoría de estos mercados, la tasa de crecimiento del crédito ha empezado a acelerarse recientemente y, en un grupo de economías, el crédito es nuevamente muy vigoroso.

#### ¿Por qué difiere este ciclo de los ciclos anteriores?

Dos factores principales contribuyeron a la diferencia entre este ciclo y los anteriores. Primero,

<sup>4</sup>Según Mendoza y Terrones (2008), estos auges se definen como expansiones excesivas del crédito real, por encima de la tasa tendencial. Entre las economías que registraron auges en 2007–08 se cuentan India, Sudáfrica y Venezuela. La RAE de Hong Kong está actualmente atravesando por un auge del crédito, en tanto que China está al borde de un auge. (También hay pruebas de que varias economías de Europa oriental y Nigeria, que no están incluidas en la muestra de economías de mercados emergentes, experimentaron auges crediticios).

en este ciclo, un extraordinario número de países registraron simultáneamente una contracción o un colapso de los precios de la vivienda. Según datos que abarcan hasta el tercer trimestre de 2010 inclusive, casi todas las 21 economías avanzadas sufrieron una contracción de los precios<sup>5</sup>, y 5 economías o bien registraron colapsos en los precios de la vivienda (Dinamarca, Nueva Zelanda y Reino Unido) o los están experimentando (España, Estados Unidos). El episodio histórico que más se asemeja al actual se remonta a principios de los años noventa. Una diferencia clave con respecto al pasado, sin embargo, es que esta es la primera vez que Estados Unidos —que origina el grueso de las transacciones financieras mundiales— sufre un colapso de los precios de la vivienda.

Segundo, esta vez el grado de sincronización de los mercados financieros internacionales fue mayor. La sincronización entre los países de una variable financiera puede cuantificarse utilizando un índice de concordancia, que indica la proporción del tiempo que una variable se encuentra en la misma fase del ciclo en dos economías. En el análisis histórico, las características y la interacción de los ciclos financieros de 21 economías avanzadas y 23 economías de mercados emergentes se examinan a partir de datos trimestrales del período 1960–2007. Los resultados se presentan en el cuadro 1.1.1.

Como puede constatar, los precios de la vivienda, las cotizaciones bursátiles y el crédito se encuentran en la misma fase del ciclo al menos la mitad del tiempo. En el período que precedió a la crisis financiera mundial (es decir, durante

<sup>5</sup>Algunas de estas contracciones de los precios de la vivienda, como las de China, Grecia y Japón, están actualmente en curso y no pueden clasificarse como colapsos de los precios.

**Cuadro 1.1.1. Sincronización de los mercados financieros entre países**

	Economías avanzadas	Economías de mercados emergentes	Economías avanzadas y de mercados emergentes
Precios de la vivienda	0,59	0,49	0,50
2003–07	0,74	0,49	0,60
Cotizaciones bursátiles	0,71	0,62	0,61
2003–07	0,90	0,80	0,81
Crédito	0,74	0,48	0,65
2003–07	0,92	0,83	0,87

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Las estadísticas declaradas corresponden a la mediana de los promedios de los países.



### Recuadro 1.1 (conclusión)

2003–07), sin embargo, los ciclos financieros de las economías estaban más sincronizados, sobre todo en lo que respecta a los mercados bursátiles y de crédito<sup>6</sup>. Ello podría obedecer a una variedad de factores, incluidas la creciente importancia de factores mundiales en la determinación de las fluctuaciones financieras, la importancia cada vez mayor de las instituciones financieras internacionales y la mayor integración financiera internacional.

También se desprenden otras conclusiones de importancia clave:

- Existe una fuerte sincronización entre los mercados accionarios de las economías avanzadas y de mercados emergentes, pero no tanto entre los mercados de la vivienda. Esa conclusión es congruente con la idea de que los mercados accionarios están más estrechamente integrados internacionalmente, y que los mercados de la vivienda, a pesar de su menor integración, no son independientes los unos de los otros. Esta última característica refleja el hecho de que, a pesar de que la vivienda es el activo no transable por excelencia, los principales factores determinantes de los precios de la vivienda (como el ingreso y las tasas de interés) sí suelen seguir trayectorias internacionales paralelas.
- Los mercados crediticios están fuertemente sincronizados entre las economías avanzadas, y entre las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes. No obstante, están menos sincronizados entre las economías de mercados emergentes. Ello se debe quizás a los fuertes vínculos transfronterizos de los bancos de las economías avanzadas y su importante función en las economías de mercados emergentes. Además, los shocks crediticios procedentes de grandes economías avanzadas, como Estados Unidos, inciden significativamente en las condiciones crediticias de los mercados emergentes. Durante la gestación de la crisis financiera, la sincronización de los

<sup>6</sup>Estos resultados no pueden atribuirse a la experiencia de las economías emergentes de Europa, que están sumamente integradas con Europa occidental desde el punto de vista financiero y que no se incluyeron en la muestra debido a la falta de datos.

mercados crediticios entre las economías avanzadas y los mercados emergentes fue particularmente notoria, en parte debido a condiciones monetarias acomodaticias, incluidas las bajas tasas de interés de las economías avanzadas.

### *Implicaciones para la formulación de políticas*

En el pasado, las políticas macroeconómicas y prudenciales se basaron principalmente en consideraciones internas. La sincronización mucho más fuerte entre los mercados financieros y de la vivienda observada en este ciclo significa que las políticas internas y de supervisión deben tener en cuenta mucho más que antes la evolución de la situación internacional. Quizá ya no baste comprobar que los préstamos de las instituciones financieras nacionales a los residentes se administran con prudencia y que el mercado nacional de la vivienda es sólido. En el futuro, las autoridades posiblemente tengan que mantenerse al tanto de la evolución de mercados financieros geográficamente distantes, y adoptar medidas para proteger a sus instituciones financieras de los riesgos que emanen de esos mercados.

Por ahora, los mercados financieros de las economías de mercados emergentes se han recuperado rápidamente del impacto negativo provocado por el reciente colapso de los precios de la vivienda en las economías avanzadas. Impulsados por políticas macroeconómicas acomodaticias y una vigorosa afluencia de capitales, los precios de la vivienda y las cotizaciones bursátiles son sólidos en estas economías y, en algunos casos, ya superan los niveles vigentes antes de la crisis. Las autoridades necesitan realizar un detenido seguimiento de estas tendencias, considerar la posibilidad de aplicar una política macroeconómica más restrictiva y fortalecer la reglamentación macroprudencial.

En las economías avanzadas, en cambio, los mercados crediticios y de la vivienda siguen siendo débiles, lo cual es común tras un colapso de los precios de la vivienda. La adopción de medidas para acelerar el saneamiento de los balances de los hogares y la reestructuración bancaria contribuiría a poner fin a las continuas disminuciones y colapsos de los precios de la vivienda y a mejorar las condiciones crediticias.

### Recuadro 1.2. Escenarios a la baja de *Perspectivas de la economía mundial*

Los escenarios que se presentan a continuación se elaboraron utilizando el Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial (GIMF, por sus siglas en inglés) del FMI. Analizan las implicaciones para las perspectivas mundiales de la sobrestimación del producto potencial de algunas regiones en el escenario de proyección de referencia. Pese al consenso general de que actualmente el producto potencial es más bajo que los niveles proyectados antes de la reciente crisis financiera, existe el riesgo de que las revisiones a la baja no hayan sido de suficiente magnitud. Los escenarios abordan impresiones plausiblemente erradas que podrían haberse formado, a lo largo del horizonte de proyección de *Perspectivas de la economía mundial*, con respecto al nivel actual del producto potencial y su aumento en Estados Unidos, las economías emergentes de Asia y otras economías emergentes. Los resultados ponen de manifiesto de qué forma esas impresiones erradas podrían dar lugar a una inflación notablemente más alta a corto plazo, un crecimiento económico extraordinariamente más bajo y crecientes desequilibrios externos una vez que las autoridades y los mercados toman conciencia del error.

Se examinan dos escenarios diferentes. En el primero, las implicaciones de los errores de política resultantes de la sobrestimación del producto potencial son simplemente una mayor volatilidad macroeconómica a medida que las economías afectadas convergen hacia el verdadero nivel del producto potencial. En el segundo, los errores de política tienen un costo mayor. La aceleración inicial de la inflación se arraiga más en las expectativas y se requiere un período más prolongado de crecimiento económico por debajo de la tasa potencial para reasentar las expectativas inflacionarias.

Estimar el nivel de producto económico sostenible a partir de datos históricos es una tarea difícil cuando reina la prosperidad, e incluso más problemática cuando los datos más recientes incluyen un episodio de auge y colapso como el que acaba de sufrir la economía mundial. Para muchas economías, es posible que las estimaciones del nivel actual del producto potencial no tengan plenamente en cuenta el alcance de la destrucción de capitales que provocó la crisis

El principal autor de este recuadro es Benjamin Hunt, con la colaboración de Mika Kortelainen y Stephen Snudden.

financiera, o su impacto sobre el desempleo estructural. Además, es posible que las proyecciones de la tasa de aumento del producto potencial sean demasiado optimistas y que atribuyan excesivamente el ímpetu del crecimiento económico de la última década a variables básicas fundamentales, y no a los excesos financieros que terminaron generando la crisis.

En los escenarios que se presentan a continuación, se supone que la proyección de referencia sobrestima el nivel del producto potencial de 2015 en aproximadamente 6% en el caso de China; 4% en las economías emergentes de Asia, excluido China; 3% en Estados Unidos, y 2,5% en los países restantes<sup>1</sup>. Se supone que las estimaciones del producto potencial de la zona del euro y Japón son correctas en términos amplios. Tanto los puntos de partida como las tasas de crecimiento a lo largo del horizonte de proyección de *Perspectivas de la economía mundial* contienen los errores pertinentes. Se supone que al final de 2010 los errores de los puntos de partida rondan 1,5% en Estados Unidos y los países restantes, y 2% en China y las economías emergentes de Asia, excluido China. Los errores restantes son resultado de la sobrestimación del crecimiento del producto potencial en cada año del horizonte de proyección. Esto implica que los errores en la tasa anual de aumento del producto potencial ascienden a aproximadamente  $\frac{3}{4}$  de punto porcentual en China,  $\frac{1}{2}$  punto porcentual en otras economías emergentes de Asia y  $\frac{1}{4}$  de punto porcentual en Estados Unidos y los países restantes. Se supone que el error pasa inadvertido hasta 2013<sup>2</sup>.

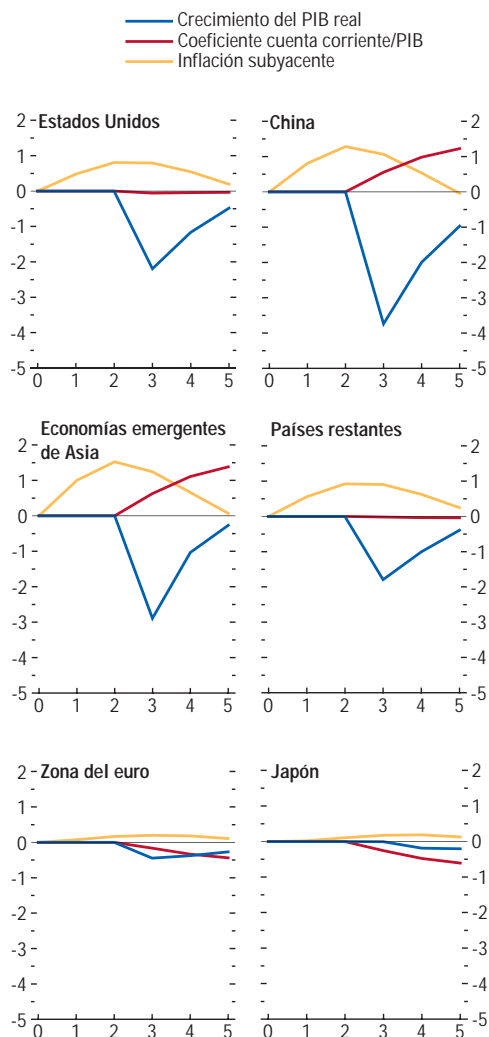
En el primer escenario, una vez que las autoridades reconocen el error, se aplica una política monetaria muchísimo más restrictiva para que la inflación regrese a la meta. Los mercados también reaccionan e incrementan las tasas de interés activas en un margen aproximadamente proporcional a la magnitud de la impresión errada con respecto a la capacidad de

<sup>1</sup> El grupo de países restantes incluye todas las economías del mundo, salvo Estados Unidos, la zona del euro, Japón, China y las economías emergentes de Asia.

<sup>2</sup> Otra alternativa sería que las autoridades tomaran poco a poco conciencia de sus impresiones erradas en cuanto al nivel del producto potencial y comenzaran a adoptar políticas más restrictivas antes de 2013. En ese caso, el PIB real se ubicaría por debajo de la línea de referencia antes de 2013 y la volatilidad macroeconómica posterior sería menor.

**Recuadro 1.2 (continuación)**

**Gráfico 1.2.1. Escenario a la baja 1: Implicaciones de una sobrestimación del producto potencial**  
(Diferencia en puntos porcentuales con respecto a la proyección de referencia)



Fuente: Simulaciones del Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial.

la oferta. En esencia, el reconocimiento de que las condiciones monetarias han sido excesivamente laxas durante un período prolongado despierta inquietudes con respecto a la calidad de los activos subyacentes.

Por consiguiente, este escenario incluye aumentos temporales pero persistentes de las tasas de interés en los mercados privados, de 150 puntos básicos adicionales en China, 100 puntos básicos en Estados Unidos y las economías emergentes de Asia, excluido China; y 50 puntos básicos en la zona del euro y los países restantes (gráfico 1.2.1).

En los dos primeros años, el PIB real aumenta en consonancia con el escenario de referencia. No obstante, debido a la impresión errada que se ha formado con respecto a la capacidad de la oferta, surgen presiones por el lado de la demanda en muchas regiones del mundo y la inflación aumenta por encima de la proyección de referencia. Aunque sube mucho más drásticamente en China y las otras economías emergentes de Asia, también aumenta en Estados Unidos y los países restantes. Pese a que no se explicita en el análisis, es probable que las presiones inflacionarias y de la demanda sean más pronunciadas en las economías de mercados emergentes que integran el grupo de los países restantes, sobre todo en las que dependen mucho de las exportaciones de materias primas. Aunque el aumento de la inflación le revelaría a la Reserva Federal un posible error en el nivel del producto, la lenta recuperación del mercado laboral, conjugada con una visión excesivamente optimista del nivel de desempleo estructural, podría impedir el oportuno ajuste de las condiciones monetarias. En otras regiones del mundo, y a pesar de la alta inflación, las inquietudes con respecto a la competitividad podrían llevar a mantener las condiciones también excesivamente laxas.

Las autoridades económicas y los mercados no reconocen el verdadero nivel del producto potencial o su futura trayectoria hasta 2013. Esto da lugar al endurecimiento de las tasas de política monetaria y a nuevos aumentos de las tasas de interés en los mercados privados. Las tasas de interés más altas, el reconocimiento de que la futura tasa de aumento del ingreso será menor y el consiguiente ajuste fiscal son todos ellos factores que contribuirían a una acusada disminución del crecimiento de la inversión y el consumo privado. En 2013, el crecimiento del PIB real se reduce casi 4% en China, 3% en otras economías emergentes de Asia y aproximadamente 2% en Estados Unidos y los países restantes. Las tasas de crecimiento disminuyen mucho menos en la zona del

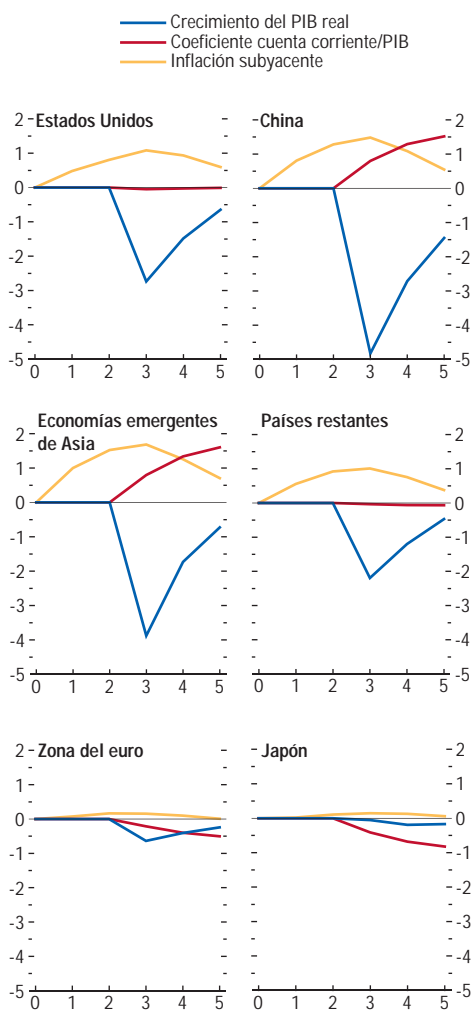
**Recuadro 1.2 (continuación)**

euro y Japón. En 2014, el crecimiento se mantiene notablemente por debajo de la tasa de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*, pero vuelve a situarse en un nivel cercano a la proyección de referencia en 2015. La fuerte desaceleración de la tasa de crecimiento económico es suficiente como para que la inflación vuelva a su nivel de referencia llegado 2015.

En este escenario, los desequilibrios mundiales se acrecientan aún más. Las economías que ya tienen grandes superávits (China y otras economías emergentes de Asia) registran mejoras en su saldo en cuenta corriente porque el ajuste de la demanda agregada es mayor en esas regiones. A medida que el consumo y la demanda de inversión se reducen rápidamente, el crecimiento de las importaciones cae en forma acusada, generando un saldo cada vez mayor en la balanza comercial. En Estados Unidos y los países restantes, los saldos en cuenta corriente se mantienen generalmente constantes, ya que la menor tasa de aumento de las importaciones contrarresta la desaceleración del crecimiento de las exportaciones. En la zona del euro y Japón, dado que la demanda interna no requiere ningún ajuste, el menor crecimiento económico de los socios comerciales se traduce en una tasa de aumento de las exportaciones más baja y, por ende, en un deterioro de las cuentas corrientes.

En el segundo escenario, el estallido inicial de la inflación se arraiga más en las expectativas, eventualidad concebible en un entorno mundial en que es probable que los precios altos y crecientes de las materias primas impulsen el nivel general de inflación a niveles muy superiores a los registrados recientemente. Además de una tasa de inflación elevada y más persistente, se supone una agudización de las inquietudes del mercado con respecto a la calidad de los activos después del auge. Por consiguiente, una vez que las autoridades reconocen el error y aplican tasas de política monetaria más restrictivas, los mercados incrementan las tasas de interés activas a niveles más altos que en el primer escenario. Las tasas de interés de mercado aumentan a niveles que superan la tasa de política monetaria en 300 puntos básicos adicionales en China, 200 puntos básicos en Estados Unidos y las economías emergentes de Asia, excluido China; y 100 puntos básicos en la zona del euro y los países restantes (gráfico 1.2.2).

**Gráfico 1.2.2. Escenario a la baja 2: Implicaciones de una sobrestimación del producto potencial con una inflación rígida**  
(Diferencia en puntos porcentuales con respecto a la proyección de referencia)



Fuente: Simulaciones del Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial.

Una vez más, en este escenario se supone que las tasas de crecimiento del PIB equivalen a las tasas de referencia en los dos primeros años; pero, puesto que el producto potencial es menor de lo previsto, las presiones excesivas de la demanda empujan la inflación

### Recuadro 1.2 (conclusión)

por encima de las trayectorias de la proyección de referencia. Cuando las autoridades monetarias y los mercados reconocen el error en 2013, la revisión más marcada de las tasas de interés da lugar a una desaceleración más acusada del crecimiento económico. La desaceleración es especialmente pronunciada en China, donde el crecimiento del PIB se reduce unos 5 puntos porcentuales, seguido de las economías emergentes de Asia, cuyo crecimiento se reduce casi 4 puntos porcentuales. La tasa de crecimiento disminuye casi 3 puntos porcentuales en Estados Unidos y ligeramente más de 2 puntos porcentuales en los países restantes. La mayor persistencia de la inflación significa que las tasas de interés deben mantenerse en niveles más altos durante más tiempo para que las tasas de crecimiento del PIB en 2014 y 2015 puedan mantenerse considerablemente por debajo de la línea de referencia. Pese a que el exceso de oferta que se libera en estas economías es sustancial, la inflación no vuelve a su meta al final del horizonte de proyección de *Perspectivas de la economía mundial*, lo que implica que el crecimiento tendría que mantenerse por debajo de la tasa potencial más allá de 2015. Puesto que en este escenario la actividad real se ve afectada más

negativamente por la impresión errada del nivel del producto potencial, no es de sorprender que los desequilibrios mundiales se acrecienten aún más.

Para las autoridades económicas, estos escenarios ponen de manifiesto de qué forma errores plausibles en la estimación del producto potencial pueden dar lugar a una considerable volatilidad de las tasas de crecimiento e inflación, y a la ampliación de los desequilibrios mundiales si dichos errores se reconocieran con rapidez. Asimismo, de arraigarse una inflación alta en las expectativas, el PIB real tendría que sufrir pérdidas permanentes significativas para que la inflación pudiera regresar a niveles bajos y estables. Las autoridades económicas deben seguir de cerca la evolución de la inflación subyacente y tenerla en cuenta al elaborar sus estimaciones del producto potencial y del desempleo estructural subyacentes, y deben estar dispuestas a revisar dichas estimaciones regularmente. En el caso de las economías de mercados emergentes que ya presentan indicios de sobrecalentamiento, las inquietudes con respecto a la competitividad deberían pasar a segundo plano. Contener temprano las presiones inflacionarias podría reducir sustancialmente la volatilidad económica en el futuro.



### Recuadro 1.3. Repercusiones internacionales y formulación de la política macroeconómica

La duración y la gravedad de la Gran Recesión dieron lugar a una variedad de políticas de respuesta no convencionales en varios países. Esto es especialmente cierto en Estados Unidos, donde la sopa de letras de programas de apoyo a la liquidez se ha complementado con dos rondas de las denominadas medidas de expansión cuantitativa. La última ronda ha sido recibida con notable desagrado en algunos círculos, en parte porque las medidas agresivas de la Reserva Federal para que el empleo vuelva a niveles normales se consideran perjudiciales para los intereses de las economías más pequeñas, particularmente aquellas que no creen tener un sustancial exceso de oferta. A raíz de esta experiencia se han reiterado los llamamientos para reforzar la coordinación internacional de las políticas económicas. En este recuadro se examina esta cuestión de manera selectiva, haciendo hincapié en la coordinación de la política monetaria pero concluyendo con algunos comentarios sobre la política fiscal.

Como avance de nuestras conclusiones, cabe señalar que la coordinación de las políticas económicas puede generar resultados superiores a los derivados de políticas impulsadas solamente por intereses nacionales. No obstante, el argumento a favor de la coordinación sistemática de la política monetaria resulta menos sólido de lo que pudiera creerse, aunque la gama de modelos en los que se ha analizado esta cuestión sigue siendo bastante limitada. Está claro que es necesario seguir examinando esta cuestión. En cambio, es más fácil abogar por la coordinación en el caso de la política fiscal.

De los debates generales se desprende que el argumento a favor de la coordinación de las políticas económicas —en particular en el caso de las economías grandes o de grupos de pequeñas economías— es irrefutable. Al fin y al cabo, en períodos de deficiencia generalizada de la demanda interna, todas las economías tienen un incentivo para “exportar, en su empeño por salir de la recesión”, aunque la aritmética de las cuentas comerciales convierta esta tarea en algo imposible. Sin embargo, en los estudios económicos estas cuestiones no están tan claramente definidas. En el contexto de la polí-

El autor de este recuadro es Robert Tetlow.

tica monetaria, Obstfeld y Rogo (1995) marcaron un hito al mostrar en un modelo simple de dos países que las políticas que son “impulsadas por el propio país” son difícilmente superables. Los aportes subsiguientes a la literatura han mitigado este resultado, pero podría decirse que lo han hecho de una forma que no altera en modo alguno el argumento a favor de la política monetaria impulsada por el propio país, al menos como aproximación razonable de la política óptima<sup>1</sup>. Si la teoría es ambigua, las evaluaciones cuantitativas lo son aún más, aunque solo sea porque han sido tan pocas.

Para ilustrar este debate consideremos las opciones de política de las que dispone la autoridad monetaria de una economía pequeña que opere en un mundo dominado por una economía mucho mayor. Para incluir las rigideces e imperfecciones del traspaso del tipo de cambio subrayadas en los estudios publicados hasta la fecha que respaldan la coordinación, utilizamos la versión del Modelo de la Economía Mundial (MEM) del FMI utilizado en Laxton y Pesenti (2003)<sup>2</sup>. Se supone que ambas economías implementan una política monetaria a través de una regla de tipo Taylor, cuya fórmula más general es la siguiente:

$$R = \alpha_R R_{t-1} + (1 - \alpha_R)(r r^* + \pi_t) + \alpha_Y Y_t + \alpha_\pi (\pi_t - \pi^*) + \alpha_e (\Delta e_t - \Delta e^*),$$

donde  $R$  es la tasa de política nominal;  $\pi$  es la inflación (del cuarto trimestre);  $\Delta e$  es la variación del (logaritmo del) tipo de cambio real, y  $r r^*$  es la

<sup>1</sup> El argumento a favor de la coordinación de la política monetaria suele basarse en las rigideces que desaceleran el traspaso de los shocks externos a los niveles de los precios agregados internos. Un traspaso incompleto o rezagado del tipo de cambio impide el ajuste del salario real a su nivel de equilibrio, provocando fluctuaciones del empleo que, de lo contrario, no se producirían. Una muestra incompleta de referencias incluye Betts y Devereux (2000), Pappa (2004) y Corsetti y Pesenti (2005).

<sup>2</sup> El MEM es un modelo basado en fundamentos microeconómicos y linealizado de dos países que incluye bienes transables y no transables, competencia monopolística en la mano de obra y algunos mercados de bienes, precios rígidos y un traspaso incompleto derivado de la presencia de bienes intermedios y de costos del ajuste. Véanse los detalles en Laxton y Pesenti (2003).

**Recuadro 1.3 (continuación)**

tasa de interés real de equilibrio. Para este ejercicio,  $r^*$  y la tasa de inflación fijada como meta,  $\pi^*$ , se toman como constantes y normalizadas a cero; se consideran más adelante algunas implicaciones de este supuesto.

Supongamos que la economía grande no considera los efectos de sus decisiones de política sobre la economía pequeña, lo que es natural, dado el tamaño relativo de las dos economías. Una forma de caracterizar la crítica de la reciente política monetaria en Estados Unidos es considerar reglas de política para la economía grande con un coeficiente importante sobre su brecha de producción, sacrificando otros objetivos para que la actividad económica vuelva rápidamente a niveles de equilibrio después de los shocks. Teniendo presente esto, el ejercicio siguiente incluye esta y otras orientaciones de política permitiendo que el coeficiente sobre la brecha de producción de la economía grande,  $\alpha_y$ , varíe de cero a 3<sup>3</sup>. La economía pequeña toma la regla de política de la economía grande como un factor dado y luego decide el coeficiente sobre el término del tipo de cambio en la regla de política de la economía pequeña, manteniendo los demás coeficientes constantes para reducir la función de pérdida siguiente<sup>4</sup>:

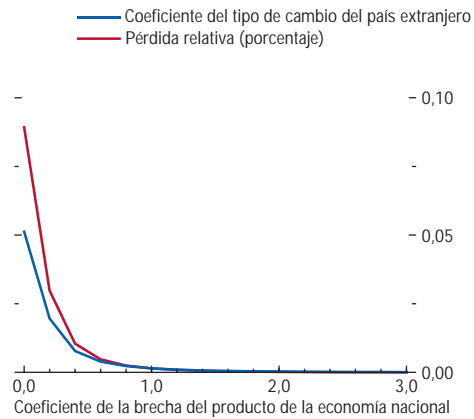
$$L = \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t y_{t+1}^2 + (\pi_{t+1} - \pi^*)^2 + \frac{1}{2} (\Delta R_{t+1})^2.$$

Si la decisión de política de la economía grande es perjudicial para el desempeño de la economía pequeña y es útil controlar el tipo de cambio para contrarrestar las decisiones de política de la econo-

<sup>3</sup>Para un modelo de este tipo,  $\alpha_y = 3$  es un coeficiente muy grande. Para la economía local, los parámetros de referencia de la regla de política son,  $\alpha_R = 1$ ,  $\alpha_\pi = 0,7$ ,  $\alpha_y = \text{varying}$ , y  $\alpha_e \equiv 0$ . Los resultados son similares para diferentes parametrizaciones de la regla de la economía local y, en particular, para  $\alpha_e \neq 0$ . Para el país extranjero,  $\alpha_R = 0,97$ ,  $\alpha_\pi = 0,7$ ,  $\alpha_y = 0,4$ , y  $\alpha_e = \text{optimized}$ . Los coeficientes del país extranjero se encuentran muy cerca de los coeficientes óptimos, condicionados a la no retroalimentación sobre el tipo de cambio.

<sup>4</sup>Desde el punto de vista formal, la optimización se realiza numéricamente reduciendo la función de pérdida, sujeta al modelo (lineal); la forma de la regla de política; el modelo de la economía local, incluida su regla de política; y la matriz de varianza-covarianza de los shocks estocásticos. Esta es la misma función de pérdida utilizada en Laxton y Pesenti (2003).

**Gráfico 1.3.1. Coeficiente del tipo de cambio optimizado y pérdida relativa como función de la respuesta de la brecha del producto nacional<sup>1</sup>**



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Los demás coeficientes de la regla de política se mantienen fijos.

mía grande,  $\alpha_e$  para la economía pequeña diferirá considerablemente de cero, y el efecto en el desempeño económico de la economía pequeña, medido por su función de pérdida, será considerable<sup>5</sup>.

Los resultados de este ejercicio se resumen en el gráfico 1.3.1. El coeficiente sobre la brecha de producción de la economía grande está indexado sobre el eje horizontal. Al examinar primero la línea azul, cabe destacar varias observaciones. En primer lugar, la pendiente negativa de la línea muestra que a medida que la economía grande hace mayor hincapié en luchar contra las fluctuaciones del producto, el coeficiente del tipo de cambio de la economía pequeña

<sup>5</sup>El experimento realizado en este caso es una versión restringida de uno en que los cuatro parámetros de las reglas de política de ambas economías se optimizan economía por economía, definiendo lo que se conoce como la estrategia de Nash en reglas de Taylor, o conjuntamente utilizando un promedio ponderado de las funciones de pérdida de las dos economías, definiendo una estrategia cooperativa en reglas de Taylor. Este ejercicio más amplio resulta problemático desde el punto de vista numérico para un modelo tan amplio y complejo como el MEM; no obstante, los experimentos que pudieron realizarse parecen indicar que se obtendrían las mismas conclusiones descritas en el texto.

### Recuadro 1.3 (continuación)

*disminuye*; solo cuando la economía grande casi no presta atención (directa) al producto existe un motivo para que la economía pequeña responda al tipo de cambio, al menos a través de los canales de política monetaria estándar. En segundo lugar, las implicaciones cuantitativas de política monetaria con respecto al tipo de cambio no son muy importantes: en ningún momento el coeficiente de retroalimentación supera 0,1<sup>6</sup>. Estos resultados parecen indicar que los objetivos de las economías grandes y pequeñas son en gran medida complementarios: cuando la economía grande actúa para estabilizar la actividad real dentro de sus propias fronteras, se reduce lo que, de lo contrario, serían efectos negativos de la demanda para el resto del mundo. El hecho de que el coeficiente sobre el tipo de cambio de la regla de política de la economía pequeña nunca sea muy grande destaca que la estabilización de la inflación, como sucede con la economía en todos los casos, contribuye en gran medida a estabilizar el producto, independientemente del coeficiente de retroalimentación sobre la brecha.

Ahora consideremos la línea roja. Esta línea muestra el costo adicional, en porcentaje (escala de la derecha), de omitir el término del tipo de cambio. Teniendo en cuenta que los coeficientes de retroalimentación sobre el término del tipo de cambio son pequeños, probablemente no sea sorprendente que la pérdida derivada de la retroalimentación negativa sobre el tipo de cambio sea muy pequeña, y nunca mayor de 0,1%. El resultado, al menos en este contexto, es la conclusión de Obstfeld y Rogo (2002): dos economías que apliquen políticas cerradas obtendrán resultados de política bastante buenos, aunque no sean óptimos. Es importante señalar que no es que los efectos de la economía grande en la economía pequeña sean irrelevantes, sino que una política monetaria diseñada adecuadamente, y centrada estrictamente en objetivos macroeconómi-

<sup>6</sup> Aunque este ejercicio se llevó a cabo para reglas determinadas en ambas economías, las conclusiones básicas son las mismas para especificaciones razonables. No obstante, los resultados diferirán si la parametrización de la regla de política para la economía extranjera dista mucho de ser óptima, cuando se omite el tipo de cambio. En estas circunstancias, el término del tipo de cambio optimizado será un indicador muy aproximado de los términos de retroalimentación inadecuados sobre el producto y la inflación.

cos clave, aislará bien la economía pequeña. Esto se logra alineando las expectativas de los agentes privados con los objetivos de las autoridades económicas; las primeras se convierten en un instrumento, en cierto modo, de estos últimos<sup>7</sup>.

Cabe hacer, por supuesto, algunas salvedades. En primer lugar, los resultados dependen de que las autoridades monetarias no solo conozcan el modelo de su propia economía, sino también el de la otra economía<sup>8</sup>. En segundo lugar, el ejercicio de optimización se realizó para una matriz de varianza-covarianza de shocks computarizada, pero si los shocks durante un episodio específico resultan atípicos, las medidas de respuesta prescritas pueden ser inadecuadas. Esto es particularmente cierto si los shocks en cuestión alteran la estructura dinámica de la economía<sup>9</sup>. En tercer lugar, estos resultados están condicionados al modelo y todas sus características, incluida la linealidad y las expectativas racionales. Estas pueden ser importantes. El análisis lineal realizado en este caso, por ejemplo, no tiene en cuenta el límite inferior de las tasas de interés nominales, una restricción obligatoria para algunas autoridades en este momento. Y los estudios han considerado solamente una gama limitada de distorsiones que podrían justificar la cooperación. No cabe duda de que es necesario examinar más a fondo

<sup>7</sup> Entre los regímenes de política no incluidos específicamente en este ejemplo está el régimen de tipo de cambio fijado como meta, de facto o de jure. En el marco de este régimen, la economía extranjera hereda el tipo de política monetaria que adopte la economía local. En el recuadro 1.1 de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* se analizan los regímenes de tipo de cambio fijo durante la reciente crisis.

<sup>8</sup> La gravedad de esta especificación errónea dependerá de las circunstancias. Cabe señalar que la aparente especificación errónea de la matriz de varianza-covarianza de los shocks suele ser un síntoma de una especificación errónea más generalizada del modelo subyacente. Frankel y Rockett (1988) presentan una evaluación cuantitativa de lo que puede ir mal en la coordinación de políticas cuando las especificaciones del modelo de las autoridades son erróneas.

<sup>9</sup> Por ejemplo, los shocks que son mayores y más persistentes de lo normal pueden producir resultados macroeconómicos que lleven a los agentes privados a dudar del régimen de política fiscal o monetaria. Las políticas coordinadas pueden utilizarse para garantizar el restablecimiento de expectativas racionales de equilibrio. Véase un ejemplo en este sentido en Eusepi y Preston (2008).

**Recuadro 1.3 (conclusión)**

estas y otras cuestiones. No obstante, los resultados indicados en este caso —que coinciden con los de los estudios económicos— indican que el argumento a favor de la coordinación de la política monetaria es limitado, al menos en circunstancias normales y con modelos convencionales.

Hemos visto que la necesidad de una coordinación de la política monetaria no es tan obvia como cabría esperar. ¿Podría generalizarse esta conclusión a la política fiscal? Se señaló anteriormente que el análisis en este caso se realizó utilizando la tasa de interés real de equilibrio,  $r^*$ , como una constante. Este es un supuesto razonable en el caso de las economías con una trayectoria de política monetaria estable. En esas circunstancias, la conducción de la política monetaria es un ejercicio relativamente simple para estabilizar la economía en un estado estable. La situación para la política fiscal puede ser muy diferente. Aunque demostrarlo va más allá del alcance de este recuadro,

la política fiscal puede afectar a la tasa de interés real de equilibrio, al nivel sostenible del producto y al nivel neutro del instrumento de política, a veces de una manera que resulta difícil de medir. Por lo tanto, la política fiscal implica equilibrar las ganancias o pérdidas a corto plazo frente a las pérdidas o ganancias permanentes pero diferidas a largo plazo a medida que la economía se acerca a su nuevo estado estable. Por consiguiente, si la política monetaria de una economía ya es, en general, razonable, lo que está en juego con respecto al ajuste de la política fiscal es mucho más importante. Además, la política fiscal de las economías grandes, o grupos de economías pequeñas, puede afectar a la tasa de interés real mundial y, por ende, al estado estable de otras economías. Parece razonable concluir, por lo tanto, que hay más argumentos a favor de una coordinación de las políticas de estabilización macroeconómica en el caso de la política fiscal que en el de la política monetaria.

### Recuadro 1.4. ¿Causó el Acuerdo del Plaza las décadas perdidas de Japón?

El debate sobre el reequilibrio ha despertado renovado interés en la experiencia de Japón desde los años ochenta. Algunos consideran que esta experiencia es un ejemplo aleccionador, que muestra los peligros de reorientar las economías a través de una apreciación de la moneda (*People's Daily*; 2010). Argumentan que la apreciación del yen después del Acuerdo del Plaza obligó a las autoridades a aplicar medidas de estímulo macroeconómico compensatorias, lo que dio lugar a un auge extraordinario de los precios de los activos, seguido de una caída extraordinariamente dolorosa. Japón fue una de las economías de crecimiento más rápido del mundo durante tres décadas, pero ha registrado un crecimiento promedio de apenas 1,1% del PIB real desde 1990, mientras que los precios se han reducido gradualmente. Por consiguiente, el tamaño de la economía de Japón es hoy aproximadamente igual al de principios de los años noventa. La secuencia de acontecimientos está clara y es sorprendente. Pero hay motivos para dudar de que esto fuera realmente inevitable, y cabe preguntarse si el Acuerdo del Plaza fue realmente la causa directa de las décadas perdidas de Japón.

#### ¿Qué ocurrió?

La serie de acontecimientos comenzó en septiembre de 1985, cuando los delegados de los países del G-5, reunidos en el Hotel Plaza de Nueva York, declararon que el dólar de EE.UU. estaba sobrevaluado y anunciaron un plan para corregir la situación<sup>1</sup>. El plan consistía fundamentalmente en que los principales países con superávits en cuenta corriente (Japón y Alemania) aumentarían la demanda interna y apreciarían sus monedas. De hecho, este acuerdo marcó un cambio fundamental en el régimen de políticas: la Reserva Federal estaba enviando la señal de que después de una larga y exitosa lucha contra la inflación, ahora estaba dispuesta a flexibilizar las políticas, dejar que el dólar se depreciara y centrar más su atención en el crecimiento. Esta señal se respaldó mediante una intervención coordinada en los mercados cambiarios

Los autores principales de este recuadro son Joshua Felman y Daniel Leigh.

<sup>1</sup>El G-5 comprende Alemania, Estados Unidos, Francia, Japón y el Reino Unido.

y una reducción gradual de las tasas de interés a corto plazo en Estados Unidos. Esto impulsó una apreciación excepcionalmente grande del yen, del 46% frente al dólar y del 30% en términos efectivos reales a finales de 1986. (La apreciación del marco alemán fue parecida).

Como resultado, el crecimiento de las exportaciones y del PIB de Japón básicamente se detuvo en el primer semestre de 1986. Con la economía en recesión y ante la rápida apreciación del tipo de cambio, existía una presión considerable para que las autoridades tomaran medidas, lo que las llevó a introducir un estímulo macroeconómico sustancial. Las tasas de interés de política se redujeron en alrededor de 3 puntos porcentuales, una orientación que se mantuvo hasta 1989. En 1987, se adoptó un amplio programa de medidas fiscales, aunque ya estaba en marcha una vigorosa recuperación en el segundo semestre de 1986. En 1987, el producto de Japón experimentó una fuerte expansión, pero también el crédito y los precios de los activos, y los precios de las acciones y del suelo urbano se triplicaron entre 1985 y 1989. En enero de 1990, la burbuja bursátil estalló. Los precios de las acciones perdieron una tercera parte de su valor en un año, y Japón entró en dos décadas de resultados económicos decepcionantes (gráfico 1.4.1). Hoy, los precios nominales de las acciones y del suelo se sitúan nuevamente a los niveles registrados a principios de los años ochenta, entre una cuarta y una tercera parte de sus anteriores máximos.

La cuestión fundamental es determinar si esta secuencia era inevitable. En otras palabras, debido a la apreciación, ¿se vio obligado Japón a adoptar fuertes medidas de estímulo para mantener el crecimiento, lo que provocó una burbuja que causó las décadas perdidas cuando se derrumbó? Examinemos cada uno de los pasos por separado.

#### ¿Era necesario aplicar medidas de estímulo tan fuertes?

Los estudios parecen indicar que, de hecho, la política monetaria tal vez fue excesivamente expansiva. Las estimaciones de Jinushi, Kuroki y Miyao (2000) y Leigh (2010), entre otros, señalan que en 1986–88 la tasa de política era hasta 4 puntos porcentuales demasiado baja en relación con una



### Recuadro 1.4 (continuación)

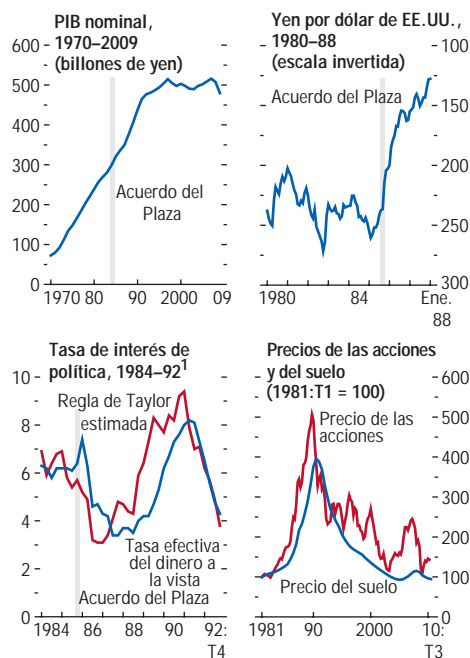
regla implícita de Taylor basada en las perspectivas del producto y la inflación. ¿Por qué mantuvo el banco central esta política? Una razón clave es que el comportamiento de la inflación corriente siguió siendo razonable, lo que llevó a algunos economistas a señalar que el fuerte aumento de las tasas de crecimiento no representaba un auge cíclico, sino una “nueva era” de mayor crecimiento potencial. Este crecimiento era particularmente gratificante porque estaba impulsado por la demanda interna, uno de los compromisos clave del Acuerdo del Plaza.

No obstante, los informes del FMI en ese momento se refieren a otro factor importante. A las autoridades les preocupaba que un aumento de las tasas de interés fortaleciera aún más el yen y que la apreciación acabara teniendo graves efectos sobre la economía. Al final, la demanda externa efectivamente disminuyó. Pero no se derrumbó. Las exportaciones reales continuaron creciendo en los cinco años siguientes al Acuerdo del Plaza, en un promedio anual de 2½% (la mitad de la tasa registrada los cinco años anteriores), mientras que el superávit en cuenta corriente se redujo moderadamente, en 2 puntos porcentuales del PIB. (Del mismo modo, la apreciación de la moneda de Alemania no impidió la expansión de las exportaciones o del PIB, aunque la respuesta monetaria fue más débil). Dicho de otro modo, se adoptaron medidas de estímulo excesivamente amplias en parte por la preocupación excesiva por el impacto de la apreciación.

#### ¿Fue el estímulo la causa de la burbuja?

Aunque la distensión de la política monetaria fue sin duda considerable, no está nada claro que por sí sola fuera la causa de la burbuja de precios de los activos. En el capítulo 3 de la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial* y en Posen (2003) se examina el vínculo entre la política monetaria y los auges de precios de los activos en las economías avanzadas en los últimos 25 años. Llegan a la conclusión de que la aplicación de una política expansiva no es necesaria ni suficiente para generar ciclos de auge y caída de los precios de los activos. En el caso de Japón, otros dos elementos parecen haber jugado un importante papel. Como explican Hoshi y Kashyap (2000), la desregulación

Gráfico 1.4.1. Japón: Indicadores macroeconómicos seleccionados

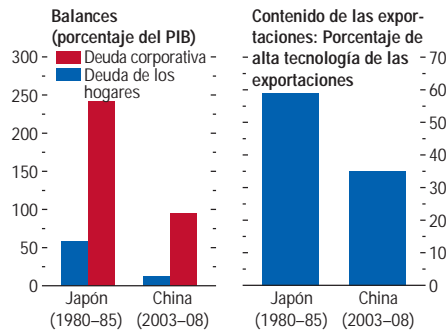


Fuentes: Banco de Japón; Gabinete de la Presidencia (Japón); Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>Véanse los detalles de la estimación de la regla de Taylor en Leigh (2010).

financiera de los años setenta y principios de los años ochenta permitió a las grandes empresas tener acceso a los mercados de capital en lugar de depender del financiamiento bancario, lo que condujo a los bancos a conceder préstamos a los constructores inmobiliarios y a los hogares que solicitaban hipotecas. En consecuencia, el crédito bancario a estos dos sectores creció alrededor de 150% en el período 1985-90, a un ritmo casi superior al doble de la tasa de aumento de 77% del crédito bancario global al sector privado. Por último, dado que en esos años no se conocían plenamente los peligros de las burbujas inmobiliarias, el gobierno de Japón no adoptó políticas fiscales y regulatorias compensatorias hasta 1990.

## Recuadro 1.4 (continuación)

Gráfico 1.4.2. Japón y China: Balances y contenido de las exportaciones



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

### ¿Fue el derrumbe de la burbuja la causa de las décadas perdidas?

Las consecuencias de la burbuja fueron extraordinariamente dolorosas para Japón. Pero el derrumbe de una burbuja no tiene forzosamente estos efectos tan potentes y duraderos. ¿Qué particularidad tenía el caso de Japón? Un factor esencial fue la acumulación de un apalancamiento considerable en el sistema financiero, algo similar a lo ocurrido en Estados Unidos antes de 2008. El capital de nivel 1 de los bancos japoneses en los años ochenta se mantenía en un nivel muy bajo, muy inferior al de otras regiones, dado que aún no habían entrado en vigor las normas mundiales (el Acuerdo de Basilea I). Además, gran parte de la garantía de préstamos estaba constituida por bienes inmobiliarios, mientras que en el marco del sistema *keiretsu* una parte importante de los activos bancarios consistían en acciones de otras empresas del mismo grupo. Por lo tanto, cuando los precios inmobiliarios y de las acciones se derrumbaron, el sistema bancario se vio gravemente dañado.

Esta vulnerabilidad subyacente se vio exacerbada por la lenta respuesta de política. Las autoridades tardaron en obligar a los bancos a reconocer las pérdidas en sus balances y les permitieron seguir prestando a empresas que ya no eran solventes, un proceso que Caballero, Hoshi y Kashyap

(2008) denominan “crédito zombi”. Este proceso continuó hasta principios de la década de 2000, frenando el crecimiento de la productividad y prolongando la crisis económica de Japón. ¿Por qué las autoridades no aceleraron la reestructuración? Posiblemente porque la reestructuración habría exigido capital bancario adicional, que no estaban en condiciones de proporcionar porque la inyección inicial de capital público en 1995 había provocado una violenta reacción política. Por consiguiente, las autoridades decidieron, en cambio, actuar con moderación.

Es posible que la crisis posterior a la burbuja también se viera exacerbada por la respuesta de política macroeconómica y por shocks negativos externos. Algunos sostienen que la adopción prematura de una política monetaria más restrictiva y la falta de compromiso claro de aumentar la inflación dio lugar a niveles excesivamente elevados de las tasas de interés reales (Ito y Mishkin, 2006; Leigh, 2010). Además, la aplicación de una política fiscal más restrictiva en 1997 puede haber debilitado la incipiente recuperación de 1995-96 (Posen, 2003; Corbett e Ito, 2010). Por último, los shocks externos adversos, incluida la crisis financiera de Asia en 1997-98, también jugaron un papel importante.

En resumen, la experiencia de Japón muestra que, de hecho, la apreciación de la moneda no da lugar inevitablemente a “décadas perdidas”. La apreciación no exigió forzosamente un estímulo macroeconómico tan grande. El estímulo no provocó inevitablemente la burbuja. Ni tampoco el derrumbe de la burbuja dio lugar a las décadas perdidas. En cambio, fue la combinación particular de circunstancias y decisiones lo que condujo a tal resultado.

### Enseñanzas para el reequilibrio actual

La tarea de calibrar la respuesta de política ante apreciaciones y movimientos de precios de los activos excepcionalmente fuertes sigue siendo extraordinariamente difícil. No obstante, de la experiencia de Japón se desprenden algunas enseñanzas. Entre los factores clave cabe señalar los siguientes:

- Evitar una respuesta macroeconómica excesiva ante una apreciación de la moneda.

### Recuadro 1.4 (conclusión)

- Utilizar políticas prudentes para evitar la acumulación de vulnerabilidades, especialmente en forma de apalancamiento.
- Resolver rápidamente los problemas bancarios cuando se materialicen.
- Proporcionar apoyo macroeconómico significativo cuando las economías y los sistemas bancarios se encuentran en dificultades.

Una enseñanza aún más amplia es que las burbujas pueden resultar peligrosas. Por lo tanto, Japón ha adoptado un marco de política monetaria integrado por dos pilares: uno focalizado en la estabilidad de precios y el otro centrado en evitar los desequilibrios financieros, como las burbujas de precios de los activos.

No obstante, aunque la experiencia de Japón ofrece enseñanzas a los países que se plantean cómo lograr el reequilibrio, los paralelismos directos son limitados. Por ejemplo, especialmente en el caso de China, las circunstancias actuales difieren de las de Japón en los años ochenta, lo que ayudará a China a evitar los desastrosos resultados de Japón (gráfico 1.4.2). En primer lugar, el apalancamiento de los hogares, las

empresas y el gobierno en China es inferior ahora al nivel registrado en Japón antes de la burbuja (N'Diaye, 2010), y el riesgo de endeudamiento excesivo podría ser, por ende, más pequeño. En segundo lugar, como se señala en el capítulo 4 de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* y en Igan, Fabrizio y Mody (2007), el aumento en la escala de calidad ayuda a contrarrestar el impacto de la apreciación de la moneda sobre el crecimiento, y China tiene más margen que el que tenía Japón para subir en la escala de calidad de sus exportaciones. (Al mismo tiempo, el impacto en las industrias de uso intensivo de mano de obra puede ser mayor). En tercer lugar, Japón mantenía un régimen de tipo de cambio flotante en los años ochenta, pero China mantiene un tipo de cambio dirigido respaldado por enormes reservas de divisas y fuertes restricciones a las entradas de capital. Esta diferencia en el régimen cambiario posiblemente ayudará a China a evitar la fuerte apreciación observada en Japón. Y lo que es más importante, China podrá aprovechar las ventajas de aprender de la experiencia de Japón.

## Referencias

- Alesina, Alberto, y Allan Drazen, 1991, "Why Are Stabilizations Delayed?", *American Economic Review*, vol. 81, No. 5, págs. 1170–88.
- Alesina, Alberto, y Roberto Perotti, 1995, "Fiscal Expansions and Fiscal Adjustments in OECD Countries", *Economic Policy*, vol. 10, No. 21, págs. 205–48.
- Betts, Caroline, y Michael B. Devereux, 2000, "International Monetary Policy Coordination and Competitive Depreciation: A Reevaluation", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 32, No. 4, parte 1, págs. 722–45.
- Bornhorst, Fabian, Nina Budina, Giovanni Callegari, Asmaa ElGanainy, Raquel Gomez Sirera, Andrea Lemgruber, Andrea Schaechter y Joong Beom Shin, 2010, "A Status Update on Fiscal Exit Strategies", IMF Working Paper 10/272 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Brooks, Robin, y Alberto Ramos, 2010, "Inflation Generalization in Emerging Markets", *Goldman Sachs Global Markets Daily* (23 de diciembre).
- Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi y Anil K. Kashyap, 2008, "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan", *American Economic Review*, vol. 98, No. 5, págs. 1943–77.
- Carabenciov, Ioan, Charles Freedman, Roberto García-Saltos, Douglas Laxton, Ondrej Kamenik y Petar Manchev, de próxima publicación, "GPM6— The Global Projection Model with Six Regions", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones, de próxima publicación, "How Do Business and Financial Cycles Interact?", IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2011, "Financial Cycles: What? How? When?", en *NBER International Seminar in Macroeconomics 2010*, compilado por Richard Clarida y Francesco Giavazzi (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Coady, David, Robert Gillingham, Rolando Ossowski, John M. Piotrowski, Shamsuddin Tareq y Justin Tyson, 2010, "Petroleum Product Subsidies: Costly, Inequitable y Rising", IMF Staff Position Note 10/05 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Corbett, Jenny, y Takatoshi Ito, 2010, "What Should the US and China Learn from the Past US-Japan Conflict?", *VoxEU* (30 de abril). [www.voxeu.org/index.php?q=node/4856](http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4856).
- Corsetti, Giancarlo, y Paolo Pesenti, 2005, "International Dimensions of Optimal Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 52, No. 2, págs. 281–305.
- Dobbs, Richard, y Michael Spence, 2011, "The Era of Cheap Capital Draws to a Close", *McKinsey Quarterly* (febrero).
- Dowling, Thomas, Marcello M. Estevão y Evridiki Tsounta, 2010, "The Great Recession and Structural Unemployment", *United States: Selected Issues Paper*, IMF Country Report No. 10/248 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Elektdag, Selim, y Prakash Kannan, 2009, "Incorporating Market Information into the Construction of the Fan Chart", IMF Working Paper 09/178 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Estevão, Marcello M., y Tiago Severo, 2010, "Financial Shocks and TFP Growth", IMF Working Paper 10/23 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Eusepi, Stefano, y Bruce Preston, 2008, "Stabilizing Expectations under Monetary and Fiscal Policy Coordination", NBER Working Paper No. 14391 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Frankel, Jeffrey A., y Katharine E. Rockett, 1988, "International Macroeconomic Policy Coordination When Policy-Makers Do Not Agree on the Model", *American Economic Review*, vol. 78, No. 3, págs. 318–40.
- Giannone, Domenico, Lucrezia Reichlin y Luca Sala, 2005, "Monetary Policy in Real Time", en *NBER Macroeconomics Annual 2004*, compilado por Mark Gertler y Kenneth Rogoff (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), págs. 161–200.
- Giannone, Domenico, Lucrezia Reichlin y David Small, 2008, "Nowcasting: The Real-Time Informational Content of Macroeconomic Data", *Journal of Monetary Economics*, vol. 55, No. 4, págs. 665–76.
- Giuliano, Paola, Prachi Mishra y Antonio Spilimbergo, 2009, "Democracy and Reforms", IZA Discussion Paper No. 4032 (Bonn: Institute for the Study of Labor).
- Gourinchas, Pierre Olivier, Rodrigo Valdés y Oscar Landerretche, 2001, "Lending Booms: Latin America and the World", *Economía*, vol. 1, No. 2 (segundo trimestre), págs. 41–63.
- Grupo de los Veinte, 2010, "G20 Mutual Assessment Process— Alternative Policy Scenarios", informe preparado por el personal técnico del FMI sobre el Proceso de Evaluación Mutua, presentado en la cumbre del G-20 en Toronto, Canadá, 26–27 de junio (Washington: Fondo Monetario Internacional). [www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710a.pdf](http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710a.pdf).
- Hoshi, Takeo, y Anil Kashyap, 2000, "The Japanese Banking Crisis: Where Did It Come From and How Will It End?", *NBER Macroeconomics Annual 1999*, compilado por Ben S. Bernanke y Julio J. Rotemberg (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), págs. 129–212.

- Igan, Deniz, Stefania Fabrizio y Ashoka Mody, 2007, “The Dynamics of Product Quality and International Competitiveness”, IMF Working Paper 07/97 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ito, Takatoshi, y Frederic S. Mishkin, 2006, “Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem”, en *Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific Rim*, compilado por Takatoshi Ito y Andrew K. Rose, NBER East Asia Seminar on Economics, vol. 15 (Chicago: University of Chicago Press), págs. 131–201.
- Jinushi, Toshiki, Yoshihiro Kuroki y Ryuzo Miyao, 2000, “Monetary Policy in Japan since the Late 1980s: Delayed Policy Actions and Some Explanations”, en *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*, compilado por Ryoichi Mikitani y Adam S. Posen (Washington: Institute for International Economics).
- Kahn, Lisa, 2010, “The Long-Term Labor Market Consequences of Graduating from College in a Bad Economy”, *Labor Economics*, vol. 17, No. 2, págs. 303–16.
- Laxton, Douglas, y Paolo Pesenti, 2003, “Monetary Rules for Small, Open, Emerging Economies”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 50 (julio), págs. 1109–46.
- Leigh, Daniel, 2010, “Monetary Policy and the Lost Decade: Lessons from Japan”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 42, No. 5, págs. 833–57.
- Liu, Phiip, Rafael Romeu y Troy D. Matheson, de próxima publicación, “Real-Time Forecasts of Economic Activity for Latin American Countries”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Matheson, Troy D., 2010, “An Analysis of the Informational Content of New Zealand Data Releases: The Importance of Business Opinion Surveys”, *Economic Modelling*, vol. 27, No. 1, págs. 304–14.
- , 2011, “New Indicators for Tracking Growth in Real Time”, IMF Working Paper 11/43 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Mendoza, Enrique, y Marco E. Terrones, 2008, “An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data”, NBER Working Paper No. 14049 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- N'Diaye, Papa M'B. P., 2010, “Transforming China: Insights from the Japanese Experience of the 1980s”, IMF Working Paper 10/284 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Obstfeld, Maurice, y Kenneth Rogoff, 1995, “Exchange Rate Dynamics Redux”, *Journal of Political Economy*, vol. 103, No. 3, págs. 624–60.
- , 2002, “Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, No. 2, págs. 503–36.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Dennis B. S. Reinhardt, 2010, “Capital Inflows: The Role of Controls”, IMF Staff Position Note 10/04 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Annamaria Kokenyne, 2011, “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?”, IMF Staff Discussion Note 11/06 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Pappa, Evi, 2004, “Do the ECB and the Fed Really Need to Cooperate? Optimal Monetary Policy in a Two-Country World”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 51, No. 4, págs. 753–79.
- People's Daily*, 2010, “No Repeat of Japan's Mistake: Official” (20 de septiembre). <http://english.people.com.cn/90001/90778/90859/7145687.html>.
- Posen, Adam, 2003, “It Takes More Than a Bubble to Become Japan”, en *Asset Prices and Monetary Policy*, compilado por Anthony Richards y Tim Robinson (Sídney: Banco de la Reserva de Australia).
- Poterba, James M., 1994, “State Responses to Fiscal Crises: The Effects of Budgetary Institutions and Politics”, *Journal of Political Economy*, vol. 102, No. 4, págs. 799–821.
- Roubini, Nouriel, y Jeffrey Sachs, 1989, “Political and Economic Determinants of Budget Deficits in the Industrial Democracies”, *European Economic Review*, vol. 33 (mayo), págs. 903–34.
- , Seppo Honkapohja y Daniel Cohen, 1989, “Government Spending and Budget Deficits in the Industrial Countries”, *Economic Policy*, vol. 4, No. 8, págs. 100–32.
- Swiston Andrew, 2008, “A U.S. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit Is Due”, IMF Working Paper 08/161 (Washington: Fondo Monetario Internacional).



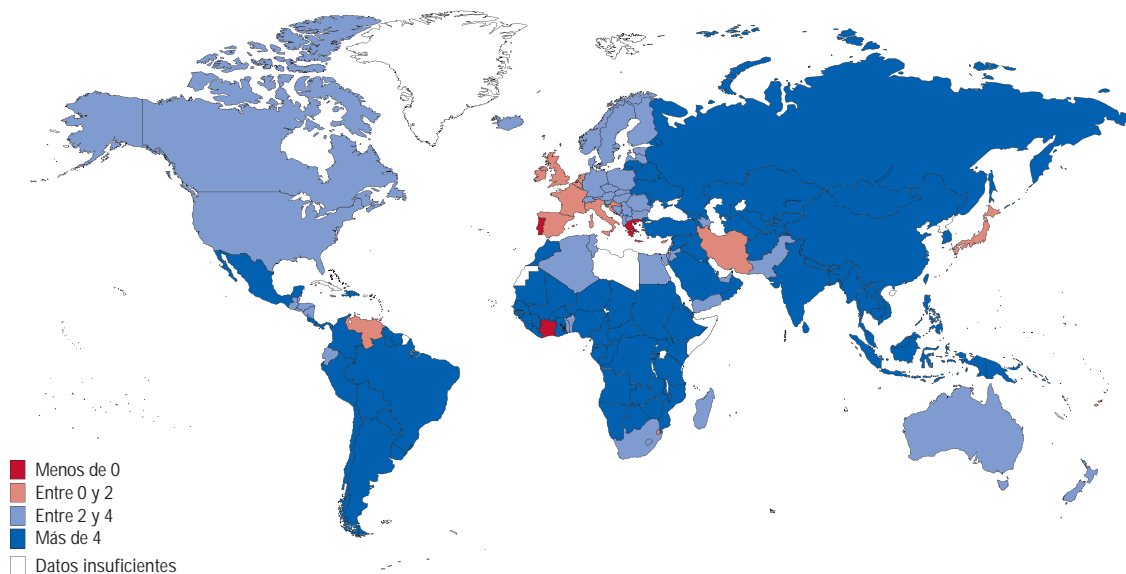
*La economía mundial ya lleva dos años de recuperación. Desde el inicio se preveía que la recuperación tendría diversas velocidades: en la edición de abril de 2009 de Perspectivas de la economía mundial se proyectaba que las economías que más rápidamente crecerían para 2011 serían aquellas que habían evitado grandes desequilibrios antes de la crisis, habían experimentado las menores caídas del producto durante la crisis y contaban con el mayor margen de acción después de la crisis. Dos años más tarde, ese panorama se mantiene sin cambios en términos generales, pero el perfil de la recuperación es ahora más definido (gráfico 2.1). Algunas economías avanzadas presentan significativas brechas del producto y elevadas tasas de desempleo; muchos países de bajo ingreso están creciendo a un ritmo rápido pero sostenible, y hay indicios de sobrecalentamiento en una serie de economías de mercados emergentes.*

La naturaleza desigual de esta recuperación puede observarse en las brechas del producto de las distintas regiones (gráfico 2.2). Las economías emergentes

de Asia y gran parte de América Latina operan hoy cerca de su nivel potencial, y hay economías en esas regiones donde el crédito se está acelerando nuevamente y están surgiendo indicios de sobrecalentamiento. Mientras tanto, las economías que estuvieron en el epicentro de la última crisis —Estados Unidos y Europa— cuentan con un sustancial nivel de capacidad ociosa. Estas divergencias tienen implicaciones importantes para las perspectivas, los riesgos y las prioridades de política en cada región. Por ese motivo, en este capítulo se destaca la medida en la cual las regiones difieren en sus posiciones cíclicas.

Análogamente, existen grandes disparidades en la posición externa de algunas economías. En ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial* se ha recalcado la necesidad de un reequilibramiento externo en algunas regiones —muy especialmente en Estados Unidos y las economías emergentes de Asia— para reducir las vulnerabilidades a nivel mundial. En este capítulo se vuelve sobre este tema

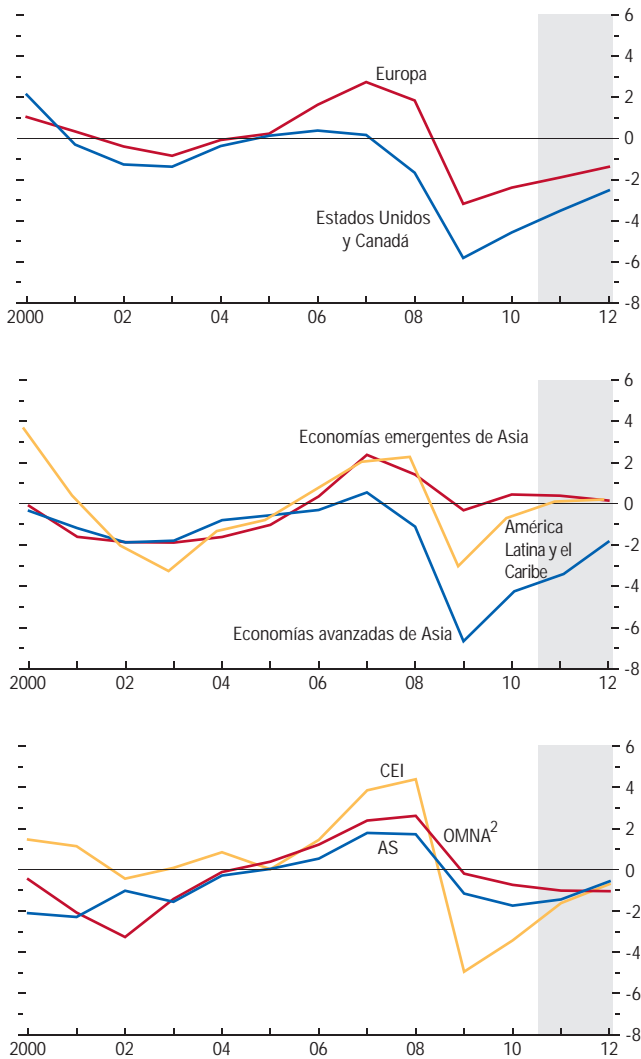
**Gráfico 2.1. Crecimiento medio proyectado del PIB real mundial durante 2011–12**  
(Porcentaje)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: No se incluyen proyecciones para Libia debido a la incertidumbre de la situación política.

**Gráfico 2.2. Brechas del producto<sup>1</sup>**  
(Porcentaje del PIB potencial)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>AS: África subsahariana; CEI: Comunidad de Estados Independientes, Georgia y Mongolia; economías avanzadas de Asia: Australia, Japón y Nueva Zelanda; OMNA: Oriente Medio y Norte de África. Los agregados regionales se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo.

<sup>2</sup>Excluido Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política.

para destacar, cuando resulta pertinente, la medida en la cual las regiones presentan divergencias en su posición externa (saldo en cuenta corriente).

El capítulo comienza con una evaluación de las perspectivas y los principales retos de política en las regiones donde persisten importantes brechas del producto, como Estados Unidos y Canadá, Europa y la Comunidad de Estados Independientes (CEI). Luego se pasa a examinar las regiones en las cuales esas brechas se están cerrando o ya lo han hecho: Asia, América Latina y el Caribe (ALC), África subsahariana (AS), y Oriente Medio y Norte de África (OMNA).

### Avanza la recuperación de Estados Unidos

*La economía estadounidense continúa recuperándose, y la mejora de las condiciones financieras está respaldando la demanda interna privada frente al alza de precios de las materias primas (gráficos 2.3 y 2.4). La creación de puestos de trabajo se aceleró en los últimos tiempos, pero el ritmo al que mejora el mercado laboral sigue siendo decepcionante, habida cuenta de la magnitud de la pérdida de empleos durante la desaceleración. Un mayor reequilibrio en el que la demanda interna ceda lugar a la externa también contribuiría al crecimiento y ayudaría a cerrar la gran brecha del producto que existe en Estados Unidos.*

Después de un período de fuerte crecimiento impulsado por la recomposición de existencias a fines de 2009 y principios de 2010, el crecimiento económico se desaceleró, pero luego volvió a cobrar fuerza en el segundo semestre de 2010. Ese fortalecimiento estuvo respaldado por la demanda privada final, y para el cuarto trimestre el gasto de los consumidores crecía a su ritmo más rápido en cinco años. Aunque el crecimiento global del crédito sigue siendo débil y continúa el desapalancamiento de los hogares, las condiciones financieras en general han mejorado: las tasas de endeudamiento de las empresas se mantienen muy bajas, y las condiciones estrictas de los préstamos bancarios ahora están comenzando a distenderse no solo para las grandes empresas, sino también para las pequeñas y medianas. Como reflejo del repunte de la actividad económica y gracias a una distensión monetaria extraordinaria, los mercados accionarios han recuperado alrededor de dos tercios de la capita-

**Gráfico 2.3. Estados Unidos y Canadá: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12**  
(Porcentaje)



lización perdida durante la crisis. Esto ha contribuido a restablecer la confianza del consumidor, todavía deprimida por los vientos en contra que generan el mercado de trabajo y de la vivienda.

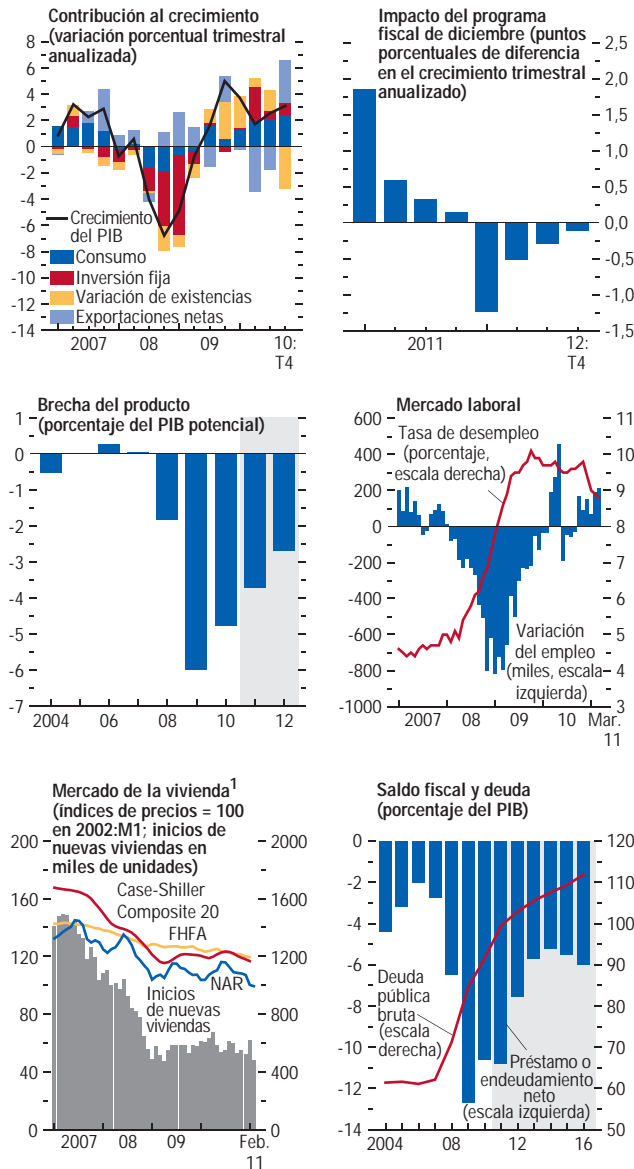
La recuperación del mercado laboral sigue siendo deslucida. Después de perder más de 8½ millones de puestos de trabajo en 2008 y 2009, el mercado laboral apenas ha sumado menos de 1½ millones de empleos desde que tocó su punto mínimo, porcentaje apenas suficiente para seguir el ritmo del crecimiento de la población en edad activa. Por lo tanto, el coeficiente empleo/población se mantiene en gran medida sin cambios desde el inicio de la recuperación. Alrededor de un tercio del declive de la tasa de desempleo desde octubre de 2009 —a 8,8% en marzo— es atribuible a una disminución de la participación de la fuerza laboral, que ahora se encuentra en el nivel más bajo del último cuarto de siglo. El desempleo a largo plazo

y los indicadores más amplios de subempleo —como la proporción de trabajadores que trabajan involuntariamente a tiempo parcial o que solo tienen una relación marginal con la fuerza laboral— se mantienen muy por encima de los máximos históricos. La crisis también puede haber incrementado el desempleo estructural en Estados Unidos, ya que los graves shocks sectoriales y regionales crearon disparidades entre la oferta y la demanda de destrezas y competencias laborales. Los estudios realizados por el personal técnico del FMI muestran que, históricamente, el efecto negativo de ese tipo de disparidad en las tasas de desempleo se ve exacerbado por una situación deprimida del mercado de la vivienda, un aspecto fundamental de la reciente crisis<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>Véanse Dowling, Estevão y Tsounta (2010), y Estevão y Tsounta (2011).

**Gráfico 2.4. Estados Unidos: La economía se afianza**

La recuperación está comenzando a afianzarse, a medida que el consumo privado va acelerándose, aunque lentamente. En 2011 el crecimiento recibirá un impulso gracias al programa fiscal de diciembre. La expansión cuantitativa ha permitido evitar la presión deflacionaria generada por la brecha del producto todavía amplia. Pero aún persisten vulnerabilidades: los mercados laboral e inmobiliario continúan frágiles y es necesario corregir las vulnerabilidades fiscales.



Fuentes: Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>FHFA: Federal Housing Finance Agency (Organismo Federal de Financiamiento de la Vivienda); NAR: National Association of Realtors (Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios).

Se proyecta que la economía estadounidense crecerá 2¼% y 3% en 2011 y 2012, respectivamente, y que el afianzamiento gradual de la demanda final privada compensará la disminución del estímulo generado por la política fiscal federal (cuadro 2.1). El programa fiscal aprobado a mediados de diciembre incrementaría el crecimiento ligeramente más de ½ punto porcentual este año, aunque las recientes propuestas de recorte del gasto federal reducirían el impulso global alimentado por la política fiscal federal. El efecto de lastre que producirán en el crecimiento de 2011 las alzas de los precios del petróleo compensa holgadamente el estímulo generado por las políticas extraordinarias de la Reserva Federal y el aumento de la exportación neta. Se proyecta que el desempleo se mantendrá elevado y que caerá solo moderadamente a alrededor de 7¾% en 2012.

Los riesgos para las perspectivas se mantienen inclinados a la baja. El contexto externo sigue planteando riesgos extremos. El resurgimiento de la turbulencia financiera en la zona del euro podría endurecer sustancialmente las condiciones crediticias y debilitar la demanda mundial, y una subida abrupta de los precios del petróleo y las materias primas, posiblemente debida a las continuas tensiones en Oriente Medio y el Norte de África, podría menguar la confianza y desalentar el gasto de consumo. En el plano interno, los precios de las viviendas podrían caer más de lo esperado, dadas las abundantes existencias latentes de propiedades en problemas, generando efectos adversos en los balances de los hogares y las entidades financieras. Hay, sin embargo, una serie de riesgos al alza para las perspectivas. Los sólidos balances de las empresas podrían respaldar un mayor grado de contratación de personal y de inversión de capital si mejora la confianza empresarial. Por otra parte, el consumo privado, particularmente de bienes duraderos, podría dar sorpresas al alza dado el nivel de demanda reprimida existente.

En vista de la sustancial capacidad ociosa en la economía —se estima que la brecha del producto se mantendrá por encima del 3% este año— se espera que la inflación se mantenga atenuada, y se registren aumentos de precios de 2¼% este año y 1½% el siguiente. Si bien han bajado los precios de los alimentos y, en especial, de la energía, su participación en la canasta de consumo es pequeña, y los efectos de

### 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 <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones	
		2011	2012		2011	2012		2011	2012		2011	2012
<b>Economías avanzadas</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>8,3</b>	<b>7,8</b>	<b>7,4</b>
Estados Unidos	2,8	2,8	2,9	1,6	2,2	1,6	-3,2	-3,2	-2,8	9,6	8,5	7,8
Zona del euro <sup>4,5,6</sup>	1,7	1,6	1,8	1,6	2,3	1,7	-0,6	0,0	0,0	10,0	9,9	9,6
Japón	3,9	1,4	2,1	-0,7	0,2	0,2	3,6	2,3	2,3	5,1	4,9	4,7
Reino Unido <sup>4</sup>	1,3	1,7	2,3	3,3	4,2	2,0	-2,5	-2,4	-1,9	7,8	7,8	7,7
Canadá	3,1	2,8	2,6	1,8	2,2	1,9	-3,1	-2,8	-2,6	8,0	7,6	7,3
Otras economías avanzadas <sup>7</sup>	5,7	3,9	3,8	2,3	3,1	2,6	5,1	5,5	4,8	5,0	4,5	4,4
<i>Partida informativa</i>												
Economías asiáticas recientemente industrializadas	8,4	4,9	4,5	2,3	3,8	2,9	7,1	6,3	6,0	4,1	3,6	3,6

<sup>1</sup>La 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.

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

<sup>4</sup>Basado en el índice armonizado de precios al consumidor de Eurostat.

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

<sup>6</sup>Excluye Estonia.

<sup>7</sup>Excluidos Estados Unidos, la zona del euro y Japón, pero incluido Estonia.

segunda ronda probablemente sean reducidos porque la economía está funcionando muy por debajo de su potencial.

El ritmo lento de la recuperación económica exige aplicar políticas macroeconómicas de respaldo, pero el margen fiscal para hacerlo es cada vez más limitado. En este contexto, la combinación de políticas indicada para Estados Unidos sería continuar con las medidas monetarias acomodaticias, sumadas a otras que procuren mejorar la solidez fiscal. Se necesita con urgencia una estrategia creíble para estabilizar la deuda pública a mediano plazo, así como un adelanto de la consolidación fiscal en 2011.

Como el producto sigue siendo significativamente inferior a su potencial; la inflación, persistentemente baja; y la tasa de desempleo, irreductiblemente elevada, se justifica continuar con las políticas monetarias acomodaticias. Aunque se prevé que la segunda ronda de expansión cuantitativa por parte de la Reserva Federal tendrá tan solo un efecto moderado en el crecimiento, parece haber reducido la percepción de riesgos de deflación; en las semanas siguientes a las noticias difundidas en agosto acerca de una inminente nueva ronda de expansión cuantitativa, crecieron las expectativas de inflación y los rendimientos a largo plazo cayeron hasta alcanzar nuevos

mínimos. Desde entonces, esos rendimientos han aumentado al surgir indicios de fortalecimiento de la recuperación y al bajar los operadores sus expectativas respecto del alcance que tendrían las futuras compras de activos por parte de la Reserva Federal.

Aunque en este momento algunas medidas fiscales focalizadas son justificables en vista de la debilidad de los mercados laboral y de la vivienda, la contribución del reciente programa de estímulo al crecimiento resulta pequeña en comparación con su considerable costo presupuestario. Asimismo, ahora se prevé que el déficit fiscal llegará a 10¾% este año —el mayor entre las economías avanzadas— y que la deuda bruta del gobierno general probablemente excederá el 110% del PIB de aquí a 2016<sup>2</sup>. De hecho, Estados Unidos aparece como la única de las grandes economías avanzadas en la cual el déficit fiscal ajustado en función del ciclo económico aumentaría en 2011, en comparación con 2010, a pesar de la recuperación

<sup>2</sup>Las proyecciones fiscales reflejan las opiniones del personal técnico del FMI sobre las perspectivas económicas (que generalmente son más pesimistas que las de las autoridades) y su evaluación de las políticas probables. Dado el debate actualmente en curso en el Congreso, el personal técnico supone que habrá recortes iniciales del gasto discrecional más importantes (y más profundos) que los propuestos en el proyecto presupuestario del Presidente y que se demorarán las medidas dirigidas a recaudar más ingresos.



en curso<sup>3</sup>. Estados Unidos sigue comprometido a cumplir con la meta fijada por el Grupo de los Veinte (G-20) de reducir el déficit a la mitad entre 2010 y 2013, pero el elevado déficit de este año podría dificultarlo.

Este panorama fiscal insostenible exige un adelanto de la consolidación fiscal este año. Las propuestas recientemente presentadas por la Comisión Nacional de Responsabilidad y Reforma Fiscal y otros analistas contienen muchas ideas útiles y ofrecen un plan rector amplio a partir del cual podrían avanzar las autoridades para la formulación de políticas. Esas medidas propuestas incluyen reformas de los regímenes de derechos a prestaciones, topes al gasto discrecional, reformas impositivas para captar ingresos y el fortalecimiento de las instituciones fiscales. Entre tanto, el proyecto de presupuesto del Presidente supone un repliegue muy grande de los recursos fiscales a corto plazo —una reducción de unos 5 puntos porcentuales del PIB en el saldo primario estructural federal para los ejercicios 2012 y 2013 de acuerdo con los supuestos macroeconómicos y de política económica del personal técnico del FMI— que será problemático de implementar, especialmente en un contexto de escaso crecimiento y elevado desempleo. Un ajuste tal sería mayor que cualquier otro ajuste bianual desde 1960 (el primer año respecto del cual se dispone de datos sobre los saldos estructurales), lo que refuerza el argumento a favor de suavizar el ajuste fiscal a partir de 2011 con un marco creíble a mediano plazo.

Aunque no se espera que el déficit en cuenta corriente aumente sustancialmente en los próximos años, persistirán los déficits: se prevé que el déficit en cuenta corriente a mediano plazo se mantendrá cerca del nivel del año pasado, en parte debido a la insuficiencia del ajuste fiscal. Si en los próximos años se concreta la tan necesaria consolidación fiscal, eso contribuirá a reducir los déficits externos. Una recuperación más robusta exigirá entonces que las exportaciones netas aporten más al crecimiento para compensar la menor contribución de la demanda interna.

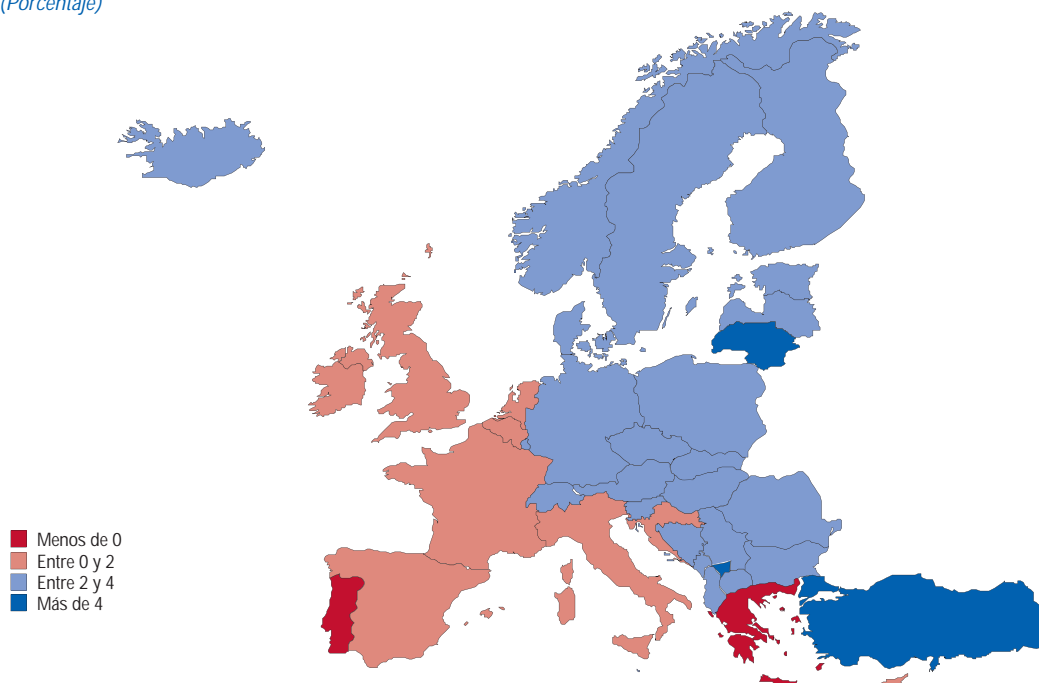
Pese a haberse restablecido la estabilidad financiera, la fragilidad del sector de la vivienda sigue

actuando como lastre en los balances bancarios, y la implementación de las reformas del sector financiero aún enfrentan difíciles desafíos. La reciente reorganización de la regulación y la supervisión del sistema financiero representa un paso auspicioso, pero su implementación será la prueba clave. Las prioridades fundamentales serán la aplicación de un enfoque sistémico de supervisión, con una regulación más estricta (especialmente en el caso de las instituciones de importancia sistémica), una mayor transparencia y rendición de cuentas en los mercados de valores y derivados, y un estrecho seguimiento del sector bancario paralelo. Las autoridades estadounidenses han elevado al Congreso un conjunto de propuestas para reformar los mercados de financiamiento de la vivienda, según lo exige la Ley Dodd-Frank. Las recomendaciones incluyen dismantelar las entidades hipotecarias semipúblicas (Fannie Mae y Freddie Mac) y elaborar políticas de vivienda con una orientación más concentrada, entre ellas un respaldo estatal más explícito y más focalizado. La reforma que se adopte deberá lograr el equilibrio correcto entre ofrecer un nivel adecuado de intervención pública explícita y desalentar otro ciclo de sobreinversión.

La evolución económica de Canadá el año pasado fue un reflejo de la registrada en Estados Unidos, con una moderación del ritmo de actividad económica a mediados de año. La deceleración obedeció no solo al arrastre a la baja que sufrieron las exportaciones canadienses por el débil nivel de actividad en Estados Unidos y el fuerte aumento de las importaciones atribuible al gasto en inversión en un contexto de apreciación de la moneda, sino también al enfriamiento de parte de la actividad interna, al caer las operaciones inmobiliarias de sus niveles insosteniblemente altos, moderarse temporalmente el gasto de los consumidores y desvanecerse el efecto del estímulo fiscal. Se proyecta que el PIB de Canadá aumentará 2¾% este año, siendo los principales motores de ese crecimiento la demanda interna en general y la inversión privada en particular, en consonancia con los precios elevados de las materias primas; la fuerza del dólar canadiense continuaría lastrando el crecimiento. Los riesgos para las perspectivas de crecimiento se inclinan a la baja, presentándose como principal riesgo interno un deterioro del mercado de la vivienda y de los balances de los hogares. Los riesgos externos

<sup>3</sup>La edición de abril de 2011 del informe *Fiscal Monitor* profundiza en la orientación de la política fiscal estadounidense.

**Gráfico 2.5. Europa: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12**  
(Porcentaje)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

fundamentales son un nivel de actividad menor que el esperado en Estados Unidos y un resurgimiento de las tensiones de la deuda soberana en Europa.

Las políticas macroeconómicas de Canadá siguen siendo acertadamente acomodaticias, ya que el producto se mantiene en torno al 2% por debajo del nivel potencial. Dados los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento, lo moderado de las presiones inflacionarias y la futura eliminación del estímulo, parece apropiado adoptar una actitud de espera antes de decidir elevar más la tasa de política monetaria. En el ámbito fiscal, son acertadas las recientes medidas para suavizar el ajuste fiscal inicial, y las autoridades tienen un plan sólido y creíble para volver a registrar superávits presupuestarios desde el ejercicio 2015 en adelante. A más largo plazo, los retos que plantean el envejecimiento de la población y la inflación de los costos de atención de la salud exigen sumar otros planes para afianzar la sostenibilidad fiscal. En el terreno financiero, el enfoque adoptado por Canadá en materia de supervisión y regulación ha sido sólido y ha permitido evitar los excesos que dañaron otras economías avanzadas

durante la crisis. No obstante, es preciso continuar con una actitud vigilante para mantener la estabilidad financiera, particularmente en vista de la alta concentración existente en el sistema financiero, la sustancial exposición a los riesgos de Estados Unidos y los niveles históricamente elevados de endeudamiento de los hogares.

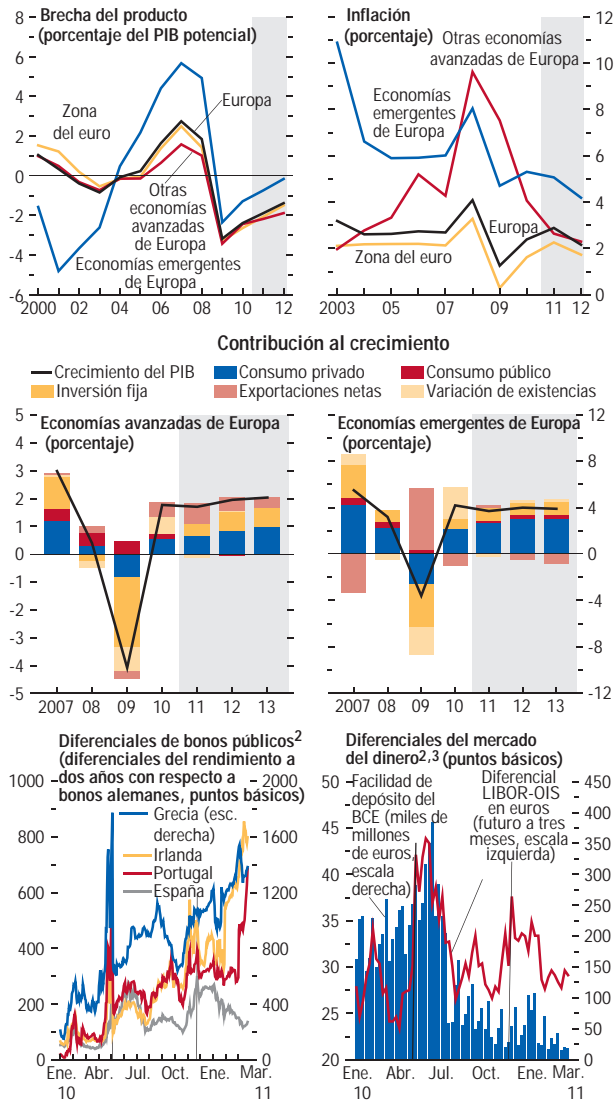
### Europa experimenta una recuperación paulatina y desigual

*En Europa, la recuperación avanza a pasos pequeños (gráfico 2.5). En general, la actividad real de la región se mantiene por debajo de su nivel potencial, y el desempleo es todavía alto. Existe, sin embargo, una variación sustancial entre las distintas economías. El grado de subutilización de la capacidad productiva es mayor en la periferia de la zona del euro que en los países centrales, mientras que las economías de mercados emergentes más grandes de la región ya están funcionando a capacidad plena o por encima de ese nivel.*

La recuperación de Europa está cobrando impulso, pese al resurgimiento de la turbulencia financiera en

### Gráfico 2.6. Europa: Continúa una recuperación gradual y dispar<sup>1</sup>

La recuperación avanza a un ritmo moderado. La actividad real de la región se mantiene por debajo de su nivel potencial, y la presión inflacionaria está contenida en términos generales. Pero hay diferencias sustanciales entre las economías. El crecimiento en general es ahora más generalizado y autosostenible, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes. En la periferia de la zona del euro, sin embargo, la continua turbulencia financiera está deprimiendo las perspectivas para estas economías.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets y estimaciones del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>Zona del euro: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovenia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Malta, los Países Bajos y la República Eslovaca. Economías emergentes de Europa: Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Hungría, Kosovo, Letonia, Lituania, Montenegro, Polonia, la ex República Yugoslava de Macedonia, Rumanía, Serbia y Turquía. Otras economías avanzadas de Europa: Dinamarca, Estonia, Islandia, Noruega, Portugal, Suecia, Suiza, el Reino Unido y la República Checa. Los agregados se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo.  
<sup>2</sup>Las líneas verticales de cada panel corresponden al 10 de mayo y al 30 de noviembre de 2010.  
<sup>3</sup>BCE: Banco Central Europeo; LIBOR: Tasa interbancaria de oferta de Londres; OIS: *swap* sobre índices a un día.

los países periféricos de la zona del euro durante el último trimestre de 2010. Ante los temores acerca de las pérdidas del sector bancario y la sostenibilidad fiscal, en esos países se ampliaron los diferenciales soberanos, que en algunos casos alcanzaron máximos no registrados desde la creación de la Unión Económica y Monetaria. Pero la situación fue contenida por las contundentes políticas de respuesta adoptadas tanto a nivel nacional como de la UE, que incluyeron medidas para mejorar el saldo fiscal y propulsar las reformas estructurales en los países afectados, un respaldo extraordinario de liquidez, compras de títulos valores por parte del Banco Central Europeo (BCE) y financiamiento proveniente del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) y la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) para respaldar el programa conjunto de la UE y el FMI para Irlanda. En consecuencia, el daño a la actividad económica se limitó a las economías afectadas y no se propagó al resto de Europa, cuyo crecimiento es ahora más generalizado y autosostenido (gráfico 2.6).

Las perspectivas apuntan a que continuará una expansión gradual y dispar (cuadro 2.2). Se prevé que el PIB real de las economías avanzadas de Europa crecerá a una tasa de 1¾% en 2011 y 2% en 2012, y que el crecimiento de las economías emergentes de la región será de 3¾% en 2011 y 4% en 2012. Las perspectivas económicas para los distintos países también son divergentes, en gran medida debido a las diferencias en la condición de los balances de los sectores público y privado y en la orientación de las políticas macroeconómicas.

- En Alemania, se espera que el crecimiento se moderará de un 3½% el año pasado a 2½% este año, principalmente debido a la eliminación del apoyo fiscal y a la desaceleración del crecimiento de la demanda externa. Para Francia se proyecta un crecimiento moderado de 1½% este año, ya que el aumento del consumo se ve frenado por la retracción del estímulo fiscal, y el aumento de las exportaciones, menguado por una demanda externa menos dinámica. En Italia, se espera que la recuperación seguirá siendo débil, debido a que los problemas de competitividad de larga data restringen el crecimiento de las exportaciones y la consolidación fiscal prevista comprime la demanda privada. Se proyecta que el crecimiento será mucho menor en la periferia

## 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 <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
<b>Europa</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	...	...	...
<b>Economías avanzadas<sup>4</sup></b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>9,3</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>
Zona del euro <sup>5,6,7</sup>	1,7	1,6	1,8	1,6	2,3	1,7	-0,6	0,0	0,0	10,0	9,9	9,6
Alemania	3,5	2,5	2,1	1,2	2,2	1,5	5,3	5,1	4,6	6,9	6,6	6,5
Francia	1,5	1,6	1,8	1,7	2,1	1,7	-2,1	-2,8	-2,7	9,7	9,5	9,1
Italia	1,3	1,1	1,3	1,6	2,0	2,1	-3,5	-3,4	-3,0	8,5	8,6	8,3
España	-0,1	0,8	1,6	2,0	2,6	1,5	-4,5	-4,8	-4,5	20,1	19,4	18,2
Países Bajos	1,7	1,5	1,5	0,9	2,3	2,2	7,1	7,9	8,2	4,5	4,4	4,4
Bélgica	2,0	1,7	1,9	2,3	2,9	2,3	1,2	1,0	1,2	8,4	8,4	8,2
Austria	2,0	2,4	2,3	1,7	2,5	2,0	3,2	3,1	3,1	4,4	4,3	4,3
Grecia	-4,5	-3,0	1,1	4,7	2,5	0,5	-10,4	-8,2	-7,1	12,5	14,8	15,0
Portugal	1,4	-1,5	-0,5	1,4	2,4	1,4	-9,9	-8,7	-8,5	11,0	11,9	12,4
Finlandia	3,1	3,1	2,5	1,7	3,0	2,1	3,1	2,8	2,6	8,4	8,0	7,8
Irlanda	-1,0	0,5	1,9	-1,6	0,5	0,5	-0,7	0,2	0,6	13,6	14,5	13,3
República Eslovaca	4,0	3,8	4,2	0,7	3,4	2,7	-3,4	-2,8	-2,7	14,4	13,3	12,1
Eslovenia	1,2	2,0	2,4	1,8	2,2	3,1	-1,2	-2,0	-2,1	7,2	7,5	7,2
Luxemburgo	3,4	3,0	3,1	2,3	3,5	1,7	7,7	8,5	8,7	6,1	5,9	5,8
Estonia	3,1	3,3	3,7	2,9	4,7	2,1	3,6	3,3	3,1	16,9	14,8	12,8
Chipre	1,0	1,7	2,2	2,6	3,9	2,8	-7,0	-8,9	-8,7	6,8	6,5	6,3
Malta	3,6	2,5	2,2	2,0	3,0	2,6	-0,6	-1,1	-2,3	6,5	6,5	6,4
Reino Unido <sup>6</sup>	1,3	1,7	2,3	3,3	4,2	2,0	-2,5	-2,4	-1,9	7,8	7,8	7,7
Suecia	5,5	3,8	3,5	1,9	2,0	2,0	6,5	6,1	5,8	8,4	7,4	6,6
Suiza	2,6	2,4	1,8	0,7	0,9	1,0	14,2	13,2	12,8	3,6	3,4	3,3
República Checa	2,3	1,7	2,9	1,5	2,0	2,0	-2,4	-1,8	-1,2	7,3	7,1	6,9
Noruega	0,4	2,9	2,5	2,4	1,8	2,2	12,9	16,3	16,0	3,6	3,6	3,5
Dinamarca	2,1	2,0	2,0	2,3	2,0	2,0	5,0	4,8	4,8	4,2	4,5	4,4
Islandia	-3,5	2,3	2,9	5,4	2,6	2,6	-8,0	1,1	2,1	8,1	7,5	6,5
<b>Economías emergentes<sup>8</sup></b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>4,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>-5,4</b>	<b>-5,7</b>	...	...	...
Turquía	8,2	4,6	4,5	8,6	5,7	6,0	-6,5	-8,0	-8,2	11,9	11,4	11,0
Polonia	3,8e	3,8	3,6	2,6	4,1	2,9	-3,3	-3,9	-4,2	9,0	9,0	8,7
Rumania	-1,3	1,5	4,4	6,1	6,1	3,4	-4,2	-5,0	-5,2	7,6	6,6	5,8
Hungría	1,2	2,8	2,8	4,9	4,1	3,5	1,6	1,5	0,9	11,2	11,5	10,9
Bulgaria	0,2	3,0	3,5	3,0	4,8	3,7	-0,8	-1,5	-2,0	10,3	8,0	6,7
Serbia	1,8	3,0	5,0	6,2	9,9	4,1	-7,1	-7,4	-6,6	19,4	19,6	19,8
Croacia	-1,4	1,3	1,8	1,0	3,5	2,4	-1,9	-3,6	-3,6	12,3	12,8	12,3
Lituania	1,3	4,6	3,8	1,2	3,1	2,9	1,8	-0,9	-2,9	17,8	16,0	14,0
Letonia	-0,3	3,3	4,0	-1,2	3,0	1,7	3,6	2,6	1,5	19,0	17,2	15,5

<sup>1</sup>La 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.

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

<sup>4</sup>Incluye Estonia.

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

<sup>6</sup>Basado en el índice armonizado de precios al consumidor de Eurostat.

<sup>7</sup>Excluye Estonia.

<sup>8</sup>Incluye Albania, Bosnia y Herzegovina, Kosovo, Montenegro, la ex República Yugoslava de Macedonia y Serbia.

de la zona del euro porque esas economías sufren una contracción aguda y prolongada de los balances públicos y privados —necesaria para resolver los desequilibrios fiscales y de competitividad— y enfrentan problemas de desempleo estructural más graves (recuadro 2.1).

- En las economías avanzadas fuera de la zona del euro, las perspectivas de recuperación también presentan diferencias. Por ejemplo, según las proyecciones, el crecimiento del Reino Unido será de 1¾% en 2011, a medida que el anticipo necesario de la consolidación fiscal reduce la demanda

interna. Pero en Suecia se espera que la actividad real aumente 3¾% este año, en medio de una rápida mejora de las condiciones financieras y de indicios incipientes de sobrecalentamiento en el sector de bienes raíces.

- Entre las economías emergentes de Europa, se proyecta que continuará la rápida recuperación de Turquía, donde una robusta demanda privada y un pujante crecimiento del crédito están impulsando la actividad económica por encima de su nivel potencial en un marco de políticas macroeconómicas todavía acomodaticias. En Polonia, se prevé que el crecimiento se mantendrá sólido en torno al 3¾% este año, al aumentar la rentabilidad de las empresas, continuar la absorción de fondos de la UE y reanudarse el crédito bancario. Se proyecta que la recuperación seguirá siendo más floja en algunas de las economías que experimentaron auges internos insostenibles (Rumania).

Las perspectivas siguen sujetas a riesgos a la baja. A corto plazo, la permanencia de las tensiones para entes soberanos y bancos más vulnerables de la zona del euro representan una amenaza significativa a la estabilidad financiera y el crecimiento, como se analiza en el capítulo 1 de la edición de abril de 2011 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report, GFSR*). Ello se debe principalmente a la continuada debilidad de las instituciones financieras en muchas de las economías avanzadas de la región y a la falta de transparencia acerca de sus exposiciones. Las instituciones financieras y los entes soberanos están estrechamente vinculados, produciéndose efectos de contagio en ambas direcciones. Las importantes vinculaciones transfronterizas, así como la propagación de efectos de contagio financieros a través de una mayor aversión al riesgo y la caída de los precios de las acciones, podrían generar una desaceleración del crecimiento y de la demanda que entorpecería la recuperación regional y mundial. Otro riesgo a la baja para el crecimiento surge de precios de las materias primas más altos que los esperados. A mediano plazo, el principal riesgo sigue siendo la posibilidad de que los arraigados desequilibrios fiscales y de competitividad en las economías periféricas y la falta de exhaustividad de las medidas lanzadas para abordar las vulnerabilidades del sector bancario en muchas economías de la zona

del euro desemboquen en un período prolongado de lento crecimiento.

Se requieren acciones de política integrales, rápidas y decisivas para abordar esos riesgos a la baja. Ya se han dado pasos importantes tanto a nivel de los países como de la UE, pero se necesitan más decisiones audaces para asegurar la sostenibilidad fiscal, resolver los problemas del sector bancario, reformar los marcos de política de la UE y reavivar el crecimiento.

Garantizar la sostenibilidad de la deuda pública sigue siendo una prioridad para la mayoría de las economías europeas. Los planes actuales de consolidación fiscal son, en términos generales, adecuados y acertadamente diferenciados a corto plazo. En 2011, las economías más grandes de la región (Alemania, España, Francia y el Reino Unido) implementarán medidas diferentes (en su magnitud y composición) para reducir sus déficits. Aquellas que han quedado sometidas a presiones del mercado (Grecia, Irlanda y Portugal) continuarán con una consolidación sustancial especialmente contundente en sus primeros tramos. No obstante, en muchos países de Europa es preciso hacer más para sustentar los planes de ajuste a mediano plazo con políticas concretas y sostenidas. Además, hay que reforzar los planes vigentes para el ajuste fiscal a mediano plazo, ante los aumentos que se avecinan en el gasto de pensiones y atención de la salud<sup>4</sup>. Algunas economías han tomado medidas tendientes a reformar el gasto en programas de derechos a prestaciones (por ejemplo, España, Francia, Grecia, Irlanda e Italia), pero aún resta avanzar más en este sentido.

Las fragilidades que aún persisten en el sistema financiero de Europa deben resolverse con urgencia. Tal como se analiza en el capítulo 1 de la edición de abril de 2011 del informe *GFSR*, los avances en la tarea de reforzar las posiciones de capital y reducir el apalancamiento han sido dispares en Europa. Concretamente, en la zona del euro la calidad de los activos es incierta, y los bancos enfrentan un aluvión de vencimientos de deuda y por lo tanto siguen siendo vulnerables a presiones de financiamiento en los mercados mayoristas. El deseo de reducir la dependencia del financiamiento mayorista ha desatado una guerra de depósitos en varias economías, lo que ha comprimido los ingresos bancarios. En general,

<sup>4</sup>Véanse más detalles en Bornhorst *et al.* (2010).



algunos bancos de la zona del euro enfrentan significativas deficiencias de capitalización. Para abordarlas mejor, es crucial despejar la incertidumbre acerca de la calidad de los activos, aumentar las reservas de capital de los bancos viables e identificar los bancos en situación endeble y proceder a su resolución. A este respecto, algunas economías (por ejemplo, España) han logrado más avances que otras. La realización de nuevas pruebas de resistencia que sean más realistas, exhaustivas y transparentes aportará más claridad. Pero serán eficaces únicamente si forman parte de estrategias nacionales coordinadas para abordar la situación de las instituciones vulnerables, un enfoque al que se comprometieron las autoridades en la cumbre de la Unión Europea celebrada en marzo. Mientras tanto, el exceso de capacidad de los sistemas bancarios debe ser eliminado, organizando la resolución de las entidades que tengan un grado extremo de debilidad. Sin esas reformas, los sistemas financieros de Europa seguirán siendo vulnerables, el crecimiento del crédito podría verse sometido a más presiones y la recuperación económica podría frustrarse.

En la mayoría de las economías europeas, la política monetaria puede seguir siendo acomodaticia mientras las presiones inflacionarias se mantengan atenuadas. En las economías avanzadas, se proyecta que la inflación subyacente se mantendrá baja porque las expectativas inflacionarias están bien ancladas y la capacidad excedentaria todavía es grande en la mayoría de los países. Asimismo, el impacto de los recientes aumentos de precios de las materias primas sería temporal. Esto argumenta a favor de mantener bajas las tasas de política monetaria por el momento para sostener la recuperación y contribuir a compensar los efectos contractivos a corto plazo que ejercerá la consolidación fiscal en la demanda interna. De todos modos, los bancos centrales tendrán que mantener una mirada vigilante sobre la evolución de los salarios y las expectativas de inflación para detectar posibles efectos de segunda ronda, especialmente en los países que llevan la delantera en el proceso de recuperación. En la zona del euro, las fragilidades financieras que aún subsisten podrían frenar el crecimiento, lo que justificaría aplicar un ritmo de normalización más lento. Por otra parte, las medidas extraordinarias del BCE deberán ser eliminadas solo de manera gradual a medida que disminuya la incertidumbre sistémica.

En las economías emergentes de Europa, las perspectivas inflacionarias son más dispares, lo cual refleja principalmente los grados diferentes de capacidad subutilizada en la economía y un nivel variable de transmisión de los precios de las materias primas a la inflación general. En algunas economías emergentes en rápido crecimiento, quizá corresponda normalizar antes las tasas de política monetaria para prevenir un sobrecalentamiento.

Un importante desafío es la reforma de los marcos de política económica de la zona del euro y la UE para contribuir a restablecer la confianza y asegurar la estabilidad y el crecimiento de Europa en el futuro. La crisis reveló problemas muy arraigados, que presentan una significativa dimensión transfronteriza, en las políticas fiscales, estructurales y de estabilidad financiera existentes. Para encarar esos problemas, se requieren soluciones amplias e integrales.

La prioridad inmediata es dar certeza a los mercados de que hay suficientes recursos disponibles en la red de protección de toda la zona del euro para hacer frente a los riesgos a la baja. En la reunión cumbre de marzo de la Unión Europea, los gobernantes se comprometieron a incrementar sustancialmente la capacidad crediticia efectiva de la FEEF. Aunque eso debería afianzar la confianza del mercado, se debería aclarar lo más pronto posible cuál será el mecanismo para lograrlo, y se necesita con urgencia una decisión sobre el ajuste de la tasa de interés de los préstamos de la FEEF para contribuir a apuntalar la sostenibilidad fiscal. Más allá de 2013, el mecanismo de estabilidad europea permanente propuesto constituye un marco sólido y ordenado para brindar asistencia a los miembros de la zona del euro, con una condicionalidad estricta para mantener la disciplina. Sería útil contar con cierta flexibilidad adicional en estos instrumentos, para poder abordar de manera más directa la interdependencia de los sistemas bancarios nacionales y los riesgos soberanos.

Más allá de las medidas de gestión de crisis, la crisis ha puesto de relieve la necesidad de mejorar la coordinación de políticas en la UE sobre temas fiscales y estructurales. La responsabilidad compartida por las cargas fiscales debe ir de la mano de una responsabilidad compartida en materia de políticas fiscales. A tal efecto, las autoridades acordaron en

marzo fortalecer los marcos fiscales, reforzando el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, fijando normas mínimas para los marcos nacionales y estrechando la coordinación con el Semestre Europeo. También se necesita mejorar la supervisión de los cuellos de botella estructurales, la competitividad y los desequilibrios para resolver desequilibrios macroeconómicos. En este sentido, el Pacto por el Euro Plus y el futuro procedimiento sobre la posición de desequilibrio excesivo constituyen herramientas de coordinación auspiciosas, pero habrá que definir y realizar reformas concretas sin más demora. Asimismo, debería reforzarse la obligatoriedad del proceso de supervisión estableciendo sanciones y garantizando que no pase demasiado tiempo entre el diagnóstico y la adopción de medidas de política.

Otra lección que dejó la crisis es la necesidad de un enfoque integrado, de alcance paneuropeo, para la supervisión, la regulación y la gestión y resolución de crisis. Los problemas del sector financiero de un país determinado pueden propagarse rápidamente a toda la región, y las lagunas en materia de supervisión y regulación pueden tener importantes efectos de contagio. De ahí que se necesite con urgencia un mayor grado de responsabilidad y rendición de cuentas a nivel conjunto en lo que respecta a la estabilidad financiera de Europa. Esto puede lograrse integrando el enfoque de gestión y resolución de crisis, así como la supervisión, lo que permitiría llegar a algún consenso para compartir las cargas. Se están adoptando algunas medidas en esa dirección con la creación del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y el establecimiento de las Autoridades Europeas de Supervisión. Pero el éxito de estos nuevos organismos dependerá de que cuenten con recursos adecuados, tengan buenos mecanismos de recolección e intercambio de información y coordinen sus actividades en forma focalizada. Lo que es más importante, el avance hacia un marco europeo integrado de estabilidad financiera en general ha sido excesivamente lento, especialmente si se tiene en cuenta su importancia para lograr un mercado eficiente y estable de servicios financieros que distribuya los riesgos entre los países y promueva el crecimiento económico de Europa.

En muchos sentidos, la Unión Europea y la zona del euro se encuentran en una encrucijada. El euro sigue gozando de un fuerte respaldo popular, a

pesar de las tensiones creadas por el riesgo soberano compartido. Pero a menos que las economías den un enorme salto hacia un enfoque más integrado de la política fiscal y asuman la responsabilidad conjunta de la estabilidad financiera, el concepto de reparto de la carga podría gozar de mucho menos respaldo en crisis futuras. De adoptarse, sin embargo, esas medidas pueden rendir los importantes beneficios que supone compartir el riesgo a través de un mercado financiero genuinamente integrado y mejor supervisado y regulado.

### En la Comunidad de Estados Independientes continúa una recuperación moderada

*La recuperación de la CEI sigue su curso a un ritmo sostenido (gráfica 2.7). Tras haber sufrido un colapso durante la crisis, la actividad real en la región se mantiene sustancialmente por debajo de su nivel potencial, a pesar de las marcadas diferencias entre las diversas economías.*

La recuperación se sustenta en varios factores. El aumento de los precios de las materias primas está impulsando al alza la producción y el empleo en las economías de la región que las exportan. Asimismo, el repunte de la actividad real en Rusia beneficia a otras economías de la CEI a través del comercio, las remesas y la inversión. Además, continúa la normalización gradual de los flujos de intercambio comercial y de capital hacia la región. No obstante, la fuerte dependencia del financiamiento externo y la persistencia de vulnerabilidades en el sector bancario retrasan el crecimiento en varias economías de la región.

En este contexto, se proyecta que la actividad real de la CEI aumentará 5% en 2011 y 4¾% en 2012, acercándose tan solo gradualmente a su nivel potencial. Dentro de la región, sin embargo, las perspectivas de crecimiento difieren sustancialmente (gráfico 2.8; cuadro 2.3):

- En Rusia, se proyecta que el crecimiento repuntará moderadamente a 4¾% en 2011 y 4½% en 2012 y que la brecha del producto se reducirá solo de manera gradual. La demanda del sector privado probablemente se mantendrá deprimida, dado que los préstamos en mora existentes en el sistema bancario restringen el crédito y el crecimiento del consumo.

- Entre otros exportadores de energía, las economías cuyo sector financiero tiene menos vinculaciones externas seguirán siendo las de mejor desempeño. En particular, se prevé que Turkmenistán se beneficiará de los altos precios del gas y se ubicará entre los países con mejores resultados de la región, al crecer 9% en 2011. También se proyecta que el crecimiento seguirá siendo alto en Uzbekistán, a una tasa del 7% en 2011, respaldado por la fortaleza de la demanda interna, la inversión pública y las exportaciones de materias primas (como el oro y el algodón).
- En el caso de los importadores de energía en su conjunto, se prevé que el crecimiento será de 5¼% en 2011 y 5% en 2012, dado que algunas de estas economías (por ejemplo, Armenia y Moldova) se benefician del repunte de las remesas procedentes de Rusia y otros países (por ejemplo, Ucrania) a que ha dado lugar el restablecimiento de la estabilidad financiera.

Pese al grado considerable de capacidad económica ociosa, la inflación está en alza en toda la región,

propulsada principalmente por el aumento de los precios de los alimentos. Las condiciones meteorológicas desfavorables imperantes en 2010 redujeron el rendimiento de los cultivos de cereales y contribuyeron a alzas abruptas de precios. Los alimentos representan una gran proporción de la canasta de inflación de precios al consumidor de la región (entre 30% y 50%; gráfico 2.8), por lo cual se espera que su encarecimiento eleve sustancialmente el nivel general de inflación. Dada la limitada credibilidad que concitan los marcos de política monetaria de la región, este proceso probablemente generalizará las presiones sobre los salarios y la inflación subyacente.

Los riesgos para las perspectivas de la región están en general equilibrados. Para la mayoría de las economías de la CEI, las perspectivas de crecimiento siguen dependiendo en gran medida de la velocidad de la recuperación de Rusia, que podría seguir un curso sorpresivo en un sentido o en el otro. El encarecimiento de las materias primas representa un riesgo al alza para el crecimiento de las economías de la región

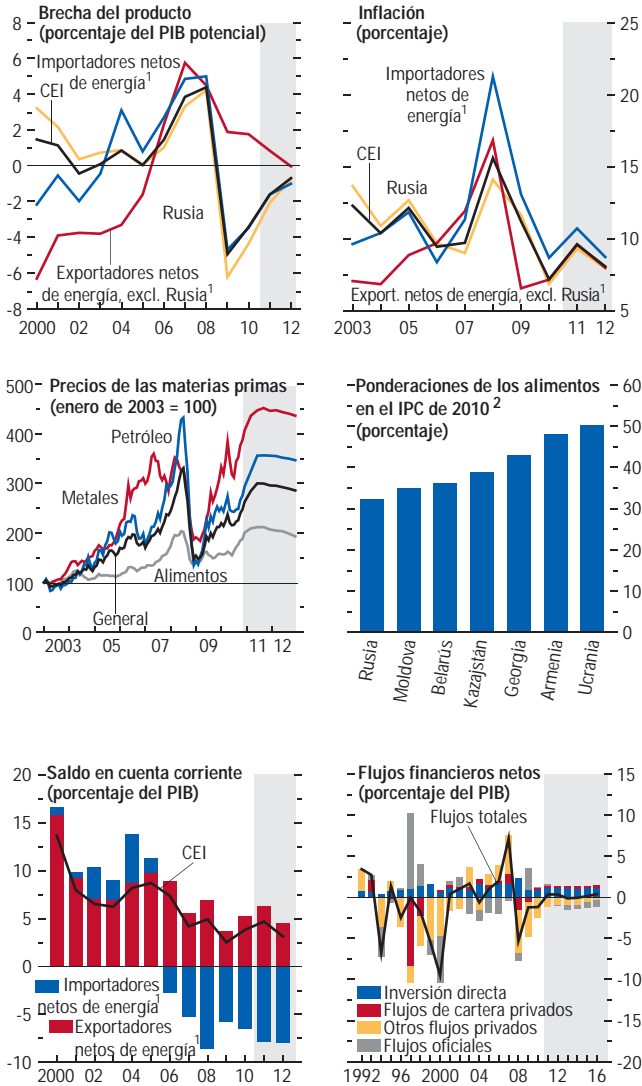
**Gráfico 2.7. Comunidad de Estados Independientes: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12**  
(Porcentaje)



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

### Gráfico 2.8. Comunidad de Estados Independientes: Una recuperación moderada en curso

La recuperación continúa a un ritmo sostenido. Tras haberse desplomado durante la crisis, la actividad real de la región de la CEI permanece sustancialmente por debajo de su nivel potencial, pese a las marcadas diferencias entre las economías. La inflación está en alza, impulsada por el aumento de precios de los alimentos, que componen una gran proporción de la canasta de consumo de la región.



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

<sup>1</sup>Exportadores netos de energía: Azerbaiyán, Kazajstán, Rusia, Turkmenistán y Uzbekistán. Importadores netos de energía: Armenia, Belarús, Georgia, Moldova, Mongolia, la República Kirguisa, Tayikistán y Ucrania. Los agregados correspondientes a la economía externa son sumatorias de los datos individuales de los países. Los demás agregados se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo.

<sup>2</sup>Los datos correspondientes a Belarús se refieren a 2008: IPC: índice de precios al consumidor.

que las exportan, mientras que una mayor aversión mundial al riesgo o una menor demanda externa en las economías avanzadas presentan riesgos a la baja para el crecimiento.

El principal riesgo de política para la región tiene que ver con la necesidad de que las políticas macroeconómicas y financieras adoptadas con ocasión de la crisis sean retiradas de manera tal que brinden suficiente respaldo a una recuperación aún incompleta, pero sin comprometer la estabilidad de precios.

- En el frente financiero, la tarea principal en materia de políticas consiste en resolver las vulnerabilidades que subsisten. Los considerables riesgos de la banca en Rusia, por ejemplo, exigen reforzar los requisitos de suficiencia de capital, aumentar las facultades de los órganos de supervisión e implementar leyes sobre la supervisión consolidada y el crédito a prestatarios relacionados. En varias economías (Kazajstán, la República Kirguisa, Tayikistán), la prioridad máxima es la adopción de estrategias amplias y transparentes para el tratamiento de los préstamos en mora existentes en el sector bancario.
- Como la mayoría de las economías de la región operan con vínculos cambiarios o con regímenes cambiarios sumamente administrados, solo existe un margen de acción limitado para responder a los shocks mediante la política monetaria. En este contexto, el aumento de la flexibilidad del tipo de cambio en Rusia es un hecho positivo, dado que reduce el margen para un conflicto entre el tipo de cambio y la inflación y desalienta los flujos de capital con fines especulativos. Dados los aumentos sostenidos de los precios de los bienes no alimentarios y las desfavorables perspectivas inflacionarias, un aumento de la tasa de interés de política monetaria contribuiría a evitar una espiral precios-salarios.
- En el terreno fiscal, los retos específicos para las políticas varían entre los distintos países. En Rusia, después del importante estímulo fiscal (en torno al 9% del PIB) implementado durante la crisis, la tarea principal consiste en definir un plan más ambicioso, creíble y favorable al crecimiento, para la consolidación a mediano plazo. En Kazajstán, cuya política fiscal sigue sosteniendo la recuperación, debe garantizarse la eficiencia del gasto

### Cuadro 2.3. 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 <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones	
		2011	2012		2011	2012		2011	2012		2011	2012
<b>Comunidad de Estados Independientes (CEI)<sup>4</sup></b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>7,2</b>	<b>9,6</b>	<b>8,1</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>	<b>3,2</b>	...	...	...
Rusia	4,0	4,8	4,5	6,9	9,3	8,0	4,9	5,6	3,9	7,5	7,3	7,1
Ucrania	4,2	4,5	4,9	9,4	9,2	8,3	-1,9	-3,6	-3,8	8,1	7,8	7,2
Kazajstán	7,0	5,9	5,6	7,4	9,1	6,4	2,5	5,8	4,2	5,8	5,7	5,6
Belarús	7,6	6,8	4,8	7,7	12,9	9,7	-15,5	-15,7	-15,2	0,7	0,7	0,7
Azerbaiyán	5,0	2,8	2,5	5,7	10,3	7,5	27,7	28,4	24,2	6,0	6,0	6,0
Turkmenistán	9,2	9,0	6,4	4,4	6,1	7,3	-11,4	-4,7	-3,9	...	...	...
Mongolia	6,1	9,8	7,1	10,2	16,4	16,0	-15,2	-13,3	-14,0	3,3	3,0	3,0
<b>Países de bajo ingreso de la CEI</b>	<b>6,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>7,4</b>	<b>11,4</b>	<b>9,2</b>	<b>11,0</b>	<b>13,1</b>	<b>10,3</b>	...	...	...
Uzbekistán	8,5	7,0	7,0	9,4	11,6	12,3	6,7	10,0	6,7	0,2	0,2	0,2
Georgia	6,4	5,5	4,8	7,1	12,6	7,9	-9,8	-13,0	-12,0	16,8	16,7	16,5
Armenia	2,6	4,6	4,3	8,2	9,3	5,5	-13,7	-12,4	-11,3	7,0	7,0	7,0
Tayikistán	6,5	5,8	5,0	6,5	13,9	9,7	2,2	-4,1	-7,2	...	...	...
República Kirguisa	-1,4	5,0	6,0	7,8	18,8	9,3	-7,4	-6,7	-7,8	5,8	5,6	5,5
Moldova	6,9	4,5	4,8	7,4	7,5	6,3	-10,9	-11,1	-11,2	7,4	6,5	6,0
<i>Partidas informativas</i>												
Exportadores netos de energía <sup>5</sup>	4,4	5,0	4,6	6,9	9,4	8,0	5,3	6,3	4,5	...	...	...
Importadores netos de energía <sup>6</sup>	5,1	5,3	4,9	8,7	10,7	8,7	-6,5	-7,9	-8,0	...	...	...

<sup>1</sup>La 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.

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Porcentaje. Las definiciones nacionales del desempleo pueden variar.

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

<sup>5</sup>Los exportadores netos de energía comprenden Azerbaiyán, Kazajstán, Rusia, Turkmenistán y Uzbekistán.

<sup>6</sup>Los importadores netos de energía comprenden Armenia, Belarús, Georgia, Moldova, Mongolia, la República Kirguisa, Tayikistán y Ucrania.

público. En diversas economías (por ejemplo, Armenia, Georgia, la República Kirguisa) donde la proporción de los alimentos en la canasta de consumo es alta, cualquier aumento de precios castigará más a los hogares pobres. De ahí que sea necesario focalizar mejor el apoyo estatal en los hogares de bajo ingreso.

### En Asia continúa el rápido crecimiento

*En la mayoría de las economías de Asia sigue en curso una recuperación generalizada, que se sustenta en un sólido desempeño de las exportaciones, una pujante demanda interna privada y, en algunos casos, un rápido crecimiento del crédito. Si bien el crecimiento se ha moderado, pasando de máximos cíclicos a tasas más sostenibles, Asia sigue dejando atrás otras regiones (gráfico 2.9; cuadro 2.4). Con la clara excepción de*

*Japón, las brechas del producto en gran parte de la región se han cerrado o se están cerrando rápidamente, la inflación está en alza y el sobrecalentamiento se está convirtiendo en un motivo de preocupación. Al mismo tiempo, no se ha avanzado mucho en el reequilibrio externo en las economías emergentes de Asia.*

En una serie de países comienzan a materializarse indicios de sobrecalentamiento. Como resultado del alto ritmo de crecimiento, algunas economías de la región están ahora operando a su nivel potencial o lo han superado (gráfico 2.10). El crecimiento del crédito se acelera en algunas economías (India, Indonesia y la RAE de Hong Kong), y se mantiene alto en China. La mayor parte del aumento del nivel general de inflación registrado en los últimos meses se debió a un alza abrupta del precio de los alimentos, pero la inflación subyacente también ha venido aumentando en una serie de economías, muy especialmente en



India. Por otra parte, en algunos países los precios de los bienes raíces han venido subiendo a tasas de dos dígitos. El temor a que las presiones inflacionarias puedan inducir a las autoridades a endurecer sus políticas antes de lo previsto puede haber contribuido a las caídas recientes de los mercados de acciones y de bonos.

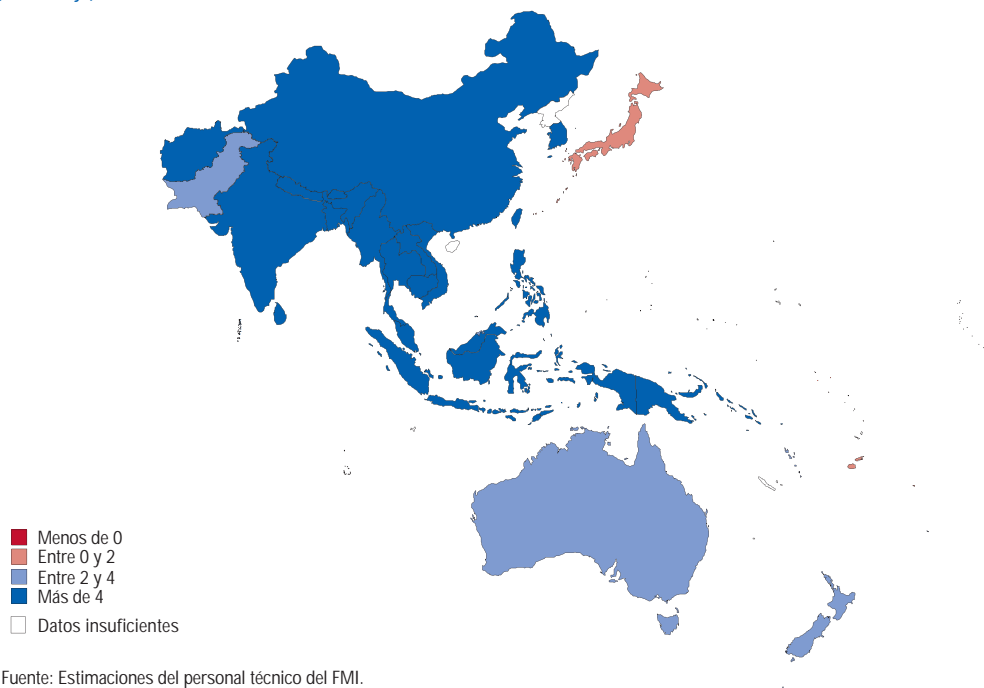
En este contexto, se proyecta que Asia seguirá creciendo con rapidez este año y el siguiente. Se espera que el crecimiento de las exportaciones se moderará respecto del veloz ritmo registrado el año pasado, pero seguirá siendo robusto, dado que una mayor participación de mercado y la intensificación del comercio intrarregional compensarán en parte la debilidad de la demanda final de las economías avanzadas. Asia probablemente siga recibiendo entradas de capital, impulsadas por factores tanto cíclicos como estructurales. El crecimiento autónomo del consumo privado se mantendría pujante, sustentado por las valoraciones todavía elevadas de los activos y las mejores condiciones del mercado laboral.

- Después de crecer 10¼% en 2010, se prevé que China seguirá registrando un robusto crecimiento de 9½% este año y el próximo, impulsado cada

vez más por la demanda privada, en lugar de la pública. El consumo estará apuntalado por una rápida expansión del crédito, condiciones favorables del mercado laboral y la continuidad de las medidas de política orientadas a elevar el ingreso disponible de los hogares.

- Se espera que el crecimiento de India se moderará, pero por encima de la tendencia; se proyecta que el PIB crecerá a una tasa de 8¼% en 2011 y de 7¾% en 2012. La infraestructura seguirá siendo un factor fundamental de aporte al crecimiento, y se espera que la inversión empresarial se acelerará a medida que se empiecen a notar las restricciones de capacidad y al mantenerse favorables las condiciones de financiamiento.
- Después de alcanzar un ritmo muy rápido el año pasado, se espera que el crecimiento de las economías recientemente industrializadas (ERI) de Asia se moderará hasta alcanzar una tasa más sostenible del 5% en 2011, que concuerda más o menos con el nivel potencial. Aunque la deceleración refleja el fin del ciclo de existencias, las exportaciones y el consumo privado seguirán siendo importantes factores impulsores del crecimiento.

**Gráfico 2.9. Asia: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12**  
(Porcentaje)



**Cuadro 2.4. 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 <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones	
		2011	2012		2011	2012		2011	2012		2011	2012
<b>Asia</b>	<b>8,2</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	...	...	...
<b>Economías avanzadas de Asia</b>	<b>5,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>
Japón	3,9	1,4	2,1	-0,7	0,2	0,2	3,6	2,3	2,3	5,1	4,9	4,7
Australia	2,7	3,0	3,5	2,8	3,0	3,0	-2,6	-0,4	-2,1	5,2	5,0	4,8
Nueva Zelanda	1,5	0,9	4,1	2,3	4,1	2,7	-2,2	-0,2	-4,4	6,5	6,7	6,2
<b>Economías asiáticas recientemente industrializadas</b>	<b>8,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>2,9</b>	<b>7,1</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>
Corea	6,1	4,5	4,2	3,0	4,5	3,0	2,8	1,1	1,0	3,7	3,3	3,3
Taiwan, provincia china de	10,8	5,4	5,2	1,0	2,0	2,0	9,4	11,6	10,9	5,2	4,6	4,5
Hong Kong, RAE de	6,8	5,4	4,2	2,4	5,8	4,4	6,6	5,2	5,5	4,3	3,6	3,8
Singapur	14,5	5,2	4,4	2,8	3,3	3,0	22,2	20,4	19,0	2,2	2,2	2,2
<b>Economías en desarrollo de Asia</b>	<b>9,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>4,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	...	...	...
China	10,3	9,6	9,5	3,3	5,0	2,5	5,2	5,7	6,3	4,1	4,0	4,0
India	10,4	8,2	7,8	13,2	7,5	6,9	-3,2	-3,7	-3,8	...	...	...
<b>ASEAN-5</b>	<b>6,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>4,4</b>	<b>6,1</b>	<b>4,7</b>	<b>3,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	...	...	...
Indonesia	6,1	6,2	6,5	5,1	7,1	5,9	0,9	0,9	0,4	7,1	6,7	6,5
Tailandia	7,8	4,0	4,5	3,3	4,0	3,4	4,6	2,7	1,9	1,0	1,2	1,2
Malasia	7,2	5,5	5,2	1,7	2,8	2,5	11,8	11,4	10,8	3,3	3,2	3,1
Filipinas	7,3	5,0	5,0	3,8	4,9	4,3	4,5	2,9	2,8	7,2	7,2	7,2
Vietnam	6,8	6,3	6,8	9,2	13,5	6,7	-3,8	-4,0	-3,9	5,0	5,0	5,0
<b>Otras economías en desarrollo de Asia<sup>4</sup></b>	<b>5,7</b>	<b>4,7</b>	<b>5,2</b>	<b>9,1</b>	<b>10,9</b>	<b>9,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,8</b>	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
<b>Economías emergentes de Asia<sup>5</sup></b>	<b>9,4</b>	<b>7,9</b>	<b>7,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	...	...	...

<sup>1</sup>Los 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.

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

<sup>4</sup>Las otras economías en desarrollo de Asia comprenden Bangladesh, Bhután, Brunei Darussalam, Camboya, Islas Salomón, Kiribati, Maldivas, Myanmar, Nepal, Pakistán, Papua Nueva Guinea, la República Democrática Popular Lao, la República de Fiji, la República Islámica del Afganistán, Samoa, Sri Lanka, Timor-Leste, Tonga, Tuvalu y Vanuatu.

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

- Se proyecta que las economías de ASEAN-5<sup>5</sup> registrarán una expansión del 5½% en 2011 y del 5¾% en 2012. A la cabeza de estos países se ubicará Indonesia, donde el fuerte nivel de consumo y una recuperación de la inversión elevarán la tasa de crecimiento a 6¼% este año y 6½% en 2012.
- El crecimiento de Japón, a una tasa de 4%, fue en 2010 uno de los más rápidos entre las economías avanzadas, impulsado por un considerable estímulo fiscal y un repunte de las exportaciones. Sin embargo, la incertidumbre en torno al futuro provocada por el terremoto de Tohoku es aguda. Las estimaciones oficiales del daño a la masa de capital rondan el 3% al 5% del PIB, alrededor del

doble del terremoto de Kobe de 1995. Pero esa cifra no tiene en cuenta los efectos de la posible escasez de energía y los riesgos que continúan rodeando a la crisis de la planta nuclear Fukushima Daiichi. Suponiendo que la escasez energética y la crisis nuclear se resuelvan en unos pocos meses, el crecimiento disminuiría a 1½% en 2011 y luego se recuperaría hasta llegar a 2% en 2012<sup>6</sup>.

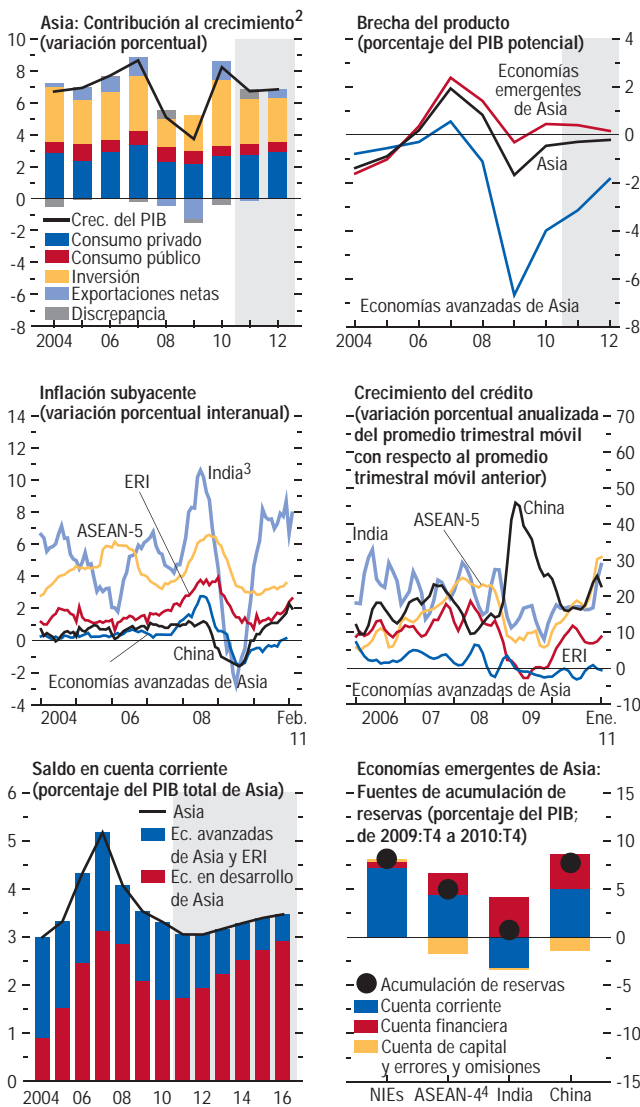
- En Australia, se prevé que las inundaciones en regiones mineras y agrícolas críticas reducirán el crecimiento a comienzos de 2011, pero a lo largo del año esa merma será compensada por una mayor inversión privada en el sector de la minería y un aumento de las exportaciones de materias

<sup>5</sup>La Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN, por sus siglas en inglés) está integrada por Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

<sup>6</sup>En la edición de abril de 2011 del informe *GFSR* se analizan las implicaciones de los acontecimientos recientes ocurridos en Japón para la estabilidad financiera.

### Gráfico 2.10. Asia: Todavía a la cabeza<sup>1</sup>

Asia sigue a la vanguardia de otras regiones, fortalecida por la capacidad de resistencia de las exportaciones y una fuerte demanda interna. En algunas economías emergentes de Asia, las brechas del producto se han cerrado, la inflación subyacente está en alza y el crédito crece con rapidez. Los superávits en cuenta corriente persistentemente altos todavía dominan las entradas de capital, pero muchos países siguen resistiendo la apreciación de su moneda.



Fuentes: Base de datos CEIC Asia; Haver Analytics; y estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Economías avanzadas de Asia: Australia, Japón y Nueva Zelanda; economías recientemente industrializadas de Asia (ERI): Corea, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur; economías en desarrollo de Asia: resto de Asia; ASEAN-5: Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam; economías emergentes de Asia: economías en desarrollo de Asia y ERI. Los agregados correspondientes a la economía externa son sumatorias de los datos individuales de los países. Los demás agregados se calculan en función de las ponderaciones de la paridad de poder adquisitivo.

<sup>2</sup>Se excluye a Bhután, Brunei Darussalam, Fiji, Kiribati, la República Democrática Popular Lao, Samoa, Timor-Leste, Tonga, Tuvalu y Vanuatu, debido a limitaciones de datos.

<sup>3</sup>Índice de precios mayoristas, excluidos alimentos y energía.

<sup>4</sup>ASEAN-4: ASEAN-5, excluido Vietnam.

primas; se proyecta que el PIB crecerá 3% este año y 3½% en 2012. En Nueva Zelanda, los terremotos recientes desacelerarán la actividad este año, y se proyecta que el PIB crecerá 1% en 2011 y, gracias a la reconstrucción, 4% en 2012.

En vista de que el crecimiento es rápido y continuado, el producto está ahora cerca de alcanzar su nivel potencial y las condiciones monetarias son aún acomodaticias, se prevé que la inflación seguirá subiendo en gran parte de las economías en desarrollo de Asia este año. Más que en ninguna otra economía, la presión inflacionaria es evidente en India, donde a pesar de cierta moderación la inflación es ahora más generalizada y se mantendría elevada, promediando 7½% este año. En otras economías en desarrollo de Asia, la inflación es más baja pero igualmente está en alza. En China, las presiones de precios que comenzaron en una estrecha variedad de productos alimenticios se han extendido a otros rubros, como la vivienda, y se proyecta que la inflación alcanzará 5% este año. En otras economías en desarrollo de la región comienzan a evidenciarse patrones similares de una inflación que se acelera y se generaliza; para las economías en desarrollo de Asia consideradas en su conjunto, se proyecta que la inflación será de 6% este año. En marcado contraste con ello, en Japón sigue registrándose una leve deflación, y las expectativas de inflación no han mejorado sustancialmente.

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la región son tanto internos como externos. Pese a un aumento sustancial del comercio intrarregional, dos tercios de la demanda final de exportaciones asiáticas todavía provienen del exterior de la región, y un resurgimiento de la turbulencia en la zona del euro afectaría a Asia primordialmente a través de los vínculos comerciales. Otro riesgo externo es un aumento mayor que el esperado de los precios del petróleo y de las materias primas. En cuanto a los riesgos provenientes del interior de Asia, si las políticas acomodaticias no se ajustan suficientemente a las incipientes presiones de sobrecalentamiento, el crecimiento a corto plazo podría dar sorpresas al alza. Pero eso podría sembrar las semillas de un aterrizaje brusco más adelante. En particular, una desaceleración abrupta de la actividad económica de China, quizá tras un ciclo de auge y colapso del crédito y de las propiedades, afectaría negativamente a toda la región. Esa dinámica de auge y colapso es también una posi-

bilidad en otras economías emergentes de Asia, como algunas de las ERI (la RAE de Hong Kong y Singapur).

Aunque el superávit externo de Asia se ha contraído sustancialmente, pasando de un máximo de 5¼% del PIB regional en 2007 a alrededor de 3¼% en 2010, no se espera que esa contracción continúe. A medida que la demanda externa se recupere y se retire el estímulo fiscal, se proyecta que los superávits externos de la región se ampliarán nuevamente en los próximos años; la mayor parte del superávit corresponde a las economías en desarrollo de Asia en general y a China en particular, especialmente a mediano plazo (véase el gráfico 2.10). De hecho, los avances para lograr un reequilibramiento han sido escasos; los superávits proyectados para la región son ahora mayores que los previstos en la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*, tanto a corto como a mediano plazo. Los saldos en cuenta corriente de las economías en desarrollo de Asia son sustancialmente más altos que lo que cabría inferir de los fundamentos macroeconómicos, en vista del nivel relativamente bajo de ingreso per cápita que tiene la región, sus mayores tasas esperadas de crecimiento y su población relativamente joven.

El principal desafío para las autoridades de Asia es normalizar rápidamente la orientación de las políticas fiscales y monetarias de la región e impedir que se descontrole la situación actual, que tiene características de auge. La política monetaria sigue siendo acomodaticia en términos generales, aunque muchas economías han tomado medidas orientadas a la normalización. El endurecimiento que los mercados prevén en algunas economías no es suficiente para impedir que aumente la inflación. Además de un endurecimiento más rápido de las tasas de política monetaria, un componente importante del ajuste será una mayor flexibilidad cambiaria. La principal respuesta al resurgimiento de la afluencia de capitales extranjeros en Asia ha sido una continuada acumulación de reservas. Permitir la apreciación del tipo de cambio ante las entradas de flujos de capital sería más conveniente para normalizar la orientación de las políticas. Además, es preciso reforzar las medidas prudenciales y de supervisión para despejar los temores acerca del deterioro de la calidad crediticia, que a menudo acompañan los auges de crédito y de precios de los activos. En China, por ejemplo, crece la preocupación por que la gestión de los agregados

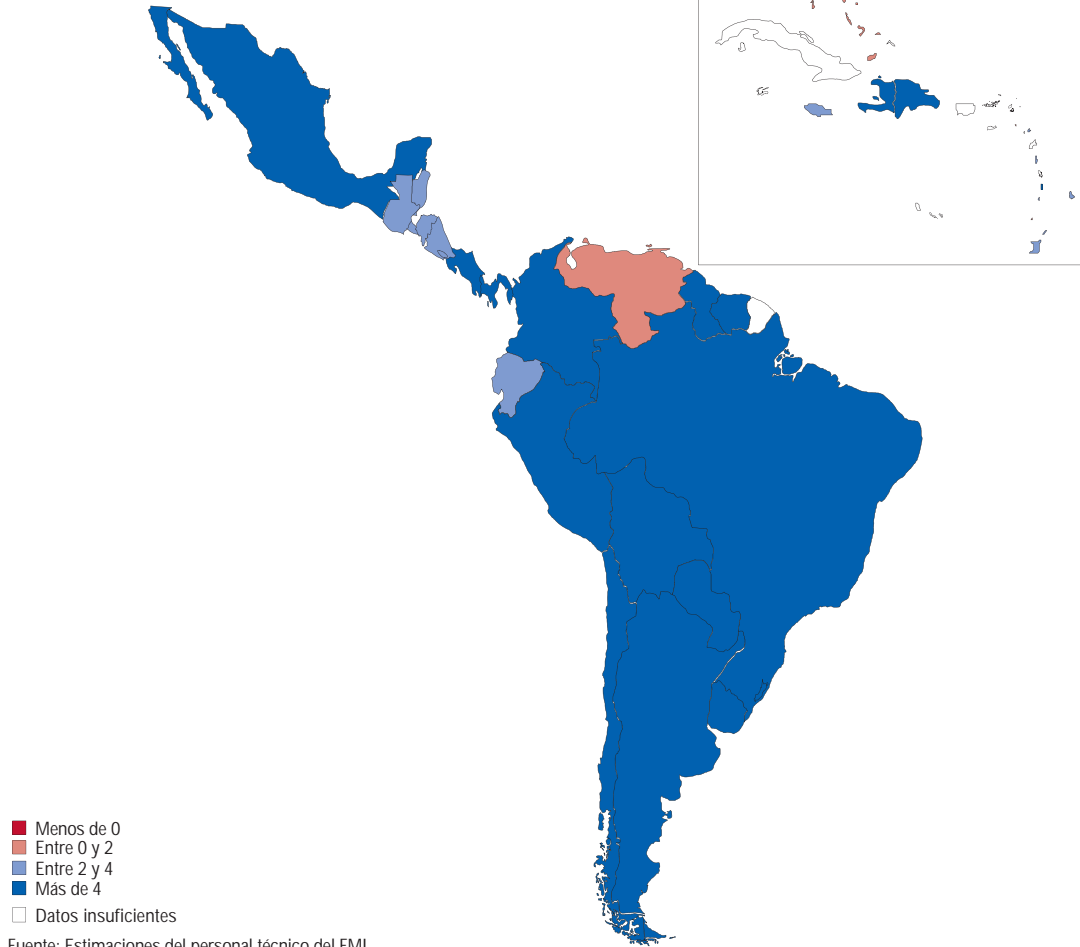
crediticios, utilizada para ejercer control macroeconómico, esté siendo socavada por la innovación financiera de los bancos y sus actividades fuera del balance.

Se prevé que la política fiscal será menos propicia al crecimiento este año que el año pasado, pero también se prevé que el estímulo se retirará lentamente, dada la rapidez con que ha venido creciendo la región. Una eliminación más rápida del estímulo fiscal les brindaría a los gobiernos margen para hacer frente a shocks adversos en el futuro. Una política fiscal anticíclica también contribuiría a proteger la demanda interna del efecto de la afluencia de capitales. En Japón, la reciente rebaja de la calificación de la deuda soberana ha puesto de relieve la importancia de contar con un plan de ajuste fiscal más creíble. Una vez que esté más clara la magnitud de los daños causados por el terremoto y que se ponga en marcha la reconstrucción, las autoridades necesitarán una estrategia fiscal más creíble que reduzca el coeficiente de deuda pública a mediano plazo y al mismo tiempo aborde la necesidad de incrementar el gasto en reconstrucción.

Administrar las entradas de capital es otro reto importante para las políticas en el caso de Asia. Para las economías de la región que siguen registrando un gran superávit en cuenta corriente pero cuya respuesta a la afluencia de capitales ha sido una constante acumulación de reservas, está claro que la política que se necesita es la flexibilización del tipo de cambio. La apreciación de la moneda no solo permitiría encarar las dificultades de gestión de liquidez, sino que también reduciría las expectativas de una futura apreciación fuerte y repentina, aminorando las entradas de capital especulativo. Un marco de normas prudenciales más sólido también contribuiría a reducir las vulnerabilidades que pueden provocar las entradas de capital de gran magnitud y potencialmente volátiles.

Aunque la reanudación de las entradas de capital ha sido el centro de la atención en los últimos meses, esos flujos resultan aún muy pequeños comparados con los grandes superávits en cuenta corriente de la región. También en este aspecto es esencial considerar la referida necesidad de mayor flexibilidad cambiaria. La apreciación contribuiría a estimular la demanda interna y permitiría desplazar recursos del sector de los bienes transables al de los bienes no transables, facilitando el tan necesario desarrollo del sector de los servicios en algunas de las economías de la región.

**Gráfico 2.11. América Latina y el Caribe: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12**  
(Porcentaje)



Pero la política cambiaria debe estar complementada con reformas estructurales. Las economías en las cuales la inversión privada está rezagada, como las de ASEAN-5, se beneficiarán de medidas que promuevan la infraestructura y mejoren el clima de negocios. Por otra parte, las reformas ininterrumpidas para estimular el consumo en economías como China —y los esfuerzos por ampliar la cobertura de las pensiones y los servicios de salud y desarrollar el sector financiero— también serán ingredientes claves de un programa integral de reequilibramiento<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Véase, por ejemplo, Baldacci *et al.* (2010).

### América Latina ante una coyuntura dinámica

*La región de América Latina y el Caribe ha soportado bien la recesión mundial y ahora debe enfrentar los retos que plantean dos fuertes vientos a favor: los altos precios de las materias primas y la fuerte afluencia de capitales. Para algunas de las economías más grandes, el pronóstico de referencia apunta a una moderación del rápido crecimiento de 2010 y a un nivel del producto más acorde con el potencial, pero el sobrecalentamiento es un riesgo significativo (gráfico 2.11). En otras economías de crecimiento más lento, que no lograron salir tan rápidamente de la*



recesión mundial, hay indicios de que el producto se está acercando a su potencial.

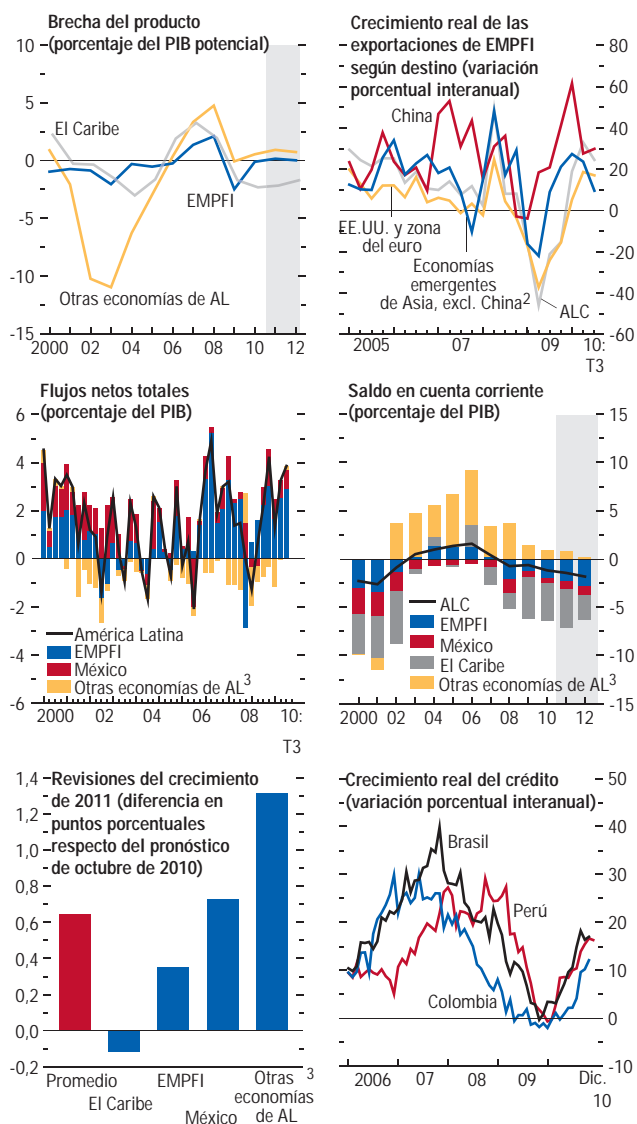
La actividad real se incrementó alrededor de 6% el año pasado, después de contraerse 1¾% en 2009. La robusta demanda proveniente de China y los altos precios de las materias primas siguen sustentando esa fortaleza (gráfico 2.12). Recientemente, repuntaron también las exportaciones a otros destinos. Esta situación ha estimulado fuertes entradas de capital y generado déficits en cuenta corriente moderados. A pesar del respaldo que los precios de las materias primas representan para las cuentas corrientes, sin embargo, los déficits se están ampliando y se prevé que seguirán creciendo como resultado de una vigorosa demanda interna. Las condiciones en general pujantes guardan relación con el alza de la inflación en América del Sur y América Central. México, por otra parte, no enfrenta presiones de sobrecalentamiento en este momento (véase el gráfico 1.15).

Para la región se proyecta un crecimiento promedio de 4¾% en 2011 y 4¼% en 2012 (cuadro 2.5). La tasa de crecimiento de 2011 es de punto porcentual más alta que la pronosticada en la edición de octubre de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* (véase el gráfico 2.12). La razón principal de esta revisión es la mayor confianza en la fortaleza de la recuperación mundial y las mejores perspectivas para los precios de las materias primas. Como en el caso de cualquier otra región, sin embargo, las experiencias difieren.

- Las perspectivas para los exportadores de materias primas son en general positivas. En el grupo de exportadores de materias primas financieramente integrados (EMPMI) (Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay), se proyecta un crecimiento de 4¾% este año. No obstante, hay indicios de un posible sobrecalentamiento, y la afluencia de capitales ha generado tensiones para la política económica. Por ejemplo, el crecimiento del crédito real en Brasil y Colombia está aumentando 10%–20% por año según los últimos datos (véase el gráfico 2.12). Además, en Brasil el crédito per cápita aproximadamente se duplicó en los últimos cinco años.
- Las perspectivas para México siguen estando estrechamente vinculadas a las de Estados Unidos. En concordancia con la modesta mejora de las perspectivas de la economía estadounidense, ahora se proyecta que en 2011 la actividad real se incrementará 4½%,

**Gráfico 2.12. América Latina y el Caribe: ¿Ícaro o Dédalo?**<sup>1</sup>

Las perspectivas para América Latina siguen mejorando, gracias a la demanda de materias primas proveniente de China y a los fuertes flujos de capital. Esas dos fuerzas, sin embargo, deben ser manejadas con cautela para evitar que generen un sobrecalentamiento.



Fuentes: Base de datos CEIC EMED; Haver Analytics; FMI, *Balance of Payments Statistics*; FMI, *Direction of Trade Statistics*; fuentes nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>El Caribe: Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Haití, Jamaica, la República Dominicana, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Suriname, y Trinidad y Tabago; exportadores de materias primas financieramente integrados (EMPMI): Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay; otras economías de AL: Argentina, Bolivia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, Paraguay y Venezuela; ALC: el Caribe, EMPMI, otras economías de AL y México. Los agregados correspondientes a la economía externa son sumatorias de los datos individuales de los países. Los demás agregados se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo.  
<sup>2</sup>Economías emergentes de Asia: Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, Singapur, Tailandia y Vietnam.  
<sup>3</sup>Otras economías de AL excluye Honduras, Nicaragua y Panamá debido a limitaciones de datos.

**Cuadro 2.5. 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 <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones	
		2011	2012		2011	2012		2011	2012		2011	2012
<b>América del Norte</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,7</b>	...	...	...
Estados Unidos	2,8	2,8	2,9	1,6	2,2	1,6	-3,2	-3,2	-2,8	9,6	8,5	7,8
Canadá	3,1	2,8	2,6	1,8	2,2	1,9	-3,1	-2,8	-2,6	8,0	7,6	7,3
México	5,5	4,6	4,0	4,2	3,6	3,1	-0,5	-0,9	-1,1	5,4	4,5	3,9
<b>América del Sur</b>	<b>6,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>6,7</b>	<b>7,8</b>	<b>7,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,8</b>	...	...	...
Brasil	7,5	4,5	4,1	5,0	6,3	4,8	-2,3	-2,6	-3,0	6,7	6,7	6,7
Argentina <sup>4</sup>	9,2	6,0	4,6	10,5	10,2	11,5	0,9	0,1	-0,5	7,7	9,0	8,5
Colombia	4,3	4,6	4,5	2,3	3,6	2,8	-3,1	-2,1	-2,2	11,8	11,5	11,0
Venezuela	-1,9	1,8	1,6	28,2	29,8	31,3	4,9	7,0	6,3	8,6	8,1	8,6
Perú	8,8	7,5	5,8	1,5	2,7	3,2	-1,5	-2,1	-2,8	8,0	7,5	7,5
Chile	5,3	5,9	4,9	1,5	3,6	3,2	1,9	0,5	-1,3	8,3	7,2	7,2
Ecuador	3,2	3,2	2,8	3,6	3,5	3,2	-4,4	-4,0	-4,0	7,6	7,3	7,5
Uruguay	8,5	5,0	4,2	6,7	7,2	6,0	0,5	-1,0	-1,6	7,0	6,9	6,8
Bolivia	4,2	4,5	4,5	2,5	10,4	5,4	4,8	3,8	4,4	...	...	...
Paraguay	15,3	5,6	4,5	4,7	9,6	9,0	-3,2	-4,1	-3,7	6,1	5,9	5,5
<b>América Central<sup>5</sup></b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>-5,1</b>	<b>-6,4</b>	<b>-6,6</b>	...	...	...
<b>El Caribe<sup>6</sup></b>	<b>3,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	<b>5,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,0</b>	<b>-2,5</b>	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
América Latina y el Caribe <sup>7</sup>	6,1	4,7	4,2	6,0	6,7	6,0	-1,2	-1,4	-1,8	...	...	...

<sup>1</sup>La 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.

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

<sup>4</sup>Las estimaciones de analistas privados indican que la inflación de precios al consumidor ha sido considerablemente más alta que las estimaciones oficiales desde 2007 en adelante. Las autoridades argentinas han anunciado que están elaborando un índice de precios al consumidor (IPC) nacional para reemplazar al IPC del Gran Buenos Aires actualmente en uso. A solicitud de las autoridades, el FMI está brindando asistencia técnica en ese sentido. Los analistas privados también opinan que el crecimiento del PIB real fue significativamente inferior a lo indicado en las estimaciones oficiales en 2008 y 2009, aunque la discrepancia entre las estimaciones privadas y oficiales del crecimiento del PIB real disminuyó en 2010.

<sup>5</sup>América Central comprende Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

<sup>6</sup>El Caribe comprende Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Granada, Guyana, Haití, Jamaica, la República Dominicana, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Suriname y Trinidad y Tabago.

<sup>7</sup>Incluye México y las economías del Caribe, América Central y América del Sur.

alrededor de  $\frac{3}{4}$  de punto porcentual más que en la proyección de octubre.

- En América Central —y en Panamá en particular—, la recuperación se está fortaleciendo gracias a la demanda externa y casi se han cerrado las brechas del producto. También ha contribuido la recuperación de los flujos de remesas. Se prevé que estas tendencias continuarán.
- Las perspectivas para los países del Caribe han mejorado en consonancia con la recuperación mundial. Para 2011 se pronostica ahora un crecimiento de  $4\frac{1}{4}\%$ . Gran parte de esta evolución, sin embargo, refleja el sólido desempeño de la República Dominicana y la reconstrucción de Haití tras el terremoto; si se excluyen estos países,

el crecimiento previsto del Caribe es de  $2\frac{1}{4}\%$ . No obstante, dadas las restricciones que imponen a las políticas los altos niveles de deuda pública, las perspectivas de estos países siguen estando estrechamente ligadas a los acontecimientos externos.

Hay riesgos para esta proyección en ambos sentidos. A corto plazo, los fuertes precios de exportación de las materias primas y los flujos de capital presentan riesgos al alza para el crecimiento. Pero estas dos condiciones favorables también podrían desencadenar auges de demanda y de crédito en diversas economías de ALC que, de no ser controlados, podrían desembocar finalmente en un colapso. Este patrón —en el cual un riesgo al alza a corto plazo conduce a un riesgo a la baja a mediano plazo— está reforzado por

las vinculaciones internas y externas de la región. Debido a la importancia sistémica de Brasil para la región, muchos países vecinos se están beneficiando de su fuerte crecimiento. Una abrupta desaceleración de la actividad económica de Brasil tendría, por el contrario, efectos adversos para la región. Otro riesgo es que un aterrizaje brusco de la economía china provoque una aguda caída de los precios de exportación de las materias primas de la región, deprimiendo las perspectivas de crecimiento. Si un alza repentina de los precios del petróleo enfriara el crecimiento mundial, podría causar una caída de las exportaciones de las materias primas de la región. Por último, el recrudescimiento de la aversión mundial al riesgo o el alza inesperadamente rápida de las tasas de interés de Estados Unidos podrían provocar un marcado cambio de dirección de los flujos de capital, aunque la experiencia durante la reciente turbulencia en la periferia de la zona del euro lleva a pensar que esos trastornos probablemente no serían insuperables.

Las políticas macroeconómicas de la región no deberían quedarse a la zaga de los acontecimientos, en vista del riesgo de sobrecalentamiento. En los países cuyas monedas no están sometidas a una importante presión al alza por la fuerte afluencia de capitales y cuya política monetaria es todavía expansiva, las tasas de política monetaria deberían avanzar con mayor rapidez hacia niveles más neutrales. No obstante, la atención debería centrarse en las políticas fiscales, especialmente en vista de la tendencia histórica en toda la región a adoptar políticas procíclicas. En las EMPFI, esta necesidad surge de la presión que generan fuertes flujos de capital, tipos de cambio ya elevados y tasas de política monetaria que son más altas que en otras economías. Es importante reducir la carga de la deuda y recobrar un margen de acción para la movilidad fiscal en otras economías. Debe permitirse que el tipo de cambio siga actuando como un amortiguador ante la presión que genera el hecho de que las condiciones económicas de la región hayan evolucionado mejor que las condiciones económicas de las economías avanzadas, principalmente gracias a la mejora de los términos de intercambio producida por los altos precios de exportación de las materias primas.

Las políticas macroprudenciales deben centrarse en mantener y reforzar la capacidad de resistencia de

estas economías ante los problemas que podrían plantear la aceleración del crédito interno y los significativos flujos de capital. Esto es más imperativo en las EMPFI, pero las mejoras también beneficiarán a otras economías de la región. Al igual que las políticas macroeconómicas, esas mejoras deben implementarse con miras al futuro, a fin de evitar potenciales excesos de crecimiento del crédito y una afluencia de capitales sostenida. Si bien una serie de países de la región han abordado esta cuestión en forma bastante activa, recientemente mediante la introducción de medidas prudenciales (véase el gráfico 1.15), todavía queda más por hacer. Las políticas deben garantizar que los flujos de capital vayan dirigidos al financiamiento a más largo plazo y que la exposición de los balances se maneje activa y prudentemente.

### En muchos países de África, el crecimiento ha vuelto a las tasas anteriores a la crisis

*África subsahariana se ha recuperado bien de la crisis financiera mundial (gráfico 2.13), y su tasa de expansión coloca hoy a la región en segundo lugar detrás de las economías en desarrollo de Asia. Las brechas del producto de muchas de economías están comenzando a cerrarse, aunque Sudáfrica es una clara excepción.*

La región creció rápidamente el año pasado. El crecimiento de la demanda interna se mantuvo robusto, el comercio y los precios de las materias primas tuvieron un repunte y las políticas macroeconómicas siguieron siendo acomodaticias (gráfico 2.14). La mejora de los términos de intercambio sustenta los saldos externos de la región, y ha continuado la reorientación gradual de las exportaciones hacia las regiones que crecen más rápidamente, como Asia.

En este contexto, se proyecta que la actividad real de África subsahariana se incrementará 5½% este año y 6% el año próximo. Dentro de la región, sin embargo, las perspectivas difieren considerablemente.

- A la cabeza se ubican los países de bajo ingreso, que, según se proyecta, crecerán a una tasa del 6% este año (cuadro 2.6). Ghana —que, tras una sustancial revisión al alza de sus cuentas nacionales, es ahora el tercer país de bajo ingreso más grande de la región— crecería 13¾% este año, al comenzar la producción de petróleo en el yacimiento Jubilee y mantenerse vigoroso el crecimiento del sector no

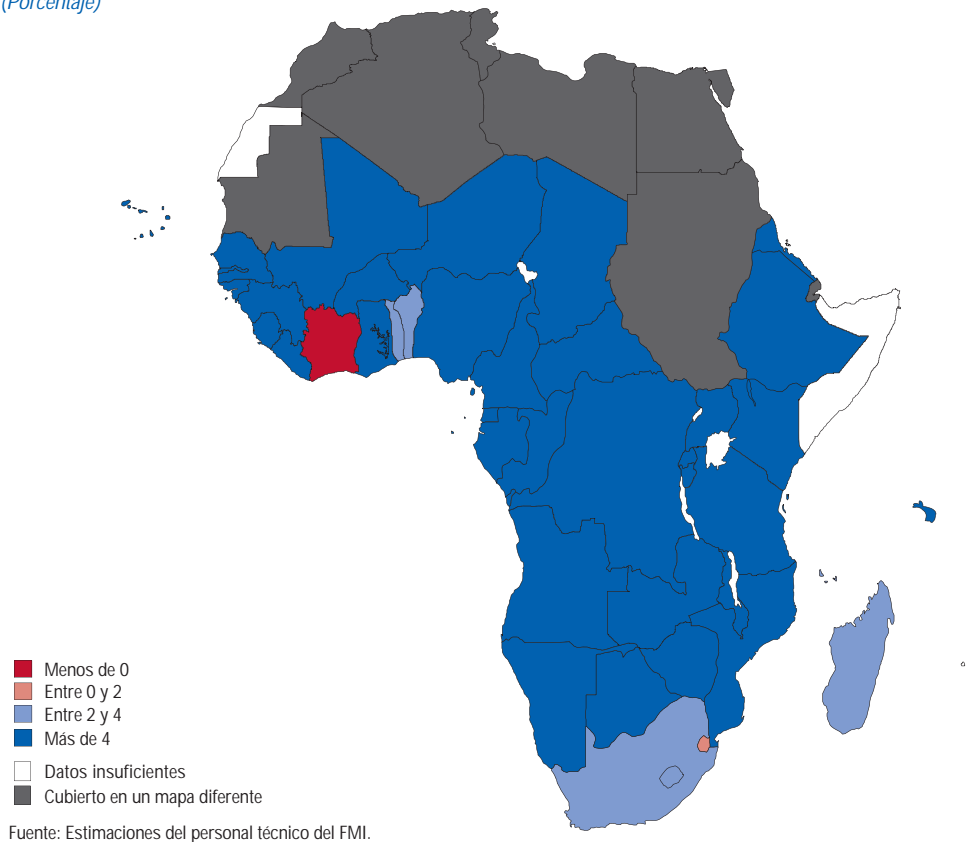
petrolero. También se espera que en otros países de bajo ingreso, como Kenya y Etiopía, la recuperación seguirá siendo fuerte este año, sustentada por la inversión en infraestructura y la mejora de la producción agrícola.

- El incremento esperado de los precios del petróleo en 2011 contribuirá a sostener la recuperación en los países de la región que lo exportan. Después del marcado repunte de la producción petrolera de Nigeria el año pasado, se prevé que el producto petrolero se estabilizará este año, y la economía habrá de crecer 7%. La mayoría de los demás exportadores de petróleo tienen previsto aprovechar la pujanza de los mercados petroleros mundiales como una oportunidad de recuperar superávit fiscal y recomponer reservas, pero la política fiscal nigeriana continúa siendo procíclica, debido a que no se sigue la regla fiscal que vincula el gasto a los precios promedio a largo plazo del petróleo.

- En marcado contraste con el robusto crecimiento de la mayor parte de la región, la recuperación sería relativamente débil en Sudáfrica, la economía regional más grande. Aunque su brecha del producto ya es considerable, se prevé que Sudáfrica crecerá solo 3½% en 2011, una tasa insuficiente para revertir las sustanciales pérdidas de empleo de los últimos dos años. Estas perspectivas reflejan principalmente la falta de una demanda interna fuerte, ya que la inversión privada está frenada por el exceso de capacidad.

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la región continúan inclinados a la baja. A pesar de la creciente importancia de Asia, Europa sigue siendo un socio comercial mucho mayor para las economías de la región que no son exportadoras de petróleo. Una desaceleración en Europa afectaría particularmente a los exportadores de manufacturas, como Sudáfrica. Además, un aumento mayor que el esperado de los precios de los combustibles y los

**Gráfico 2.13. África subsahariana: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12 (Porcentaje)**



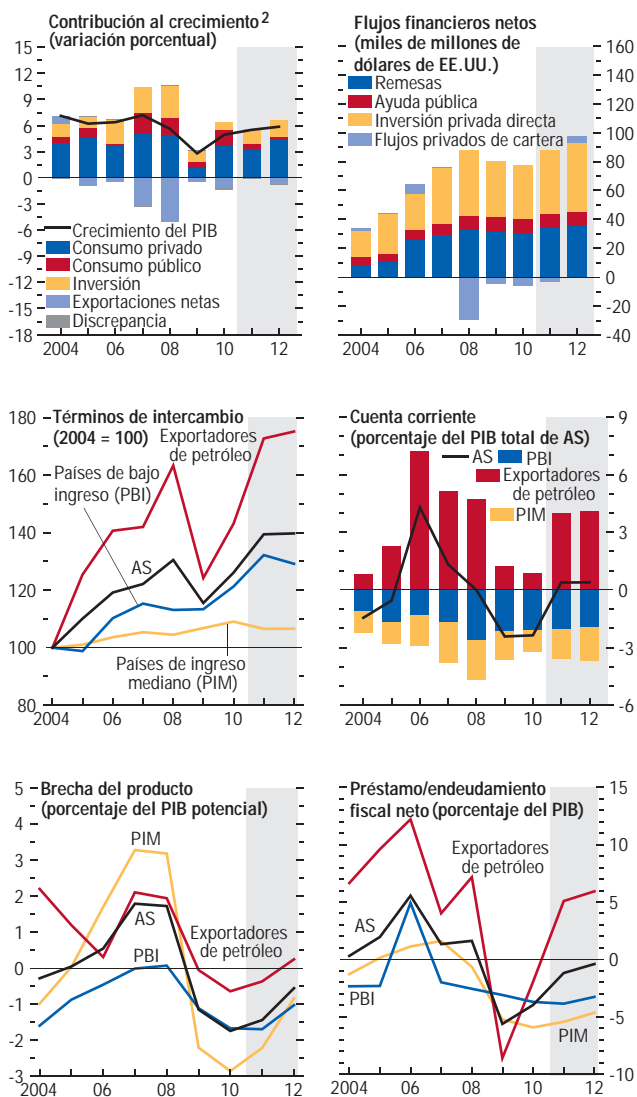
alimentos podría afectar negativamente a muchas de las economías que son importadoras de petróleo. Esto podría tener importantes costos sociales y fiscales en los países de bajo ingreso. Otro factor de riesgo es la política. En algunas economías, como Côte d'Ivoire, las tensiones políticas ya han deprimido las perspectivas de crecimiento para 2011. Pero más allá de eso, 2011 se perfila como un año de mucha actividad política —hay hasta 17 elecciones nacionales programadas— y en algunos países la inestabilidad política podría ser un obstáculo.

Ante la reducción de las brechas del producto, junto con el incipiente reavivamiento de las presiones inflacionarias por el alza de precios de las materias primas, las políticas que sustentan la demanda ya no resultan apropiadas, excepto en un puñado de economías. La política fiscal debe por lo tanto centrarse en las prioridades a mediano plazo, mientras que en el ámbito monetario es preciso mantener una actitud cada vez más alerta frente a las perspectivas de inflación.

- El uso activo de una política fiscal anticíclica para sostener el producto durante la crisis ha dejado un legado de déficits fiscales más amplios en toda la región. Al acercarse ahora el crecimiento de muchas economías al nivel potencial, las consideraciones relativas al financiamiento y a la sostenibilidad de la deuda a mediano plazo apuntan mayormente a la necesidad de replantear la trayectoria a mediano plazo de los gastos e ingresos públicos. Al mismo tiempo, es necesario recomponer las reservas fiscales y encontrar el margen fiscal requerido para atender prioridades, como el gasto en salud, educación e infraestructura. Dichos ajustes ya están en curso, por ejemplo, en Sudáfrica. En Nigeria, en cambio, donde el crecimiento es mucho más fuerte, la situación fiscal se ha debilitado y se demora la consolidación fiscal; si se ancla la política fiscal mediante una regla estricta basada en los ingresos petroleros, se podría mantener una orientación fiscal anticíclica.
- El encarecimiento de los alimentos probablemente afecte en particular a la población pobre de las zonas urbanas, dada la alta proporción que representa la alimentación en su canasta de consumo. En consecuencia, los gobiernos tendrán que considerar la creación de redes de protección

Gráfico 2.14. África subsahariana: Regreso al crecimiento previo a la crisis<sup>1</sup>

El crecimiento de la mayoría de las economías, particularmente los países de bajo ingreso, ha vuelto a las tasas previas a la crisis. Han contribuido a esa recuperación la fuerte demanda interna, flujos financieros estables y una mejora de los términos de intercambio generada por los altos precios de las materias primas, que también han mejorado el saldo externo de la región. Al cerrarse las brechas del producto, la política fiscal debe mantenerse anticíclica.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Los agregados correspondientes a la economía externa son sumatorias de los datos individuales de los países. Los agregados de los términos de intercambio se ponderan según la participación del país en el comercio del grupo. Los demás agregados se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo.

<sup>2</sup> Se excluye a Liberia y Zimbabwe debido a limitaciones de datos.



**Cuadro 2.6. 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 <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones	
		2011	2012		2011	2012		2011	2012		2011	2012
<b>África subsahariana</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>7,5</b>	<b>7,8</b>	<b>7,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	...	...	...
<b>Exportadores de petróleo</b>	<b>6,5</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>12,4</b>	<b>10,8</b>	<b>9,4</b>	<b>2,6</b>	<b>10,9</b>	<b>11,1</b>	...	...	...
Nigeria	8,4	6,9	6,6	13,7	11,1	9,5	6,4	14,6	13,3	4,5	4,5	4,5
Angola	1,6	7,8	10,5	14,5	14,6	12,4	-1,8	6,2	9,5	...	...	...
Guinea Ecuatorial	-0,8	7,2	4,0	7,5	7,3	7,0	-23,8	-10,2	-9,0	...	...	...
Gabón	5,7	5,6	3,3	0,6	2,3	3,4	11,8	17,0	15,3	...	...	...
República del Congo	9,1	7,8	4,7	5,0	5,9	5,2	2,7	12,5	16,0	...	...	...
Chad	5,1	4,1	6,0	1,0	3,0	3,0	-21,3	-8,0	-6,1	...	...	...
<b>Economías de mediano ingreso</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,5</b>	<b>-5,1</b>	...	...	...
Sudáfrica	2,8	3,5	3,8	4,3	4,9	5,8	-2,8	-4,4	-5,1	24,8	24,4	23,7
Botswana	8,6	6,0	6,6	6,9	7,8	7,0	-2,5	-2,4	-0,0	...	...	...
Mauricio	4,0	4,1	4,2	2,9	7,4	4,6	-9,5	-11,6	-9,6	7,5	7,8	7,9
Namibia	4,4	4,8	4,5	4,5	5,9	5,6	-1,1	-0,9	-3,3	...	...	...
Swazilandia	2,0	0,5	1,5	4,5	7,9	6,1	-20,6	-16,0	-12,9	25,0	25,0	25,0
Cabo Verde	5,4	5,5	6,8	2,1	4,4	5,4	-11,8	-18,0	-15,7	...	...	...
<b>Economías de bajo ingreso<sup>4</sup></b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>7,5</b>	<b>6,8</b>	<b>-7,0</b>	<b>-7,1</b>	<b>-6,7</b>	...	...	...
Etiopía	8,0	8,5	8,0	2,8	12,9	11,2	-4,3	-8,1	-8,1	...	...	...
Kenya	5,0	5,7	6,5	3,9	7,2	5,0	-7,9	-9,3	-7,9	...	...	...
Ghana	5,7	13,7	7,3	10,7	8,7	8,7	-7,2	-6,8	-5,2	...	...	...
Tanzanía	6,5	6,4	6,6	10,5	6,3	7,0	-8,6	-9,5	-10,7	...	...	...
Camerún	3,0	3,5	4,5	1,3	3,0	2,5	-3,9	-3,1	-3,0	...	...	...
Uganda	5,2	6,0	6,5	9,4	6,1	11,0	-9,9	-10,6	-9,2	...	...	...
Côte d'Ivoire <sup>5</sup>	2,6	-7,5	6,0	1,4	5,0	2,5	3,9	...	...	...	...	...

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

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

<sup>4</sup>Incluye Benin, Burkina Faso, Burundi, Comoras, Eritrea, Gambia, Ghana, Guinea, Guinea-Bissau, Lesotho, Liberia, Madagascar, Malawi, Mali, Mozambique, Niger, la República Centroafricana, la República Democrática del Congo, Rwanda, Santo Tomé y Príncipe, Senegal, Seychelles, Sierra Leona, Togo, Zambia y Zimbabwe.

<sup>5</sup>No se incluyen las proyecciones de la cuenta corriente debido a la incertidumbre de la situación política.

social focalizadas, otra razón más para ampliar el margen de maniobra fiscal. Al mismo tiempo, las autoridades deben mantenerse alerta frente a las presiones inflacionarias generadas por los crecientes precios de las materias primas, especialmente ante la limitada capacidad ociosa existente en muchas economías. En el caso de Sudáfrica y diversos países de ingreso mediano cuyo producto se mantiene muy por debajo del potencial, sin embargo, será conveniente continuar con una política monetaria acomodaticia.

Por último, es preciso seguir prestando atención a otros aspectos en materia de políticas. Se necesita emprender un seguimiento más intensivo y una regulación más sólida del sector financiero, así como continuar las mejoras del clima de negocios. La

adopción de mecanismos robustos de financiamiento público también facilitaría una mejor planificación y control del gasto público, incluida la inversión en infraestructura.

### En Oriente Medio y Norte de África, la recuperación enfrenta un contexto incierto

*La región de Oriente Medio y Norte de África (OMNA) soportó la crisis mundial relativamente bien, y si bien ahora experimenta un proceso de recuperación, el crecimiento económico varía ampliamente según el país. La propagación del descontento social, el aumento de las primas de riesgo soberano y los elevados precios de importación de las materias primas limitarán las perspectivas de crecimiento en varias de estas economías.*

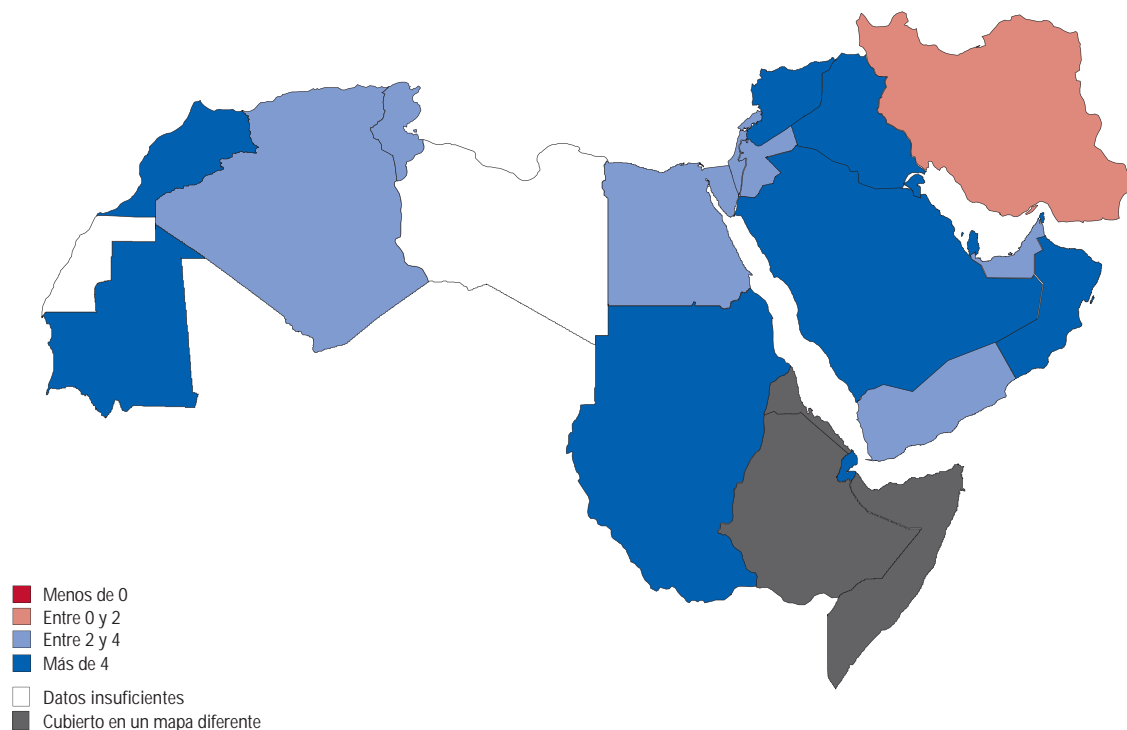
*Aunque las perspectivas económicas de la región son bastante diversas, el proceso de revaloración de riesgos que hoy se está produciendo en toda la región empuja al alza los costos de endeudamiento.*

El aumento de los precios de las materias primas y la demanda externa están impulsando la producción y las exportaciones en muchas economías de la región. Además, los programas de gasto público siguen promoviendo la recuperación en muchas economías exportadoras de petróleo. Al mismo tiempo, las tensiones políticas, el alto desempleo y el alza de los precios de los alimentos están provocando descontento social en una serie de países, lo cual probablemente limitará su crecimiento a corto plazo.

Tomando en cuenta estos factores, se proyecta que el PIB de la región de OMNA crecerá a una tasa de 4% en 2011, para luego avanzar a alrededor de 4¼% en 2012. Al igual que en otras regiones, las perspectivas de recuperación varían sustancialmente entre las diversas economías (gráfico 2.15; cuadro 2.7).

- En el grupo de exportadores de petróleo, se espera que el crecimiento aumente a 5% este año. El país de mejor desempeño es Qatar, donde se proyecta que la actividad real se incrementará 20% en 2011, a partir de una continuada expansión de la producción de gas natural y un importante gasto en inversiones. En Arabia Saudita, se prevé que el PIB crecerá en torno al 7½% este año, sustentado por una considerable inversión pública en infraestructura. En la República Islámica del Irán, se prevé que en 2011 el crecimiento se frenará temporalmente al irse eliminando paulatinamente los subsidios a la energía y otros productos, una reforma muy necesaria, que arrojará beneficios a mediano plazo. El trastorno de la producción petrolera libia significa que, en vista de las limitaciones de la capacidad fuera de la OPEP, la producción de otros proveedores de la OPEP aumentará en 2011.
- En el grupo de importadores de petróleo, el crecimiento del PIB de Egipto caerá significativamente

**Gráfico 2.15. Oriente Medio y Norte de África: Crecimiento medio proyectado del PIB real durante 2011–12 (Porcentaje)**



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: No se incluyen proyecciones para Libia debido a la incertidumbre de la situación política.

**Cuadro 2.7. 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 <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones		2010	Proyecciones	
		2011	2012		2011	2012		2011	2012		2011	2012
<b>Oriente Medio y Norte de África</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>6,9</b>	<b>10,0</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>12,7</b>	<b>11,2</b>	...	...	...
<b>Exportadores de petróleo<sup>4</sup></b>	<b>3,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,1</b>	<b>6,7</b>	<b>10,6</b>	<b>7,1</b>	<b>9,2</b>	<b>16,9</b>	<b>15,0</b>	...	...	...
República Islámica del Irán	1,0	-0,0	3,0	12,5	22,5	12,5	6,0	11,7	10,4	...	...	...
Arabia Saudita	3,7	7,5	3,0	5,4	6,0	5,5	8,7	19,8	13,8	10,5	...	...
Argelia	3,3	3,6	3,2	4,3	5,0	4,3	9,4	17,8	17,4	10,0	9,8	9,5
Emiratos Árabes Unidos	3,2	3,3	3,8	0,9	4,5	3,0	7,7	10,4	10,5	...	...	...
Qatar	16,3	20,0	7,1	-2,4	4,2	4,1	18,7	36,1	34,0	...	...	...
Kuwait	2,0	5,3	5,1	4,1	6,1	2,7	31,8	39,4	39,4	1,6	1,6	1,6
Iraq	0,8	9,6	12,6	5,1	5,0	5,0	-6,2	-3,2	-0,7	...	...	...
Sudán	5,1	4,7	5,6	13,0	9,0	7,0	-8,5	-5,5	-6,6	13,7	12,6	11,4
<b>Importadores de petróleo<sup>5</sup></b>	<b>4,5</b>	<b>1,9</b>	<b>4,5</b>	<b>7,6</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>	<b>-3,8</b>	<b>-5,2</b>	<b>-4,5</b>	...	...	...
Egipto	5,1	1,0	4,0	11,7	11,5	12,0	-2,0	-2,7	-2,3	9,2	9,2	9,1
Marruecos	3,2	3,9	4,6	1,0	2,9	2,9	-4,2	-5,7	-4,1	9,0	8,9	8,7
República Árabe Siria	3,2	3,0	5,1	4,4	6,0	5,0	-4,4	-4,6	-4,8	8,4	...	...
Túnez	3,7	1,3	5,6	4,4	4,0	3,3	-4,8	-7,8	-5,8	13,0	14,7	14,4
Libano	7,5	2,5	5,0	4,5	6,5	3,0	-10,2	-12,9	-12,8	...	...	...
Jordania	3,1	3,3	3,9	5,0	6,1	5,6	-5,4	-8,5	-8,7	12,5	12,5	12,5
<i>Partidas informativas</i>												
Israel	4,6	3,8	3,8	2,7	3,0	2,5	3,1	3,3	3,1	6,7	5,5	5,0
Magreb <sup>6</sup>	3,5	3,3	4,1	3,2	4,2	3,7	5,3	7,2	7,6	...	...	...
Mashreq <sup>7</sup>	5,0	1,5	4,2	9,6	10,0	9,8	-3,6	-4,7	-4,4	...	...	...

<sup>1</sup>La 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.

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

<sup>4</sup>Incluye Bahrein, Libia, Omán y la República de Yemen. Excluye Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política.

<sup>5</sup>Incluye Djibouti y Mauritania.

<sup>6</sup>El Magreb comprende Argelia, Libia, Mauritania, Marruecos y Túnez. Excluye Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política.

<sup>7</sup>El Mashreq comprende Egipto, Jordania, Libano y la República Árabe Siria.

por debajo del 5½% registrado en el segundo semestre de 2010. En esta proyección se supone que la turbulencia política restringirá moderadamente la actividad económica: los trastornos del turismo, los flujos de capital y los mercados financieros serán temporales, según las proyecciones. En Túnez, se proyecta que el crecimiento declinará a 1¼% en 2011, dado que la disminución prevista del turismo y la inversión extranjera directa dañará a otros sectores de la economía.

Al igual que en otras regiones, la inflación está en alza en la región de OMNA, porque el avance de los precios de las materias primas hace subir el nivel general de inflación (gráfico 2.16). Para la región en su conjunto, se proyecta que la inflación de precios al consumidor aumentará a alrededor de 10% en 2011, un proceso encabezado por la República Islámica del

Irán, que está recortando sustancialmente los subsidios a los combustibles.

Los principales riesgos para estas perspectivas son a la baja. Según la duración e intensidad de la turbulencia política y social, sus efectos internos podrían ser mayores de lo actualmente esperado, particularmente si una inestabilidad sostenida se propaga a otros países de la región. Los mercados financieros no han quedado inmunes, y los diferenciales de los bonos y *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor (*credit default swaps*) ya se han ampliado en toda la región. De persistir, esta evolución de los mercados financieros podría traducirse en costos más altos de financiamiento para los gobiernos y las empresas. Asimismo, una recuperación más lenta de lo esperado de las economías avanzadas afectaría negativamente a los ingresos por

exportaciones, los saldos fiscal y externo, y el crecimiento de la región.

En cuanto al sector externo, se prevé que los superávits en cuenta corriente de la región de OMNA aumentarán nuevamente al avanzar la recuperación, impulsados en parte por los elevados precios de las exportaciones de energía. Se proyecta ahora que el superávit global en cuenta corriente regional, que disminuyó de 15% del PIB en 2008 a 2¼% en 2009, se elevará a más de 12% del PIB en 2011.

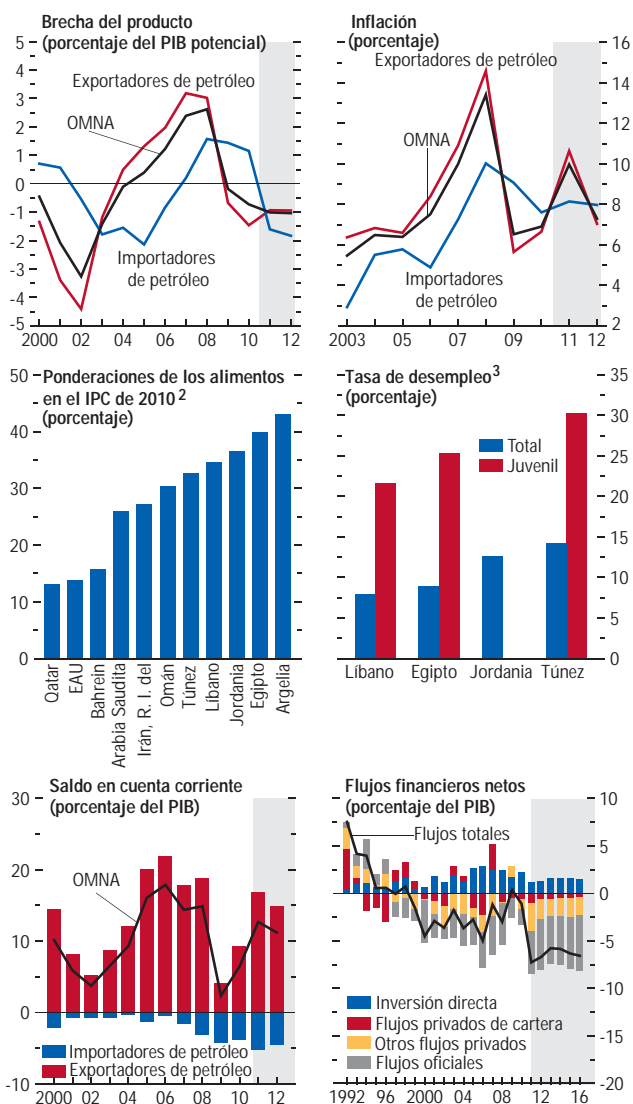
Los principales desafíos que enfrenta la región en materia de políticas son sobrecogedores. Para los importadores de petróleo, la prioridad principal es elevar el crecimiento y solucionar un desempleo crónicamente alto, especialmente entre la población joven. Para los exportadores de petróleo, el objetivo central debería ser fortalecer o desarrollar los sistemas financieros y promover la diversificación económica. Los recientes aumentos del gasto público en los sectores no relacionados con la energía deberían contribuir a diversificar la actividad hacia esos sectores y a reequilibrar el crecimiento regional.

La política fiscal ha cumplido un papel fundamental en amortiguar el impacto de la crisis mundial en la región y sustentar su recuperación. Los programas de inversión pública, especialmente en infraestructura, seguirán fomentando la demanda interna a corto plazo en muchas de las economías exportadoras de petróleo. Los altos niveles de deuda, sin embargo, restringen el margen de maniobra fiscal en las economías importadoras de petróleo. No obstante, para proteger a su población de la escalada de los precios de las materias primas, recientemente muchas economías han incrementado los subsidios a los alimentos y los combustibles (Jordania, Kuwait y Túnez), han aumentado las transferencias sociales (Sudán, la República Árabe Siria, la República del Yemen y Túnez), han ampliado el empleo o los sueldos en la administración pública (Arabia Saudita, Egipto, Jordania, la República del Yemen y Sudán) y han introducido un régimen de transferencias directas en efectivo (Bahrein, Kuwait).

En la mayoría de las economías de OMNA, el desempleo crónicamente elevado, especialmente entre los jóvenes y la población con estudios, es un reto de larga data que ahora debe encararse con urgencia. El hecho de que el desempleo se haya mantenido alto durante tanto

**Gráfico 2.16. Oriente Medio y Norte de África: Continúa la recuperación en un contexto incierto<sup>1</sup>**

Tras haber soportado la crisis mundial relativamente bien, la región está ahora en un proceso de recuperación. La actividad económica se encuentra todavía por debajo de su potencial, pero se está aproximando a ese nivel. El alto desempleo, el creciente malestar social y el alza de los precios de los alimentos están deprimiendo las perspectivas de crecimiento, especialmente en las economías importadoras de petróleo. Se prevé que el superávit en cuenta corriente de las economías exportadoras de petróleo aumente nuevamente al continuar la recuperación.



Fuentes: Haver Analytics; Organización Internacional del Trabajo; Sistema de Precios de Productos Primarios del FMI; fuentes nacionales, y estimaciones del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Exportadores de petróleo: Arabia Saudita, Argelia, Bahrein, los Emiratos Árabes Unidos (EAU), Iraq, Kuwait, Libia, Omán, Qatar, Sudán, la República del Yemen y la República Islámica del Irán. Importadores de petróleo: Djibouti, Egipto, Jordania, Libano, Marruecos, Mauritania, la República Árabe Siria y Túnez. Los agregados correspondientes a la economía externa son sumatorias de los datos individuales de los países. Los demás agregados se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo.

<sup>2</sup> Los datos correspondientes a Argelia, los Emiratos Árabes Unidos y Túnez se refieren a 2009. Los datos correspondientes a Arabia Saudita se refieren a 2008. Los datos correspondientes a Libano se refieren a 2007. IPC: índice de precios al consumidor.

<sup>3</sup> Desempleo juvenil: de 15 a 24 años de edad. No hay datos disponibles sobre el desempleo juvenil de Jordania.

tiempo indica que el problema es en gran medida estructural, originado en la disparidad de destrezas y competencias, la rigidez del mercado laboral y los altos salarios de reserva. Para lograr una solución duradera al problema del desempleo de la región se requerirá una combinación de crecimiento económico permanentemente más alto e inclusivo, así como reformas para mejorar la capacidad de respuesta de los mercados de trabajo<sup>8</sup>.

Con respecto al sector financiero, las prioridades varían según las distintas economías. Para aquellas con mayor desarrollo financiero que integran el Consejo de Cooperación del Golfo, la tarea clave es restablecer

<sup>8</sup> Véanse las ediciones de octubre de 2010 y de mayo de 2011 de *Regional Economic Outlook*, del FMI, dedicadas a Oriente Medio y Asia central.

las reservas de capital y de liquidez agotadas durante la crisis y mejorar los regímenes de regulación y supervisión en consonancia con los esfuerzos acometidos a nivel mundial. Con ello se reactivará el crédito, deprimido en parte porque los balances de los bancos y las empresas siguen aún debilitados después de destacados fracasos empresariales (en Arabia Saudita, Dubai y Kuwait, por ejemplo). Para otras economías de la región, el desafío principal es impedir que aumenten los préstamos en mora en los países donde hay malestar, estimular el desarrollo financiero eliminando las barreras de entrada y salida y, en algunos casos, reducir el grado de propiedad estatal de entidades del sistema bancario. Otra prioridad es resolver el gran número de préstamos en mora en diversas economías.



### Recuadro 2.1. Corrección de los desequilibrios externos en la periferia de la Unión Europea

La Gran Recesión obligó a hacer un doloroso ajuste de los desequilibrios externos en la periferia de la Unión Europea. Los déficits en cuenta corriente aumentaron drásticamente en los años previos a la crisis, con un rápido crecimiento del crédito y la demanda interna y fuertes aumentos de los costos unitarios de la mano de obra en comparación con la zona del euro. Para 2007, el déficit en cuenta corriente alcanzó como promedio 10,0% del PIB en España, Grecia, Irlanda y Portugal y 17,7% del PIB en las economías bálticas de Estonia, Letonia y Lituania. Como el tipo de cambio nominal es fijo, estas economías han tenido que corregir los grandes desequilibrios mediante una contracción de la demanda y un menor crecimiento de la inflación y los salarios en relación con los niveles registrados por sus socios comerciales, proceso al que se designa como una devaluación interna. Para ilustrar cómo se está produciendo ese proceso, en este recuadro se compara la experiencia de los países bálticos con la de las restantes economías y se analizan algunos de los retos que tienen por delante.

#### *Estonia, Letonia y Lituania*

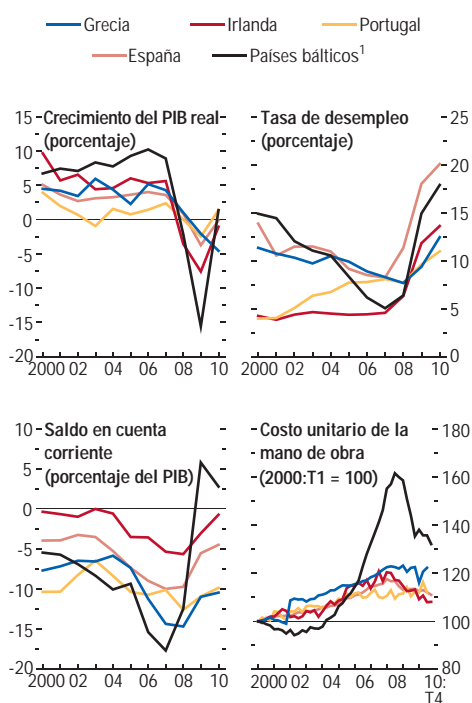
Estas economías bálticas han eliminado su déficit en cuenta corriente, pero la contracción de la actividad económica ha sido inusualmente grande. El PIB se contrajo en promedio un 15,5% en 2009, y la tasa de desempleo creció 12,8 puntos porcentuales durante 2007–10. En términos de ajuste externo, la cuenta corriente de estas economías pasó de tener un déficit promedio igual al 17,7% del PIB en 2007 a un superávit que en promedio alcanzó el 5,8% del PIB en 2009, cifra que puede ser superior al nivel a largo plazo. De hecho, el superávit en cuenta corriente sufrió cierta disminución en 2010, y ahora el desafío es sustentar las mejoras recientes de la competitividad para respaldar el crecimiento de los sectores productivos. Los costos unitarios de la mano de obra también cayeron con fuerza en relación con los niveles de la zona del euro, alrededor de 18,1% respecto de su nivel máximo. Las marcadas alzas del desempleo, así como la flexibilidad del mercado

Los autores de este recuadro son Florence Jaumotte y Daniel Leigh.

laboral de estas economías y los importantes recortes de los salarios tanto en el sector público como en el privado aceleraron la devaluación interna y la recuperación de la competitividad.

La profunda recesión significó que el ajuste se produjera inicialmente a través de una contracción de las importaciones, pero posteriormente las exportaciones contribuyeron al reequilibramiento. En 2009, el coeficiente importaciones/PIB cayó en promedio 14,6 puntos porcentuales. En 2010, las importaciones repuntaron, y las exportaciones crecieron por encima de su nivel de 2007, posiblemente como reflejo de la reducción de los costos unitarios de la

Gráfico 2.1.1. Actividad económica y ajuste externo en la periferia de la UE



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

<sup>1</sup>Países bálticos: Estonia, Letonia y Lituania. Los agregados correspondientes a los países bálticos son promedios simples, excepto el saldo en cuenta corriente, que se calcula como la sumatoria de los saldos.

### Recuadro 2.1 (continuación)

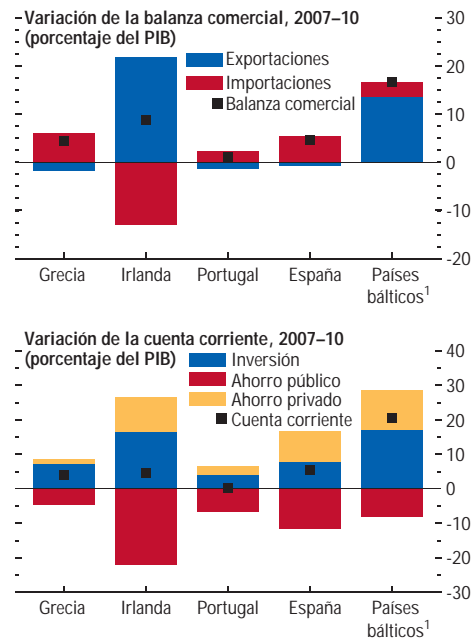
mano de obra y la reactivación del comercio mundial. En términos de ahorro e inversión, hasta ahora el ajuste se ha debido principalmente a una contracción de la inversión. Una caída del ahorro público, cuya causa principal ha sido una disminución de los ingresos públicos durante la recesión, ha quedado compensada en parte por un incremento del ahorro privado a niveles más sostenibles.

#### *España, Grecia, Irlanda y Portugal*

Estas economías están atravesando un proceso doloroso pero más gradual de ajuste externo. El PIB se contrajo en promedio 4,0% en 2009, y la tasa de desempleo aumentó en promedio 7,0 puntos porcentuales durante 2007–10. El proceso de ajuste externo comenzó más tarde que en las economías bálticas; el coeficiente déficit en cuenta corriente/PIB cayó 4,3 puntos porcentuales, para pasar de 10,7% del PIB en 2008 a 6,4% del PIB en 2010. El déficit en cuenta corriente de Irlanda, y en menor medida de España, ha alcanzado niveles más sostenibles, pero sigue siendo excesivamente grande en Grecia y Portugal, ubicándose en 2010 en niveles de 10,4% y 9,9% del PIB, respectivamente. La disminución de los costos unitarios de la mano de obra en relación con la zona del euro fue, en promedio, del 5,1% para estas economías, pero esa cifra está sesgada por la caída de 10,2% registrada en Irlanda; la disminución fue más moderada en los otros tres países.

La situación parece estar dando un giro en las cuatro economías. Inicialmente, se efectuó el ajuste mediante una retracción de las importaciones, pero las exportaciones comenzaron a contribuir al ajuste en 2010. Como reflejo de la menor contracción del ingreso, la caída del coeficiente importaciones/PIB en 2009 fue menor que en los países bálticos, un promedio de 4,8 puntos porcentuales, comparado con 14,6 puntos porcentuales. En 2010, hubo un repunte tanto de las importaciones como de las exportaciones, pero las exportaciones aumentaron más en general, impulsando de ese modo el proceso de ajuste externo. Las exportaciones como porcentaje del PIB crecieron mucho más en Irlanda, posiblemente como consecuencia de una disminución mayor de los costos unitarios de la mano de obra. En términos reales, las exportaciones crecieron con fuerza en Irlanda, Portugal y especialmente en

Gráfico 2.1.2. Ajuste externo en la periferia de la UE



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>Países bálticos: Estonia, Letonia y Lituania. Los agregados correspondientes a los países bálticos se calculan como las sumatorias de los datos individuales de los países.

España, en gran parte debido a un repunte tras la caída. En términos del ahorro y la inversión, hasta ahora el ajuste ha consistido principalmente en una contracción de la inversión, como en el caso de las economías bálticas, y la importante disminución del ahorro público ha sido compensada en parte por un aumento del ahorro privado. La moderación salarial ha cumplido un papel relativamente modesto en España, Grecia y Portugal, cuyos mercados laborales son menos flexibles que los de las economías bálticas.

Pueden contribuir a completar el ajuste todavía pendiente diversas políticas, muchas de las cuales ya están siendo implementadas. En Grecia e Irlanda estas medidas forman parte integral de los programas de ajuste adoptados por las autoridades y respaldados por la comunidad internacional. Esas políticas comprenden medidas económicas tanto por el lado de la oferta como de la demanda:

**Recuadro 2.1 (conclusión)**

- El ajuste de los costos laborales puede facilitarse promoviendo un esquema descentralizado de negociación salarial, eliminando los mecanismos de indexación y reduciendo los costos de despido. Además, si se forja un consenso nacional para compartir la carga del ajuste de manera amplia mediante la moderación salarial se puede evitar un período prolongado de alto desempleo.
- Las reformas orientadas a fomentar el aumento de la productividad también pueden contribuir a mejorar la competitividad.
- La consolidación fiscal actualmente en curso para resolver los elevados niveles de deuda pública de estas economías también contribuirá al ajuste externo. A corto plazo, con un aumento de los impuestos o un recorte del gasto público se puede mejorar el saldo en cuenta corriente al restringirse la demanda interna, por ejemplo en el ámbito de las importaciones. A mediano plazo, sería conveniente tener margen para recortar los impuestos y dar así respaldo a la inversión privada y a la economía del lado de la oferta.

**Referencias**

- Baldacci, Emanuele, Giovanni Callegari, David Coady, Ding Ding, Manmohan S. Kumar, Pietro Tommasino y Jaejoon Woo, 2010, “Public Expenditures on Social Programs and Household Consumption in China”, IMF Working Paper 10/69 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bornhorst, Fabian, Nina Budina, Giovanni Callegari, Asmaa ElGanainy, Raquel Gomez Sirera, Andrea Lemgruber, Andrea Schaechter y Joong Beom Shin, 2010, “A Status Update on Fiscal Exit Strategies”, IMF Working Paper 10/272 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Dowling, Thomas, Marcello M. Estevão y Evidiki Tsounta, 2010, “The Great Recession and Structural Unemployment”, *United States: Selected Issues Paper*, IMF Country Report No. 10/248 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Estevão, Marcello M., y Evidiki Tsounta, 2011, “Has the Great Recession Raised U.S. Structural Unemployment?”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).



*Los persistentes aumentos del precio del petróleo durante la última década hacen pensar que los mercados internacionales de petróleo han entrado en un período de mayor escasez. Dados el rápido aumento previsto de la demanda de petróleo de las economías de mercados emergentes, y la desaceleración del crecimiento tendencial de la oferta de petróleo, es poco probable que se vuelva a la abundancia a corto plazo. El presente capítulo plantea que si bien un aumento gradual y moderado de la escasez de petróleo podría no constituir una gran limitación para el crecimiento económico mundial a mediano y largo plazo, la transferencia de riqueza de los importadores de petróleo hacia los exportadores de petróleo acrecentaría los flujos de capital y ampliaría los desequilibrios en cuenta corriente. Los efectos negativos podrían ser mucho más pronunciados y dependerían del alcance y la evolución de la escasez de petróleo y de la capacidad de la economía mundial para hacer frente a una mayor escasez. Las súbitas escaladas de los precios del petróleo podrían ocasionar grandes pérdidas del producto mundial, efectos de redistribución y desplazamientos sectoriales. Para la formulación de políticas, hay dos ámbitos de acción de amplio alcance. En primer lugar, dadas las posibilidades de que el petróleo y otros recursos se vuelvan inesperadamente más escasos, las autoridades deben examinar hasta qué punto el entorno actual de políticas facilita un ajuste a variaciones inesperadas de la escasez de petróleo. Segundo, debe considerarse la adopción de políticas encaminadas a reducir el riesgo de escasez de petróleo.*

A un año y medio del inicio de la recuperación mundial, los recursos naturales están nuevamente en los titulares de la prensa. En enero de 2011, el precio al contado de un barril de la variedad de crudo Brent sobrepasó el umbral de \$100. El precio de muchas otras materias primas ha alcanzando o supera los máximos registrados antes de la crisis, y los precios de los futuros sobre materias primas apuntan a nuevas alzas de aquí a uno o dos años. La solidez de los

Los principales autores de este capítulo son Tomas Helbling (jefe del equipo), Joong Shik Kang, Michael Kumhof, Dirk Muir, Andrea Pescatori y Shaun Roache, con la colaboración de Min Kyu Song, Gavin Asdorian, Marina Rousset y Nese Erbil.

precios de las materias primas refleja dinamismo por el lado de la demanda. Los niveles de consumo de muchos recursos naturales, incluido el crudo, ya se sitúan en niveles más altos que los vigentes antes de la crisis, en gran parte debido a la vigorosa demanda en las economías emergentes y en desarrollo.

La evolución y las perspectivas de los precios de las materias primas, que actualmente se sitúan en niveles altos, podrían tener importantes repercusiones económicas a escala mundial (véase el capítulo 1). La posibilidad de que el aumento de los precios de la energía redunde en un aumento de la tasa de inflación básica es solo uno de los ejemplos que podrían citarse. Pero, ¿cuán fuera de lo común es la situación actual? Hay importantes vínculos entre las condiciones económicas mundiales y los precios de las materias primas, y las grandes fluctuaciones de los precios de estas a lo largo del ciclo económico mundial no son nada nuevo<sup>1</sup>. Hay factores especiales y cíclicos que parecen explicar gran parte de la reciente evolución de los precios de las materias primas. No obstante, los aumentos persistentes de los precios de las materias primas en los últimos años apunta a un quiebre con respecto de la experiencia de los años ochenta y noventa, y también con otros auges de precios de las materias primas<sup>2</sup>. La inquietud que despierta la escasez de recursos es más generalizada que hace una o dos décadas.

En el presente capítulo se considera la escasez del petróleo<sup>3</sup> principalmente por dos motivos. Por una parte, lo que sucede en el mercado del petróleo es fundamental para las perspectivas económicas mundiales; el precio del petróleo es uno de los supuestos clave en que se sustentan las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*. Por otra parte, existe considerable incertidumbre acerca del grado de tensión que se producirá entre el rápido crecimiento

<sup>1</sup> Véanse Vansteenkiste (2009), Kilian (2009) o Helbling (de próxima publicación).

<sup>2</sup> Véase, por ejemplo, Radetzki (2006), que señala que los auges de precios de las materias primas posteriores a la Segunda Guerra Mundial han sido efímeros.

<sup>3</sup> En el apéndice 2 del capítulo 1 se ofrece una reseña de la evolución reciente y las perspectivas de otras materias primas.

de la demanda de petróleo en las economías de mercados emergentes y la desaceleración del crecimiento tendencial de la oferta de petróleo. En el marco de referencia del mercado del petróleo que se examina en el capítulo 1, el cual se basa en los precios actuales del petróleo, se supone que esta tensión se resolverá en niveles de precio cercanos a los actuales.

Contra ese telón de fondo, el capítulo analiza los riesgos que plantean varios escenarios de escasez para las perspectivas mundiales y la transición hacia una expansión mundial más robusta y equilibrada. Como indica el énfasis en la escasez, la atención se centra en el mediano y largo plazo, no en los riesgos a corto plazo.

Concretamente, este capítulo procura responder a los siguientes interrogantes:

- ¿Qué es la escasez de petróleo? ¿Cómo se mide? ¿Cuál es el grado de escasez actual?
- ¿Limitará la escasez de petróleo a la economía mundial a mediano y largo plazo? ¿Cuáles son los riesgos de que esta escasez reduzca la tasa de crecimiento económico factible a escala mundial? ¿Podría agudizar los desequilibrios mundiales?
- ¿Cuáles son las repercusiones para la formulación de la política económica?

Un examen de la escasez de petróleo presenta las mismas dificultades que surgen en cualquier análisis de pronóstico. La experiencia acumulada hasta la fecha no permite elaborar predicciones sólidas de la probable evolución de algunos factores que determinarán el alcance y el impacto finales de la escasez de petróleo. La evolución tecnológica, por ejemplo, será un factor fundamental que afectará al costo de extraer petróleo de pozos y depósitos considerados hasta ahora como antieconómicos y definirá las posibilidades de eficiencia y sustitución. Dado que esa incertidumbre aumenta cuanto más largo sea el horizonte temporal, el principal objetivo de este capítulo es ilustrar el posible impacto económico mundial de varios escenarios de escasez de petróleo y constituye un renovado esfuerzo por subrayar, en los modelos de la economía mundial del FMI, la función que ejercen el petróleo y otros recursos naturales, tanto como fuente de shocks como en la transmisión de otros shocks.

### ¿Cuáles son las principales conclusiones?

- Los aumentos en el componente tendencial del precio del petróleo parecen indicar que el mercado

mundial de petróleo ha entrado en un período de mayor escasez. El análisis de las perspectivas de la demanda y la oferta de crudo apunta a que la mayor escasez surge de la continua tensión entre la rápida tasa de crecimiento de la demanda de petróleo en las economías de mercados emergentes y la desaceleración de la tasa de crecimiento tendencial de la oferta de petróleo. De intensificarse esta tensión, ya sea como resultado de una mayor demanda, interrupciones tradicionales en la oferta o reveses en la expansión de la capacidad, el desatascamiento del mercado podría provocar súbitos aumentos de los precios, como sucedió en 2007–08.

- Con respecto a los efectos sobre la economía mundial, el análisis de simulación parece indicar que el impacto de una mayor escasez de petróleo sobre el crecimiento económico mundial podría ser relativamente reducido si entraña principalmente una paulatina disminución de la tasa de crecimiento de la oferta de petróleo y no una disminución absoluta. Concretamente, una desaceleración considerable de la tasa de crecimiento tendencial de la oferta de petróleo, de 1 punto porcentual, parece reducir la tasa anual de crecimiento mundial en menos de  $\frac{1}{4}\%$  a mediano y a más largo plazo. Una persistente reducción de los niveles de oferta de petróleo, sin embargo, podría tener considerables efectos negativos sobre el producto, incluso de aumentar el grado de sustitución entre el petróleo y otras fuentes primarias de energía. Al mismo tiempo, a mediano plazo, la transferencia de riqueza inducida por el petróleo, de los importadores a los exportadores de petróleo, podría incrementar los flujos de capital, reducir la tasa de interés real y ampliar los desequilibrios en cuenta corriente.
- El análisis del presente capítulo plantea que la escasez de petróleo no constituirá inevitablemente una fuerte limitación para la economía mundial. Sin embargo, tampoco debe subestimarse el riesgo que plantea. En última instancia, mucho dependerá del alcance y la evolución de la escasez de petróleo, factores que siguen siendo inciertos. Podrían producirse desplazamientos bruscos, que tendrían efectos mucho más pronunciados que desplazamientos más graduales.
- El capítulo concluye que las autoridades económicas deben reforzar las medidas para reducir los riesgos de la escasez de petróleo, como paso de carácter



precautorio y como forma de facilitar el ajuste si estos desplazamientos resultan ser más pronunciados de lo previsto o si se materializan en forma abrupta. Las políticas deberán complementarse con medidas para fortalecer las redes de protección social, ya que el aumento del precio del petróleo podría dar lugar a desplazamientos en la distribución del ingreso y a aumentos de la pobreza.

El capítulo se organiza de la siguiente manera. En la primera sección se define la escasez de petróleo, se considera el alcance de la escasez en el sector petrolero y se analizan las implicaciones para las perspectivas del mercado del petróleo. En la segunda sección se examinan los efectos de la escasez de petróleo sobre el crecimiento y los desequilibrios mundiales, con el objetivo de determinar hasta qué punto representarán una limitación para la economía internacional. En la última sección se presentan algunas implicaciones para la formulación de políticas.

### ¿Se ha convertido el petróleo en un recurso escaso?

Las implicaciones de la escasez de petróleo podrían ser importantes y de gran alcance. El petróleo es un factor de producción clave, tanto en la producción de otras materias primas como en el transporte, y es un bien de consumo de uso generalizado. Asimismo, es la materia prima más comerciada: en 2007–09, las exportaciones mundiales de petróleo alcanzaron un nivel anual medio de \$1,8 billones, cifra equivalente a un 10% de las exportaciones mundiales totales durante ese período. Esto significa que los cambios en las condiciones del mercado petrolero tienen efectos directos e indirectos sobre la economía mundial, y sobre el crecimiento económico, la inflación, los saldos del comercio exterior y la pobreza. Desde fines de los años noventa, y a pesar de registrar fluctuaciones cíclicas, el precio del petróleo ha ido por lo general en aumento y hay amplio consenso en que las limitaciones de la oferta contribuyeron a esa tendencia. Esto ha despertado inquietudes de que el mercado del petróleo está entrando en un período de mayor escasez.

### ¿Qué es la escasez de petróleo?

El petróleo se considera escaso cuando su oferta es menor que un determinado nivel de demanda. Si la

oferta no puede satisfacer la demanda al precio vigente, los precios tienen que aumentar para estimular una mayor oferta y racionar la demanda. En este sentido, la escasez del petróleo se refleja en el precio de mercado.

El precio debe reflejar el costo de oportunidad de ofrecer en el mercado un barril adicional de petróleo y compensa, al propietario de las reservas, el costo de extracción y la pérdida del barril de reservas que podría haber vendido en el futuro. En general, un precio alto con respecto a otros bienes y servicios indica escasez, mientras que un precio bajo indica abundancia, en tanto que las fluctuaciones del precio durante un período largo son señal de variaciones de la escasez. Según conocidos modelos de extracción de materias primas, el precio de mercado es, además, una pauta fiable del costo de oportunidad y del costo con respecto a la escasez prevista en el futuro<sup>4</sup>.

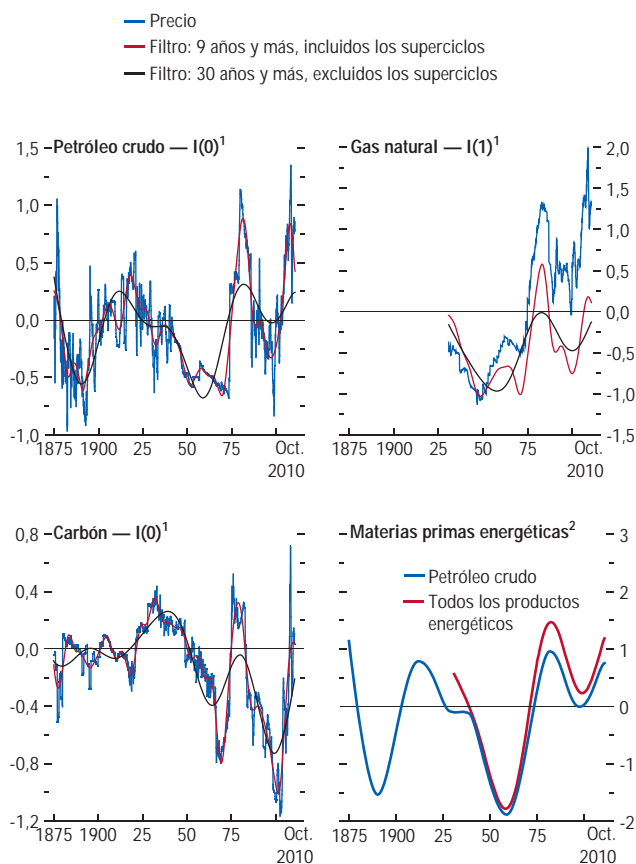
En la práctica, es importante hacer una distinción entre la escasez y otras razones que explican el elevado nivel de los precios del petróleo. La escasez se refiere generalmente a la disponibilidad decreciente de petróleo u otros recursos naturales agotables a largo plazo. Sin embargo, la escasez de petróleo reflejada en los precios altos y en aumento también puede surgir por otras razones a plazos más cortos. Un shock transitorio de la oferta, por ejemplo, puede dar lugar a súbitos aumentos de los precios de corta duración, como ocurrió durante la Guerra del Golfo de 1990–91. También pueden producirse grandes fluctuaciones cíclicas de los precios del petróleo que, en gran medida, reflejan la interacción de factores cíclicos —algunos de índole financiera— con una baja elasticidad-precio a corto plazo de la oferta y de la demanda.

La menor disponibilidad de petróleo suele obedecer a limitaciones tecnológicas y geológicas o a una insuficiente inversión en capacidad. La escasez de petróleo puede verse exacerbada por su bajo grado de sustitución. El petróleo tiene características físicas únicas que dificultan su rápida sustitución, lo que significa que su precio posiblemente dependa en gran medida de la

<sup>4</sup> Hotelling (1931) demuestra que los aumentos de precio de un recurso no renovable deben seguir la tendencia de la tasa de interés (a la que debe añadirse posiblemente una prima de riesgo) para que los costos marginales de extracción se mantengan constantes. Cuando el mercado empieza a tomar conciencia gradualmente de que un recurso se está volviendo más escaso (o abundante), su precio puede aumentar más rápidamente (o mantenerse constante o incluso disminuir).

### Gráfico 3.1. Precios de la energía y tendencias de los precios a largo plazo

Tras el período de creciente abundancia en la década y media transcurrida hasta el año 2000, se observa un repunte de los precios a largo plazo en todas las materias primas energéticas.



Fuentes: Global Financial Data; Sistema de Precios de Productos Primarios del FMI y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Los precios de las materias primas denominados en dólares de EE.UU. están deflactados por el índice de precios al consumidor de Estados Unidos en desviaciones logarítmicas con respecto a la media muestral. La desviación entre los componentes filtrados y el precio es atribuible a ruido estadístico, las frecuencias del ciclo económico y el desplazamiento por paseo aleatorio cuando  $I(1)$ .

<sup>2</sup>Primer componente principal (desviación estándar con respecto a la media) normalizado de modo que la variancia sea unitaria.

capacidad de la oferta. De no ser así, y si otros recursos naturales o sintéticos más abundantes pudieran reemplazar el petróleo en el proceso productivo, un aumento relativamente pequeño de los precios podría redirigir la demanda hacia esos sustitutos.

### ¿Cómo se mide la escasez?

En el siguiente análisis se examina la evolución del precio del petróleo a largo plazo como indicador de la escasez, dejando de lado las fluctuaciones periódicas o a corto plazo, como las que genera el ciclo económico. El precio del petróleo también puede ser objeto de “superciclos” atribuibles a largos rezagos de implementación en el descubrimiento, exploración e inversión de capital en el sector mineral (Cuddington y Jerrett, 2008). En esos casos, una lenta respuesta de la oferta ante desplazamientos de la demanda puede dar lugar a ciclos de precios de mayor duración que los del típico ciclo económico que dura entre dos años y ocho años (Slade, 1982).

La variación a largo plazo se determina aplicando dos filtros paso bajo a los precios: el primero excluye toda fluctuación de los precios de periodicidad inferior a nueve años (e incluye, por lo tanto, los superciclos); el segundo considera períodos de más de 30 años (gráfico 3.1)<sup>5</sup>. La inclusión de superciclos genera una mayor volatilidad, pero tendencias a largo plazo similares. A fin de ofrecer una perspectiva más amplia del mercado de la energía, se incluyen en el análisis el carbón y el gas natural. Un resultado notable es que, durante el período muestral, los precios reales del petróleo no siguen una persistente tendencia al alza o la baja<sup>6</sup>. De hecho, registran lentas fluctuaciones en torno a promedios a largo plazo. Esto parece indicar que, si bien los períodos de variación de la escasez del petróleo han sido de larga duración, han llegado a su término, y que la

<sup>5</sup>En este análisis se aplica una serie de precios en dólares de EE.UU. deflactada por el índice de precios al consumidor en Estados Unidos a un período muestral cuya fecha inicial se remonta a 1875. Los componentes de baja frecuencia se derivaron aplicando un filtro asimétrico Christiano-Fitzgerald (2003) (véase el apéndice 3.1).

<sup>6</sup>En otras palabras, los precios reales del petróleo son estacionarios. Cuando los precios no son estacionarios, como sucede en el caso del gas natural, y su trayectoria se ajusta a un proceso de raíz unitaria, el desplazamiento (tendencia a largo plazo) suele ser pequeño. Este resultado es consonante con Cashin, McDermott y Scott (2002), quienes señalan que los precios reales de las materias primas siguen tendencias pequeñas en las que predomina la variabilidad de los precios.

inversión, la tecnología y el descubrimiento responden finalmente a las señales de los precios.

Tras la creciente abundancia de la década y media hasta el año 2000 inclusive, se observa un repunte de los precios a largo plazo de todas las materias primas energéticas. El primer componente principal de los tres precios de energía filtrados —componente que representa aproximadamente las dos terceras partes de la varianza total— confirma que el factor común de la escasez de energía ha ido aumentando desde 2000 y no fue interrumpido por la Gran Recesión (panel inferior derecho).

**¿A qué se debe el aumento observado de la escasez de petróleo?**

En última instancia, la señal que emiten los precios del petróleo debe reflejar expectativas de escasez que han de considerarse en función de las variables fundamentales subyacentes. Comprender la señal de los precios actuales de mercado exige considerar las perspectivas de la demanda y la oferta. Las perspectivas del petróleo, al igual que de otras fuentes de energía, guardan estricta relación con la demanda de energía primaria. Por consiguiente, en esta sección, el petróleo se considera primero en el contexto más amplio del consumo de energía primaria y, más adelante, centrando la atención en las perspectivas de la oferta y la demanda del petróleo.

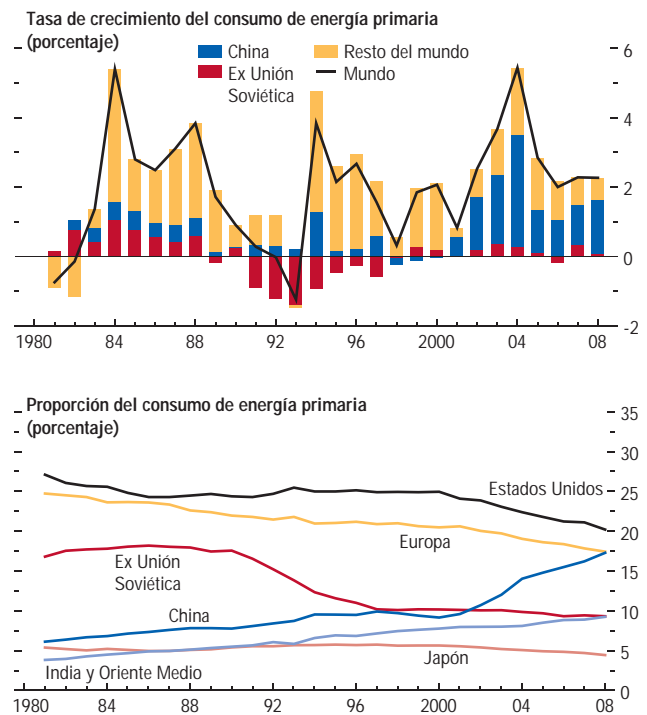
**¿Cuáles son las perspectivas con respecto al consumo global de energía?**

El petróleo es la fuente más importante de energía primaria en el mundo y representa un 33% de la energía primaria total; los dos otros principales combustibles fósiles, el carbón y el gas natural, representan un 28% y un 23%, respectivamente, de ese total<sup>7</sup>. Aunque las fuentes de energía renovable están experimentando una fase de rápida expansión, siguen constituyendo solo una pequeña proporción de la oferta de energía primaria.

El contexto de gran parte de las inquietudes actuales con respecto a la escasez de petróleo es el aumento, a escala mundial, de la tasa de crecimiento del consumo de energía primaria en la última década (gráfico 3.2, panel superior). Esta aceleración se debe principalmente

**Gráfico 3.2. Demanda de energía mundial; 1980–2008**

El rápido aumento del consumo mundial de energía primaria, sobre todo en China, ha despertado inquietudes con respecto a la escasez del petróleo.



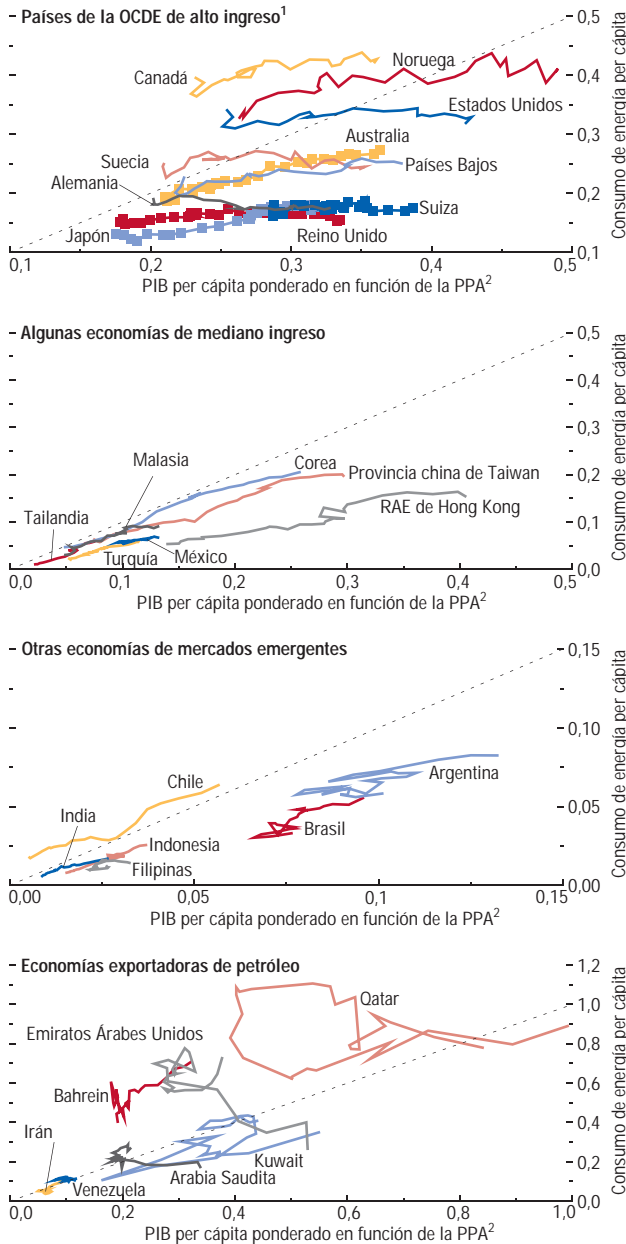
Fuente: Agencia Internacional de Energía.

<sup>7</sup>Véase Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA), *International Energy Outlook*, 2009. La energía primaria incluye los combustibles fósiles (carbón, petróleo, gas natural); energía nuclear; y energía renovable (geotérmica, hidroeléctrica, solar y eólica).

### Gráfico 3.3. Relación entre el consumo de energía per cápita y el crecimiento del PIB

(Cientos de miles de dólares de EE.UU. de 2005 en el eje de la abscisa; miles de millones de unidades térmicas británicas en el eje de la ordenada)

El aumento de la demanda de energía se ha ajustado estrechamente al aumento del ingreso per cápita en las economías de mediano y bajo ingreso, en tanto que las economías de alto ingreso pueden sustentar su tasa de crecimiento del PIB sin ningún —o prácticamente ningún— aumento del consumo de energía.



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; Agencia Internacional de Energía; Banco Mundial, *World Development Indicators*, y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>OECD = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.  
<sup>2</sup>PPA = Paridad del poder adquisitivo.

a un desplazamiento al alza del crecimiento del consumo de energía en China. En consecuencia, la proporción de China dentro del consumo mundial de energía primaria ha aumentado rápidamente (panel inferior), y China es actualmente el mayor consumidor de energía del mundo (Agencia Internacional de Energía (AIE), *World Energy Outlook*, 2010).

En el futuro, el consumo de energía dependerá en gran parte del efecto producido por el rápido y continuo crecimiento del PIB de China y otras economías de mercados emergentes en rápida expansión. A fin de cuantificar las perspectivas de la demanda de energía, el análisis de la presente sección se centra en la relación entre el consumo de energía per cápita y el ingreso real per cápita, y se basa en una regresión simple utilizando un conjunto de datos de 55 economías correspondiente al período 1980–2008 (véanse mayores detalles en el apéndice 3.2).

Las estimaciones parecen indicar que la relación entre el consumo de energía per cápita y el PIB per cápita es de carácter no lineal. Los países de alto ingreso pueden sostener su tasa de crecimiento del PIB sin ningún o prácticamente ningún aumento del consumo de energía. De hecho, en algunos países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), el consumo de energía se ha mantenido constante en los últimos años (gráfico 3.3). En las economías de bajo y mediano ingreso, en cambio, el aumento de la demanda se ha ajustado al aumento del ingreso per cápita. La elasticidad-ingreso de la demanda de energía es cercana al valor unitario: un aumento del PIB real per cápita de 1% se traduce en un aumento de 1% en el consumo de energía per cápita. La experiencia de Corea es un buen ejemplo de esta relación uno a uno y, hasta la fecha, la demanda de energía de China se ha ajustado estrechamente a esa pauta (gráfico 3.4).

Teniendo en cuenta la relación empírica calculada anteriormente y las proyecciones más recientes de *Perspectivas de la economía mundial* del PIB per cápita de China, se prevé que, dados los precios actuales de mercado, el consumo de energía en ese país se duplicará para 2017 y se triplicará para 2025 con respecto al nivel de 2008. No obstante, aún está por verse si China podrá mantener una tasa de crecimiento tan alta. De hecho, a diferencia de Corea, China afecta a los precios del mercado mundial de fuentes de energía primaria, y el avance de

los precios podría limitar el crecimiento económico u ocasionar un desplazamiento hacia la baja de la relación entre la energía y el ingreso.

### ¿Cuáles son las perspectivas con respecto a la demanda de petróleo?

El crecimiento del PIB ha sido uno de los principales factores que ha impulsado la demanda de petróleo en las economías de mercados emergentes. El gráfico 3.5 muestra que el consumo per cápita de petróleo en Estados Unidos y otras economías de la OCDE se ha mantenido generalmente constante desde principios de los años ochenta, en tanto que en China ha aumentado rápidamente. En consecuencia, la proporción de China dentro del consumo mundial de petróleo aumentó de 6% en 2000 a casi 11% en 2010. Sin embargo, debido a que parte de una base más baja, el consumo de petróleo de China sigue siendo apenas la mitad del nivel de Estados Unidos (panel inferior)<sup>8</sup>.

Para cuantificar las perspectivas de escasez de petróleo, elaboramos primero estimaciones de la elasticidad-consumo del petróleo utilizando un enfoque de datos de panel<sup>9</sup>. Concretamente, se realiza una regresión del consumo per cápita del petróleo utilizando su valor rezagado, el precio real del petróleo en moneda local, un polinomio correspondiente al nivel del PIB real per cápita, la tasa de crecimiento del PIB y un conjunto de efectos fijos (véase el apéndice 3.2). El conjunto de datos comienza en 1990 e incluye 45 países. La muestra se divide en dos grupos utilizando la denominación amplia “Países de la OCDE” y “Países no miembros de la OCDE”. Juntos, representan el 84% del consumo mundial de petróleo en 2009. (En el apéndice 3.2 se examina

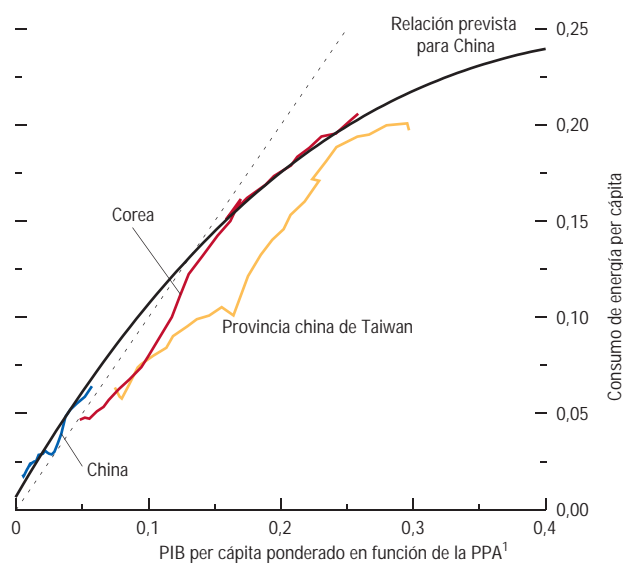
<sup>8</sup> En 2008, el carbón representaba un 71% del consumo total de energía en China, en tanto que el petróleo y el gas representaban solo 19% y 3%, respectivamente. En Estados Unidos, en cambio, el petróleo y el gas representaban 38% y 23%, respectivamente, de la energía total y el carbón, un 22% (Administración de Información Energética de Estados Unidos, *International Energy Outlook*, 2008).

<sup>9</sup> Entre los otros estudios que han intentado estimar la elasticidad-demanda del petróleo se cuentan Dargay y Gately (1995, 2010); Dargay, Gately y Huntington (2007); Gately y Hillard (2002); Huntington (2002); y Cooper (2003). Nuestro marco de referencia es diferente, al menos en cuanto a la selección del período muestral, la definición de los grupos de países y la especificación econométrica global.

### Gráfico 3.4. Consumo de energía primaria

(Cientos de miles de dólares de EE.UU. de 2005 en el eje de la abscisa; miles de millones de unidades térmicas británicas en el eje de la ordenada)

En general, en las economías de mercados emergentes se observa una relación uno a uno entre el ingreso y el aumento del consumo de energía per cápita. Hasta la fecha, la demanda de energía de China se ha ajustado estrechamente a esa pauta.

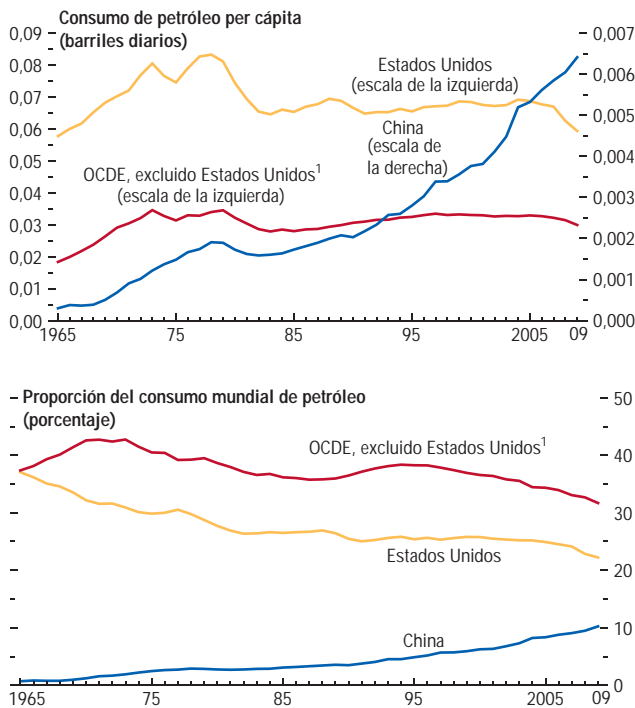


Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; Agencia Internacional de Energía; Banco Mundial, *World Development Indicators*, y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup> PPA = Paridad del poder adquisitivo.



**Gráfico 3.5. Consumo de petróleo en China y en algunas economías avanzadas**

Aunque el consumo de petróleo per cápita en Estados Unidos y otras economías de la OCDE<sup>1</sup> se ha mantenido constante en términos generales desde los años ochenta, en China ha aumentado rápidamente.



Fuentes: BP, *Statistical Review of World Energy*, junio de 2010; Banco Mundial, *World Development Indicators*, y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

también un grupo integrado por nueve grandes economías exportadoras de petróleo y el período de la muestra abarca hasta 1965)<sup>10</sup>.

Los resultados combinados de los países de la OCDE y los países no miembros de la OCDE apuntan a una elasticidad-precio a corto plazo muy baja, de alrededor de  $-0,02$  (cuadro 3.1)<sup>11</sup>. Ello implica que un aumento del precio del petróleo de 10% ocasiona una reducción de la demanda de petróleo de solo 0,2%. Aunque la elasticidad-precio a largo plazo es aproximadamente cuatro veces mayor, la cifra sigue siendo pequeña e implica que, después de 20 años, un aumento permanente de 10% del precio del petróleo reduce la demanda de petróleo 0,7%.

La elasticidad-ingreso a corto plazo es de alrededor de 0,68, lo cual implica que un aumento del ingreso de 1% va aparejado a un aumento de la demanda de petróleo de 0,68%. La elasticidad a largo plazo es considerablemente más baja, de 0,29. Este resultado indica que el consumo del petróleo ha sido considerablemente menos elástico en función del ingreso que la demanda de energía primaria, lo cual significa que la economía mundial ha estado sustituyendo petróleo (lentamente) por otras fuentes de energía<sup>12</sup>. Además, el hecho de que la elasticidad-ingreso sea mayor a corto que a largo plazo apunta a que el reajuste, en función del ciclo, de la respuesta del consumo de petróleo ante un shock del ingreso es en cierta medida excesivo. Por consiguiente, las respuestas iniciales, como las que ocurrieron durante de la reactivación mundial en 2009–10, posiblemente no sean representativas de las tendencias a más largo plazo.

<sup>10</sup>La dimensión multinacional ayuda a superar el problema del sesgo a la baja que suele surgir al elaborarse estimaciones de la elasticidad-precio de la demanda. En el apéndice 3.2 se analizan más detenidamente los aspectos relacionados con la identificación y se presentan verificaciones de la solidez.

<sup>11</sup>Las elasticidades combinadas son los promedios ponderados de las elasticidades de los grupos. Las ponderaciones son la normalización de las participaciones promedio en el consumo de petróleo en los últimos 10 años que, en el caso de los países de la OCDE y los que no son miembros de la OCDE, ascienden a 0,55 y 0,31, respectivamente. Por consiguiente, los dos grupos representan, en conjunto, 86% de la demanda de petróleo mundial durante el período en cuestión.

<sup>12</sup>En realidad, la proporción que el petróleo representa en el consumo total de energía primaria ha disminuido desde 1980, de 46% del total en 1980 a 34% en 2009.



**Cuadro 3.1. Elasticidad de la demanda de petróleo en función del precio y del ingreso***(Submuestra, 1990–2009)*

	Elasticidad a corto plazo		Elasticidad a largo plazo	
	Precio	Ingreso	Precio	Ingreso
Combinación de OCDE <sup>1</sup> y no OCDE	-0,019 [-0,028, -0,009]	0,685 [0,562, 0,808]	-0,072 [-0,113, -0,032]	0,294 [0,128, 0,452]
Países miembros de la OCDE	-0,025 [-0,035, -0,015]	0,671 [0,548, 0,793]	-0,093 [-0,128, -0,057]	0,243 [0,092, 0,383]
Países no miembros de la OCDE	-0,007 [-0,016, 0,002]	0,711 [0,586, 0,836]	-0,035 [-0,087, 0,013]	0,385 [0,193, 0,577]

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las elasticidades e intervalos de confianza medianos del 10° y 90° percentil de la distribución que se indican entre corchetes se estimaron mediante simulaciones de Monte Carlo. Las elasticidades a largo plazo se calcularon a 20 años.

<sup>1</sup>OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

La creciente importancia de las economías de mercados emergentes parece haber reducido la elasticidad-precio de la demanda mundial de petróleo (en valores absolutos) e incrementado su elasticidad-ingreso. Como se constata en el cuadro 3.1, la estimación puntual de la elasticidad-precio a corto plazo del grupo de países que no son miembros de la OCDE es mucho más baja que en los países de la OCDE (aunque no se mida con la misma precisión). La elasticidad-ingreso a corto plazo es solo ligeramente mayor que en los países miembros de la OCDE; no obstante, la elasticidad-ingreso a largo plazo es significativamente mayor (0,39) en el caso de las economías de mercados emergentes. No obstante, este valor es sustancialmente menor que la cifra correspondiente a la energía, que es casi 1, y el promedio ponderado de los dos grupos arroja una elasticidad combinada de solo 0,29. Estos resultados parecen indicar que, en lugar de volverse más eficientes en su consumo de energía, las economías han disminuido sustancialmente la intensidad con que consumen petróleo, incluso en las economías de mercados emergentes, en toda probabilidad como resultado de la creciente importancia que han adquirido otras fuentes de energía.

Es posible que la sorprendentemente baja sensibilidad del consumo de petróleo a los precios en los países miembros de la OCDE refleje la ausencia de desplazamientos a gran escala en el uso de combustibles desde principios de los años noventa. A principios de los años ochenta, la mayoría de los países de la OCDE sustituyeron gran parte del petróleo destinado a la generación de energía eléctrica. Tras la acusada alza del petróleo en relación con los precios

de otros combustibles fósiles en los años setenta, el sector de generación de electricidad reemplazó el petróleo por otros insumos (gráfico 3.6): algunos países volvieron al carbón (Estados Unidos, por ejemplo); otros incrementaron su capacidad nuclear (Francia, por ejemplo) o recurrieron a otras fuentes de energía. De hecho, cuando el período de la muestra se amplía para que incluya los años sesenta, las elasticidades-precio estimadas son mayores (véase el apéndice 3.2). Actualmente, sin embargo, el sector de generación de electricidad ya no es un importante consumidor de petróleo en los países de la OCDE o en las economías de mercados emergentes. De hecho, hoy en día el sector del transporte representa un 50% del consumo total de petróleo<sup>13</sup>. Una proporción sustancial de la parte restante corresponde al consumo del sector petroquímico y a otros usos al margen del sector de la generación de electricidad. Dada la tecnología actual, es más difícil sustituir el petróleo por otros factores en estos sectores, situación que explica el quiebre en las elasticidades estimadas.

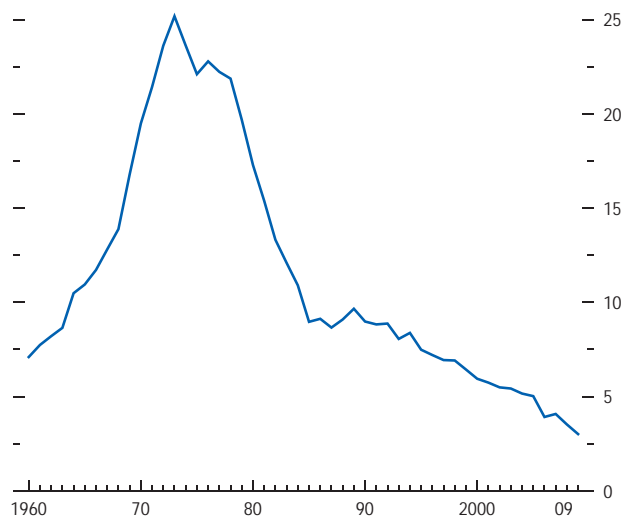
Aunque en los últimos años el petróleo no ha sido sustituido a gran escala, están surgiendo nuevas tecnologías alternativas en el sector del transporte. Prever las posibilidades de sustitución que estas tecnologías ofrecerán en los próximos años es una tarea difícil, pero no puede descartarse una gran sustitución a mediano plazo. Pese a que los problemas logísticos plantearán un desafío muy grande, si

<sup>13</sup> Este consumo abarca el combustible pesado utilizado en la aviación, el combustible utilizado en el transporte marítimo y el diesel (que consumen camiones, maquinaria industrial y automóviles).

### Gráfico 3.6. El gran traspaso: Proporción del petróleo en el sector eléctrico<sup>1</sup>

(Porcentaje de la producción total de electricidad en el eje de la ordenada)

Tras la acusada alza de los precios del petróleo con respecto a los de otros combustibles fósiles en los años setenta, el sector eléctrico de la mayoría de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos dejaron de usar petróleo para generar energía eléctrica a comienzos de la década de los ochenta.



Fuentes: Agencia Internacional de Energía y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>Electricidad generada con petróleo dividida por la producción total de electricidad.

el precio del petróleo se mantiene por encima de un determinado nivel se alcanzará un umbral más allá del cual las opciones se volverán económicamente viables<sup>14</sup>. Un factor que mitigará dichos problemas es que, en las economías de mercados emergentes, una buena parte de la infraestructura y del sistema de distribución sigue estando subdesarrollada y, a diferencia de las economías avanzadas, retrasar la adopción de nuevas tecnologías hasta que la infraestructura y los equipos actuales se vuelvan obsoletos será menos necesario. Por consiguiente, es concebible que la sensibilidad a los precios de la demanda de petróleo (que es actualmente baja) pudiera volver a aumentar, no solo en las economías de la OCDE sino también en las economías emergentes y en desarrollo.

#### ¿Cuáles son las perspectivas de la oferta de petróleo?

Las perspectivas dependen en gran medida de las limitaciones de producción que existen en algunas de las principales economías productoras debido a que sus yacimientos petrolíferos han alcanzado la fase de madurez; es decir, la etapa en que la producción del yacimiento deja de subir o empieza a disminuir. Estas limitaciones se volvieron evidentes cuando la producción mundial de petróleo crudo se estancó durante el auge económico mundial de mediados

<sup>14</sup>El siguiente cálculo permite hacerse una idea del valor de este umbral. Supongamos que la prima de costo de un automóvil eléctrico enchufable ascienda actualmente a \$2.000, amortizado sobre una base anual. Asimismo, si suponemos que los conductores asignan a las limitaciones de kilometraje y de orden logístico propias de los vehículos eléctricos un valor de \$1.000 por año, y sumando todos los costos, obtenemos una prima total de \$3.000 con respecto a los automóviles de motor a gasolina. El próximo paso es calcular el punto de equilibrio en que la diferencia entre los costos de operación de un vehículo eléctrico y los de un vehículo de motor a gasolina sea equivalente al valor de la prima. En 2008, el consumo de combustible por vehículo en Estados Unidos ascendió, en promedio, a unos 600 galones (véase *Federal Highway Administration, 2008*, cuadro VM-1), en tanto que el precio de la gasolina al por menor es aproximadamente 0,035 veces el precio del petróleo importado más impuestos. Si fijamos el precio minorista de la electricidad para automóviles en un 20% del precio de la gasolina en 2008, obtenemos que el precio al que el petróleo importado en Estados Unidos deja de ser económicamente viable con respecto a sus alternativas es de unos \$155. Otros factores importantes podrían ajustar el resultado de este cálculo simplificado: a la baja, por ejemplo, si aumentaran los costos marginales de incrementar la producción desde niveles muy bajos y, al alza, si se mejorara la tecnológicas y aumentaran los rendimientos de escala en la producción de vehículos eléctricos.

de la década de 2000 (gráfico 3.7, panel superior izquierdo)<sup>15</sup>. Aunque la mayoría de los declives relacionados con la madurez de los yacimientos se han observado en economías que no son miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), incluido Rusia, algunos productores de la OPEP —entre ellos, Arabia Saudita— supuestamente enfrentan también limitaciones derivadas de la madurez de sus yacimientos (gráfico 3.7, panel superior derecho)<sup>16</sup>.

La fase de madurez es parte del ciclo de vida normal de un yacimiento petrolífero (recuadro 3.1). Lo novedoso desde fines de los años noventa es que esta fase empezó a afectar a la oferta de los principales países productores, comenzando por los yacimientos del Mar del Norte. Las resultantes limitaciones para la producción de los países que no son miembros de la OPEP se pusieron de manifiesto a principios de la década de 2000, cuando la demanda de petróleo empezó a crecer en forma inesperada y, paralelamente, la capacidad ociosa de la OPEP disminuyó.

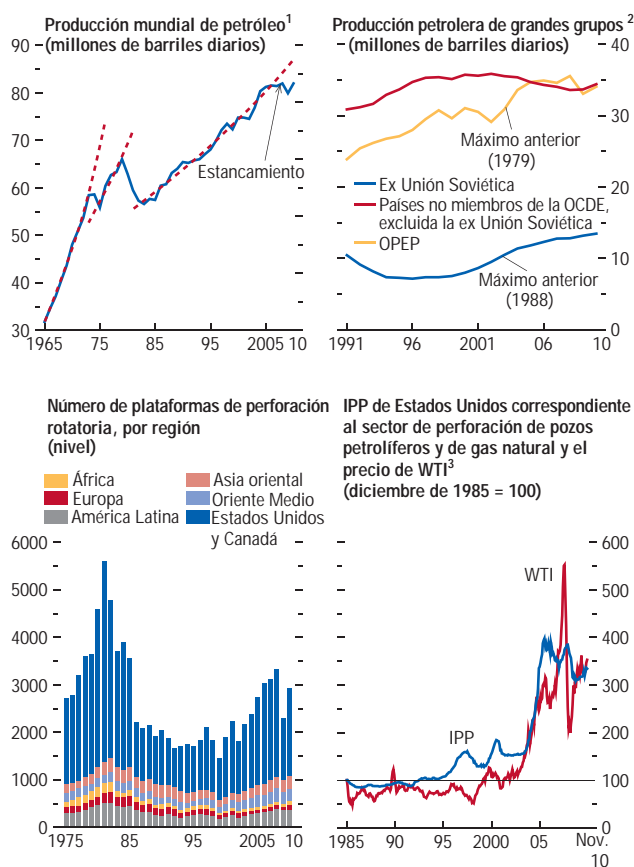
Con miras al futuro, el interrogante clave es de qué manera afectará a las perspectivas mundiales de oferta de petróleo el cuantioso, y probablemente creciente, número de yacimientos petrolíferos maduros. Concretamente, el estancamiento general de la producción petrolera de los últimos cinco años, ¿es de carácter transitorio o es más permanente? La respuesta depende de la medida en que la disminución de la producción de yacimientos en fase de maduración pueda contrarrestarse holgada y permanentemente con una mayor producción de los depósitos descubiertos recientemente, con pozos conocidos pero aún no explotados, o con una mayor recuperación de yacimientos existentes, incluidos los que están madurando (véase *World Energy Outlook*, 2008, AIE). Lograr tal reequilibrio exigirá inversiones continuas y de gran envergadura, tarea que, según la experiencia de los últimos cinco años, constituye un desafío inmenso.

<sup>15</sup> Aunque los resultados de mercado reflejan tanto la evolución de la demanda como de la oferta, es difícil atribuir el estancamiento exclusivamente a factores diferentes de las nuevas limitaciones de la oferta, dada la combinación de avance de los precios y elasticidades-precio de la oferta positivas, aunque pequeñas, así como la información acerca de otros factores (por ejemplo, las interrupciones causadas por conflictos). Véase Hamilton (2009).

<sup>16</sup> Véase, por ejemplo, Sorrell *et al.* (2010).

**Gráfico 3.7. Evolución del mercado mundial del petróleo**

La producción mundial de crudo se estancó en términos generales durante el auge económico internacional de mediados de la década de 2000, en particular en los países que no son miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo. El desfase entre la planificación de la inversión y la ejecución parece ser el desafío a mediano plazo.



Fuentes: Baker Hughes; BP, *Statistical Review of World Energy*, y Haver Analytics.

<sup>1</sup>Tendencia lineal por tramos.

<sup>2</sup>OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo.

<sup>3</sup>IPP: índice de precios al productor; WTI: variedad de crudo West Texas Intermediate.

La información de que se dispone actualmente parece indicar que el desafío no se debe a una falta de interés en invertir, sino al desfase entre la planificación y la ejecución de la inversión. Como era de prever, tras el sostenido aumento de los precios, la actividad de inversión en el sector petrolero repuntó, en parte gracias a la explotación más costosa de recursos submarinos ultraprofundos o de fuentes no convencionales. La actividad de perforación —componente integral de la exploración y desarrollo del sector petrolero— registró un notable aumento durante la última década (gráfico 3.7, panel inferior izquierdo). Asimismo, según estimaciones de Goldman Sachs (2010), los proyectos petroleros incluidos en su clasificación de los 280 proyectos energéticos más grandes alcanzarán una producción máxima de unos 28 millones de barriles diarios en 2020<sup>17</sup>. De ejecutarse y completarse estos proyectos, ese monto podría contrarrestar con creces el declive de los yacimientos activos, hasta una tasa de disminución agregada de un 5% (actualmente, la tasa de disminución estimada, ponderada en función de la producción, asciende a entre 4% y 4½%).

Pese a la mayor actividad de inversión, las mejoras en la ejecución de los proyectos han sido lentas. Como ya se señaló, en los sectores minero y petrolero, la etapa de construcción puede crear desfases de 10 años o más, dependiendo de la complejidad del proyecto. La reactivación de la inversión en el sector a principios de la década de 2000, por lo tanto, no dio lugar a mejoras inmediatas de la capacidad, y la disminución de la inversión entre mediados de los años ochenta y fines de los años noventa siguió acarreado efectos heredados. Dichos efectos se disiparán solo lentamente porque algunos de los proyectos nuevos iniciados en los últimos años no incrementarán la capacidad hasta 5–10 años más tarde.

La ejecución de los proyectos de inversión también se ha visto obstaculizada por el auge de los costos de inversión y cuellos de botella inesperados en los servicios relacionados con la inversión petrolera. Como se constata en el panel inferior derecho del gráfico 3.7, uno de los indicadores del costo de

la inversión —el índice de precios al productor de Estados Unidos en el sector de la perforación de pozos petrolíferos y de gas natural— llegó prácticamente a triplicarse entre 2003 y 2005, lo que hace pensar que los incentivos de la inversión fueron relativamente más débiles. A su vez, los problemas derivados del aumento de los costos y la presencia de cuellos de botella dieron lugar a que los inversionistas tomaran una actitud más cautelosa, con lo cual disminuyó el número de proyectos aprobados en 2007–08. Aunque los costos de inversión disminuyeron después de la Gran Recesión, siguen siendo mucho más altos en valores reales. Análogamente, pese a que los cuellos de botella en los servicios de inversión petrolera se han reducido, siguen estando presentes y es probable que se corrijan solo lentamente.

Los aumentos de la capacidad también se ven frenados por restricciones sobre la inversión petrolera —al margen de consideraciones de contaminación u otras externalidades ecológicas— que han limitado la respuesta global de la inversión ante el aumento de los precios<sup>18</sup>. En primer lugar, hay muchos ámbitos en que la participación de inversionistas extranjeros está esencialmente prohibida y en que los únicos protagonistas que los desarrollan son empresas petroleras nacionales. Aunque algunas de estas empresas han incrementado el gasto de capital en respuesta al aumento de los precios, otras se han visto limitadas por consideraciones presupuestarias a corto plazo. Asimismo, es posible que la falta de participación extranjera impida las mejoras que hacen falta en la tecnología de exploración y desarrollo. Segundo, el aumento de los precios del petróleo también ha suscitado cambios en el entorno reglamentario, sobre todo en los regímenes tributarios y de propiedad, que han elevado los costos o reducido la rentabilidad y, por ende, han frenado la inversión.

Contra este telón de fondo, es probable que la capacidad neta aumente solo gradualmente. En la coyuntura actual y a pesar de las iniciativas de inversión en marcha, parece poco probable que la producción petrolera pueda volver a una tasa de crecimiento tendencial de 1,8%, como ocurrió

<sup>17</sup>Según estimaciones de Goldman Sachs (2010), el valor neto actualizado de estos proyectos se vuelve positivo cuando el precio del petróleo supera el nivel de \$80 el barril (en dólares de EE.UU. constantes).

<sup>18</sup>Véase un análisis más detenido en el recuadro 1.5 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*.

durante el período 1981–2005, dadas las continuas disminuciones en la capacidad de los yacimientos de algunos de los principales productores<sup>19</sup>. En otras palabras, las perspectivas son que disminuya la tasa de crecimiento tendencial de la oferta de petróleo. Según las actuales proyecciones a mediano plazo de la Agencia Internacional de Energía (AIE, 2010a y 2010b), por ejemplo, en los próximos cinco años, los nuevos aumentos de la capacidad neta serán reducidos (gráfico 3.8). Puesto que los aumentos de la capacidad son los principales factores que impulsan el crecimiento de la oferta —la elasticidad-precio de la oferta a corto plazo es muy baja (según la mayoría de las estimaciones, varía entre 0,01 y 0,1)— es probable que los aumentos de la oferta sean igualmente bajos si no se tiene en cuenta el margen de aumento que ofrece la capacidad excedentaria de la OPEP<sup>20</sup>. Actualmente, se calcula que esta última asciende a unos 6 millones de barriles diarios. Suponiendo que tarde o temprano se recurrirá a entre dos tercios y cuatro quintos de esa capacidad excedentaria, la tasa de crecimiento acumulativa de la oferta de petróleo durante 2011–15 podría ascender a entre 6% y 8% —o sea, un promedio anual de 1¼% a 1½%—, siempre que el precio del petróleo se mantenga generalmente constante en valores reales<sup>21</sup>.

Es probable que parte de la disminución de la tendencia de la oferta de petróleo ya esté reflejada en el precio actual. No obstante, las previsiones del alcance y la velocidad de la acumulación de capacidad suelen caracterizarse por un alto grado de incertidumbre. De hecho, fue común que la tasa de ejecución de proyectos se sobrestimara en los últimos años, y algunos de los factores de riesgo fundamentales siguen estando presentes.

<sup>19</sup> Excluimos del cálculo todos los periodos de turbulencia en los mercados internacionales de petróleo; por ejemplo, principios de los años ochenta y el período posterior a 2005, que, como demuestra Hamilton (2009), ya presentaba una tasa de crecimiento del producto inferior a la tasa tendencial. Una desaceleración también sería congruente con la proyección de la inversión del sector petrolero que Goldman Sachs elaboró sobre la base de la lista de los 280 proyectos más importantes mencionados anteriormente.

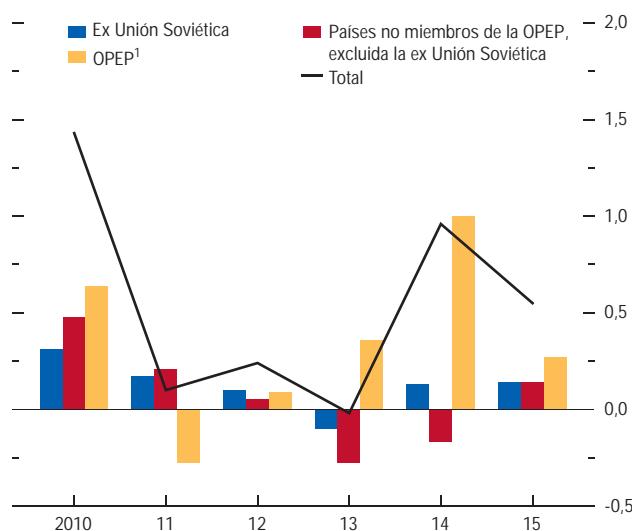
<sup>20</sup> Véanse, por ejemplo, en Déés *et al.* (2007) estimaciones recientes de las elasticidades de la oferta.

<sup>21</sup> Esto supone que la OPEP mantiene una capacidad excedentaria de reserva de 2 millones de barriles diarios, nivel acorde con sus intenciones declaradas.

### Gráfico 3.8. Aumento proyectado de la capacidad de producción de crudo

(Millones de barriles diarios)

Pese a la actual actividad de inversión, la capacidad neta de producción de crudo aumentará solo ligeramente a mediano plazo dados los continuos declives de los yacimientos en algunos de los grandes productores.



Fuentes: Agencia Internacional de Energía, *Medium-Term Oil Market Report*, junio de 2010 y actualización de diciembre de 2010.

<sup>1</sup>Incluida la capacidad excedentaria. OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo.

Entre estos factores se cuentan la incertidumbre en torno a los desfases de la etapa de construcción de los proyectos; los costos de inversión, que podrían aumentar si la economía mundial sigue ampliándose rápidamente, y los riesgos de los regímenes de inversión. Además, existe considerable incertidumbre con respecto a las futuras tasas de disminución de los yacimientos en fase de maduración (véase el recuadro 3.1). Por último, sigue habiendo riesgos geopolíticos, tanto a corto como a largo plazo, y las variaciones de la escasez petrolera podrían ir acompañadas de variaciones de las cuotas de mercado de los grandes productores. Por consiguiente, hay riesgos de que la escasez de petróleo sea mayor de lo previsto. Las posibilidades varían desde mayores desaceleraciones de la tasa de crecimiento tendencial de la oferta hasta una disminución absoluta en la producción petrolera, ya sea transitoria o permanente<sup>22</sup>.

### ¿Cuáles son las implicaciones de la escasez de petróleo?

La principal razón por la que la escasez de petróleo podría continuar —y, de hecho, aumentar— es la tensión entre, por una parte, una desaceleración de las tendencias de la oferta de  $\frac{1}{4}\%$ – $\frac{1}{2}\%$ , que está sujeta a nuevos riesgos a la baja, y, por la otra, el fuerte impulso de la tasa de crecimiento de la demanda de petróleo, que es atribuible principalmente al rápido aumento del ingreso en las economías de mercados emergentes.

La proyección actual de *Perspectivas de la economía mundial* es que la tasa anual de crecimiento del PIB mundial se situará, en promedio, en un 4,6% durante el período 2011–15. El grado de tensión que generen en el mercado tasas de crecimiento mundial de esta magnitud dependerá de la elasticidad-ingreso de la demanda de petróleo. De mantenerse la elasticidad-ingreso a corto plazo a escala mundial en 0,68 (tasa estimada en la sección anterior) durante la totalidad del período

<sup>22</sup> Las proyecciones a mediano plazo elaboradas recientemente por la Energy Information Administration de Estados Unidos, por ejemplo, parecen indicar una tasa de crecimiento anual de la capacidad de producción de petróleo de 0,9% durante el período 2011–15. Entre los otros escenarios a mediano plazo que prevén a lo más una baja tasa de crecimiento tendencial se cuentan los de British Petroleum (2011) y Shell (2011).

2011–15, el crecimiento de la demanda de petróleo se mantendrá por encima de la tasa de aumento de la producción, suponiendo precios invariables. Puesto que las elasticidades-precio son muy bajas, el aumento sustancial de los precios es lo único que lograría equilibrar el mercado, como se desprende del siguiente ejemplo. Suponiendo que los precios no varíen, si la oferta de petróleo aumentara 1,5%, la tasa de crecimiento de la demanda de petróleo superaría la de la oferta en unos 1,5 puntos porcentuales ( $4,6 \times 0,68 - 1,5$ ). Suponiendo que la elasticidad-precio de la demanda sea  $-0,02$  y que no haya ninguna respuesta por el lado de la oferta, el precio del petróleo tendría que aumentar 75% para que el mercado se reequilibrara.

Suponer que la respuesta de la oferta es cero es, evidentemente, poco realista. Es más, como se explicó anteriormente, hay sólidas pruebas de que la elasticidad-ingreso es más baja a más largo plazo que a corto plazo<sup>23</sup>. Por lo tanto, la tensión entre una tasa de crecimiento de la oferta de magnitud moderada y una alta tasa de crecimiento económico mundial podría resolverse con aumentos de los precios más pequeños y, probablemente, más graduales, suponiendo una cierta moderación paralela de la demanda. Sin embargo, dados los considerables riesgos de que disminuya la oferta, los riesgos de escasez de petróleo se mantendrán.

La escasez de petróleo también debe considerarse en el contexto del conjunto del mercado energético. Si la oferta de otras fuentes de energía primaria siguiera aumentando más rápidamente que la oferta de petróleo, podría sustentarse la dinámica anterior en que el crecimiento de la demanda de petróleo es relativamente más lento, en un entorno de rápida expansión del PIB. Por ahora, la situación parece prometedora. Concretamente, la “revolución” del gas de esquisto podría cambiar las reglas del juego y sentar las bases de un mercado de gas natural de alcance más internacional (recuadro 3.2). El gas natural también podría empezar a ser viable en usos que hasta ahora han dependido casi exclusivamente del petróleo, incluido el transporte.

<sup>23</sup> En el presente análisis de la demanda de petróleo, la elasticidad-ingreso combinada es de 0,29 durante un horizonte temporal de 20 años.



## La escasez del petróleo y la economía mundial

Para evaluar las implicaciones de una mayor escasez de petróleo para el crecimiento de la economía mundial y los desequilibrios en cuenta corriente, a continuación se utiliza un análisis de simulación basado en el Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial (GIMF) del FMI, que es un modelo de equilibrio general dinámico de alcance multirregional<sup>24</sup>. Este modelo reúne varias características que han demostrado ser importantes para replicar el comportamiento del mundo real, incluidos los horizontes finitos de planificación de los hogares y las empresas, el ajuste gradual de los precios y los salarios nominales frente a cambios imprevistos, y vínculos macrofinancieros a través de un acelerador financiero. La versión utilizada en el presente análisis abarca seis regiones económicas: los exportadores de petróleo, Estados Unidos, la zona del euro, Japón, las economías emergentes de Asia y los países restantes. Se supone que todas las regiones tienen tipos de cambio flexibles.

En la simulación principal se consideran los efectos de una desaceleración de la tasa de crecimiento tendencial de la producción mundial de petróleo en un entorno controlado (gráfico 3.9)<sup>25</sup>. Los motivos por los que se realizó este experimento derivan del análisis en las secciones anteriores sobre las perspectivas de la demanda y oferta de petróleo. Dado que estas perspectivas están sujetas a una gran incertidumbre, en la simulación se supone que los protagonistas económicos se sorprenden cuando la tasa de crecimiento de la oferta de petróleo empieza a disminuir<sup>26</sup>. En la presente sección se consideran, además, tres escenarios para examinar el impacto

<sup>24</sup> Véase una presentación de la estructura del GIMF en Kumhof, Muir y Mursula (2010). En Kumhof y Laxton (2007, 2009), Freedman *et al.* (2010) y Clinton *et al.* (2010) figuran aplicaciones del GIMF.

<sup>25</sup> El gráfico 3.9 contiene también una lista completa de los países incluidos en cada grupo.

<sup>26</sup> Se supone que los protagonistas toman conciencia inmediata y completamente del alcance de la escasez de petróleo. En la práctica, es posible que la información sea incompleta y que los protagonistas solo se enteren con el tiempo del pleno alcance de la escasez. Aunque la principal consecuencia de esta demora sería un efecto inicial más pequeño, desde el punto de vista cualitativo, los resultados siguen siendo, en general, similares.

que podrían provocar las variaciones de parámetros significativos.

### ¿Qué modelo se empleó y cómo se calibró?

Para comprender el impacto económico de la escasez de petróleo a escala mundial, deben examinarse algunos aspectos relacionados con la forma en que se ha configurado el modelo. La principal diferencia entre esta configuración y la versión estándar del GIMF es que, después del capital y la mano de obra, el petróleo es el tercer factor de producción de la economía y el segundo factor de consumo final, después de los bienes y servicios. El precio y la disponibilidad del petróleo, por lo tanto, afectan tanto a las posibilidades de producción como a las de consumo.

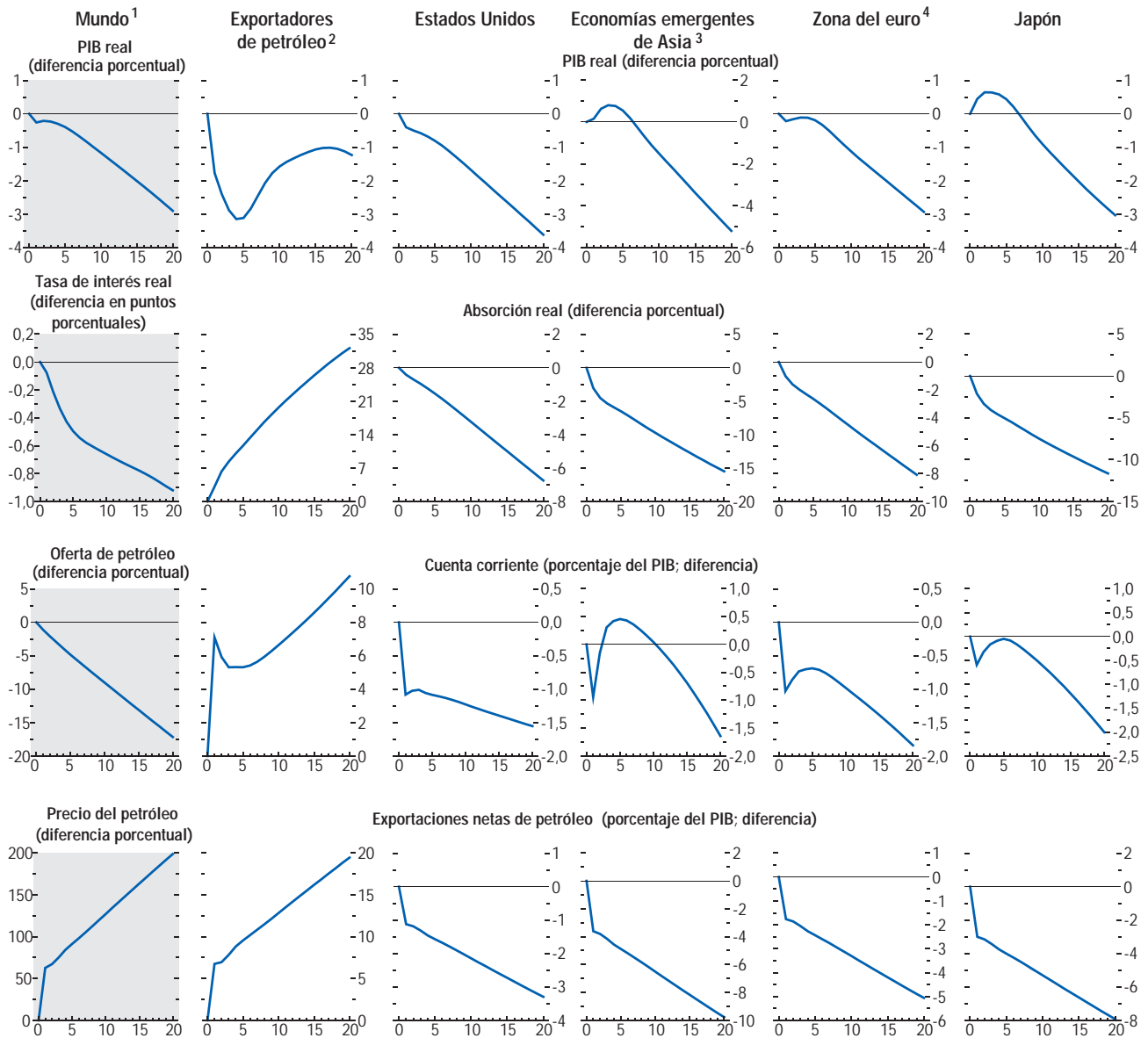
La reacción de la demanda de petróleo ante variaciones de los precios, que refleja la medida en que otros insumos pueden sustituir al petróleo, es un parámetro importante que determina el impacto de las variaciones en las condiciones del mercado. En el escenario de referencia de la simulación, se supone que la elasticidad-precio a largo plazo de la demanda de petróleo, tanto por el lado de la producción como del consumo, equivale a 0,08, y que la elasticidad a corto plazo es aproximadamente 0,02. Estas cifras son congruentes con las estimaciones de la muestra del período 1990–2009 calculadas en la sección anterior.

Otro parámetro importante es la contribución del petróleo al producto, que en el caso del escenario de referencia se determinará en función de la participación del petróleo en el costo. Sobre la base de datos históricos recientes, dicha contribución se ha calibrado en 2%–5%, según el sector o región en cuestión.

La oferta de petróleo consta de varios elementos. En primer lugar, los recursos naturales de petróleo son exógenos. Se supone que la tasa de aumento de esos recursos es inferior a la tendencia histórica. Este elemento representa las limitaciones que la maduración de los yacimientos impone sobre la oferta mundial de petróleo, las cuales se examinaron anteriormente. El segundo elemento es que la oferta reacciona en forma positiva cuando los precios del petróleo aumentan, pero la elasticidad-precio es baja (0,03). El tercer elemento es el costo de extracción. Al respecto, se supone que al principio el 40% de los ingresos del

**Gráfico 3.9. La escasez de petróleo y la economía mundial: Escenario de referencia**  
(Años en el eje de la abscisa)

Este escenario considera los efectos de una desaceleración de la tasa de crecimiento tendencial de la producción mundial de petróleo de 1 punto porcentual por año, hasta el regreso a la tasa de crecimiento inicial en el año 25.



Fuente: Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial (GIMF).

<sup>1</sup>Mundo: El total de los países representa un 78,78% del PIB mundial.

<sup>2</sup>Exportadores de petróleo: Angola, Arabia Saudita, Argelia, Azerbaiyán, Bahrein, Canadá, los Emiratos Árabes Unidos, Guinea Ecuatorial, Iraq, Kuwait, Libia, México, Nigeria, Noruega, Omán, Qatar, República del Congo, Rusia y Venezuela.

<sup>3</sup>Economías emergentes de Asia: China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia.

<sup>4</sup>Zona del euro: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovenia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Italia, Irlanda, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Portugal y la República Eslovaca.

petróleo debe destinarse a la adquisición de insumos de bienes intermedios; posteriormente, el costo real de extracción por barril de petróleo aumenta a una tasa anual constante de 2%<sup>27</sup>.

Otro elemento importante para delinear los efectos de la escasez de petróleo es el uso de las rentas del petróleo, que equivalen a la diferencia entre el precio de mercado y los costos de extracción. Estas rentas se distribuyen entre el sector privado nacional y el gobierno. En las economías avanzadas, se supone que el gobierno recibe solo una proporción muy pequeña de esos ingresos, pero en los países exportadores de petróleo recibe 90%. Al respecto, el supuesto fundamental es que el gobierno no gasta los fondos adicionales inmediatamente sino que, por el contrario, los acumula en un fondo en dólares de EE.UU. que gasta a una tasa anual de 3%. Por consiguiente, uno de los efectos clave de un aumento del precio del petróleo es que el ahorro mundial aumenta acusadamente porque la propensión del gobierno de financiar su consumo con los ingresos del petróleo es baja.

Por último, aunque el GIMF es idóneo para realizar un análisis a mediano y largo plazo, es posible que otros factores complejos no incluidos en el modelo (por ejemplo, las características del shock del petróleo, su transmisión a través de los mercados financieros o los efectos de confianza) desempeñen una función a corto plazo que amplifica la respuesta inicial del producto ante un shock de la escasez de petróleo. En el recuadro 3.3 se analizan más detenidamente las características del problema y los cauces de amplificación más pertinentes examinados en los estudios especializados.

### ¿Qué efecto tendrá la tendencia de menor oferta de petróleo sobre la economía mundial?

En la simulación del escenario de referencia, se analiza el impacto de una desaceleración de la tasa promedio de aumento de la producción mundial de petróleo de 1 punto porcentual por debajo de la tendencia histórica, a partir del año 1 y hasta que

<sup>27</sup> Juntos, el segundo y el tercer elemento imitan la posibilidad de reemplazar el petróleo crudo de fuentes convencionales con petróleo de fuentes no convencionales más costosas (véase, por ejemplo, *World Energy Outlook*, 2008, AIE, pág. 218).

esta tasa vuelve a situarse en la tasa de crecimiento inicial en el año 25. En el gráfico 3.9 se indican los efectos sobre una serie de variables, expresados como la desviación en puntos porcentuales (o porcentaje) con respecto a una situación en que la producción de petróleo sigue su tasa de crecimiento tendencial histórica de 1,8%.

Empezando por el efecto mundial, la imprevista y persistente reducción de la tasa de aumento de la oferta de petróleo da lugar a un alza inmediata y súbita del precio del petróleo de aproximadamente 60%. Esa reacción refleja la muy baja elasticidad a corto plazo de la demanda de petróleo. Puesto que la disminución de la oferta es persistente, a partir de entonces el precio real del petróleo sigue aumentando, porque el equilibrio de mercado requiere una cierta “destrucción de la demanda”. A 20 años, el aumento acumulado del precio del petróleo es de aproximadamente 200%.

La menor disponibilidad de petróleo y los consiguientes aumentos del precio del petróleo dan lugar, a más largo plazo, a una disminución del PIB de los países importadores de petróleo. A corto y mediano plazo, sin embargo, el ajuste mundial es resultado de la transferencia de riqueza de los países importadores de petróleo hacia los países exportadores de petróleo, lo cual produce efectos considerables sobre los flujos comerciales y de capital. Gracias al aumento del precio del petróleo, los ingresos y la riqueza de los exportadores de petróleo aumentan en forma sostenida. En consecuencia, la demanda interna (absorción interna) aumenta más que el PIB, a una tasa anual superior a 1,5%. El aumento del gasto genera mayores presiones al alza sobre los precios internos y una considerable apreciación real de la moneda nacional. Ello reduce el producto del sector de bienes transables (excluido el petróleo) y, por ende, el PIB baja más de 3% en los primeros cinco años, y luego se recupera a medida que el gasto público empieza a consumir parte del creciente fondo petrolero. Para este grupo de economías, la mejora de la cuenta corriente, que equivale a un 6% del PIB a corto plazo y a más de 10% después de 20 años, es atribuible en su totalidad al aumento del valor de las exportaciones de petróleo. Con respecto al PIB, las exportaciones de bienes disminuyen y la cuenta corriente no petrolera se deteriora. Sin embargo, la muy baja propensión

del gobierno a sufragar su consumo con el fondo petrolero significa que la magnitud de ese deterioro se mantiene moderada. Con el tiempo, debido a la menor disponibilidad de petróleo, la absorción interna de los importadores de petróleo disminuye a una tasa anual de entre 0,35% y 0,75%, según la región. Aunque el PIB de estos países también disminuye, en un inicio dos efectos compensatorios respaldan el producto. El primero, y el más importante, es la escalada de las exportaciones de bienes a los países importadores de petróleo para satisfacer su creciente demanda interna. El segundo efecto es una escalada de la demanda de inversión en respuesta a las menores tasas de interés reales a escala mundial. Esto se debe a que el aumento de los ingresos petroleros de los países exportadores de petróleo, que recaudan principalmente los gobiernos, ocasiona un aumento del ahorro que reduce las tasas de interés reales mundiales en casi 100 puntos básicos durante 20 años<sup>28</sup>. Este efecto recuerda el auge internacional del crédito de los años setenta y principios de los años ochenta que se produjo tras registrarse grandes aumentos del precio del petróleo. En esta etapa del ajuste, las diferencias regionales entre los países importadores de petróleo obedecen principalmente a las diferencias en la solidez de sus vínculos de exportación con los países exportadores de petróleo, y se observa que el PIB de Japón y el de las economías emergentes de Asia son los que más se benefician del auge del consumo en esa región. Además, las economías emergentes de Asia se benefician más de la disminución de las tasas de interés reales mundiales, porque su propensión a invertir es más alta. Los desequilibrios mundiales se agravan a corto y mediano plazo en este escenario. En Estados Unidos y la zona del euro, la situación en cuenta corriente se deteriora al aumentar el precio de las importaciones de petróleo; entre tanto, durante un largo periodo de transición la cuenta corriente de las regiones con superávits mejora (economías emergentes de Asia) o se mantiene prácticamente invariable (Japón) a medida que sus exportaciones de bienes a los países exportadores de petróleo aumentan. Sin embargo, los efectos a largo plazo no son particularmente grandes: llegado el año 20, la situación en cuenta corriente de los

<sup>28</sup> Después de 20 años, no tardan en aumentar nuevamente, a medida que el gobierno empieza a gastar una proporción cada vez mayor de sus fondos petroleros acumulados.

países importadores de petróleo se deteriora a razón de entre 1,5 y 2 puntos porcentuales del PIB. Esto se explica por la proporción relativamente baja que el petróleo representa en sus costos agregados.

En la simulación del escenario de referencia, los efectos sobre el producto a más largo plazo no son muy graves. En el caso de los países importadores de petróleo, la reducción acumulativa del producto después de 20 años asciende a entre 3% (Japón, zona del euro) y 5% (economías emergentes de Asia), niveles correspondientes a tasas anuales de 0,15%–0,25%, frente a una situación en que la producción de petróleo se ajusta a las tendencias del pasado. Las discrepancias regionales en la magnitud de los efectos a largo plazo sobre el producto reflejan diferencias en la proporción del petróleo en la producción y el consumo. En el caso de los países exportadores de petróleo, la reducción inicial del producto real que ocasiona la disminución de la producción de petróleo también se ve amplificada por el deterioro de la balanza comercial no petrolera debido a la apreciación real de la moneda.

### Otros escenarios

En esta sección se examina la sensibilidad de los resultados del marco de referencia a tres de los supuestos subyacentes, a saber, la función que desempeña la elasticidad-precio de la demanda del petróleo, el efecto de un shock de mayor magnitud en las tendencias de la oferta de petróleo, y la importancia del petróleo para la producción agregada. En los gráficos correspondientes, los resultados de la simulación de referencia se presentan mediante una línea continua azul, y los resultados de los otros escenarios mediante una línea punteada roja.

#### *Escenario 1: Mayor sustitución del petróleo por otras fuentes de energía*

En el primer escenario alternativo se considera lo que sucedería si la elasticidad-precio de la demanda a largo plazo fuese mayor, posibilidad congruente con el mayor grado de sustitución del petróleo cuando el precio del petróleo es alto. El escenario se basa en una elasticidad a largo plazo más elevada y optimista (0,3), casi cinco veces más que la utilizada en el marco de referencia. La viabilidad de la sustitución más elevada es incierta porque es difícil predecir

la trayectoria de los avances tecnológicos necesarios para alcanzar ese grado de sustitución<sup>29</sup>.

En este escenario, después de 20 años el precio mundial del petróleo aumenta solo 100%, en lugar de 200% en el caso del escenario de referencia (gráfico 3.10). Esto reduce la caída del producto mundial en dos tercios y aún más en el caso de los países importadores de petróleo. La evolución a más largo plazo de la cuenta corriente también es mucho más favorable, principalmente porque la mayor facilidad con que puede sustituirse el petróleo permite a los países importadores mantener equilibrado su saldo neto de importación de petróleo. Esta simulación pone de manifiesto que las elasticidades de demanda tendrían que ser bastante altas para anular los efectos de la menor disponibilidad de petróleo.

### **Escenario 2: Reducciones más grandes en la producción petrolera**

En otro escenario se consideran las implicaciones de un supuesto más pesimista con respecto a la disminución de la producción mundial de petróleo —de 3,8%, en lugar de 1% anual— conjugado con un aumento anual de los costos reales de extracción por barril de 4% en lugar de 2% (gráfico 3.11). Esto implica que, a menos que se registre un aumento como resultado de una respuesta de la oferta al aumento de los precios, la producción petrolera disminuye anualmente a razón de 2%, posibilidad que refleja las inquietudes de quienes sostienen que la oferta de petróleo ya ha tocado máximos y disminuirá rápidamente<sup>30</sup>. En este escenario, los efectos a largo plazo sobre el producto y la cuenta corriente son entre tres y cuatro veces mayores que en el marco de referencia, lo que significa que se acrecientan en aproximadamente la misma proporción que la magnitud del shock. La disminución anual de la absorción de los países importadores durante el período en cuestión es ahora del orden de 1,25% a 3%, en tanto que la de los países exportadores de petróleo

<sup>29</sup> Hirsch, Bezdek y Wendling (2005, 2010), por ejemplo, examinan otros combustibles y tecnologías como alternativas y concluyen que una sustitución del petróleo a gran escala tendría un costo extremadamente elevado y llevaría mucho tiempo. Véase también Ayres (2007).

<sup>30</sup> Sorrell *et al.* (2010) ofrecen una reseña y señalan que varios estudios prevén, a partir del futuro cercano, disminuciones mundiales absolutas de por lo menos 2%.

aumenta a una tasa anual de más de 6%. El deterioro de la cuenta corriente de los países importadores de petróleo es también mucho más grave, y a largo plazo promedia 6–8 puntos porcentuales del PIB.

La característica más llamativa de este escenario es, sin embargo, que una reducción de la oferta de esta magnitud exigiría inicialmente alzas del precio del petróleo de más de 200% en el impacto, y de 800% después de 20 años. Una variación de los precios relativos de esa magnitud no tiene precedentes y es probable que tenga un efecto no lineal sobre la actividad que el modelo no capta adecuadamente. Asimismo, el aumento del ahorro mundial que presupone este escenario es tan grande que varias regiones podrían, después de los primeros años, registrar tasas de interés nominales de casi cero, lo que dificultaría la formulación de la política monetaria.

### **Escenario 3: Mayor función económica del petróleo**

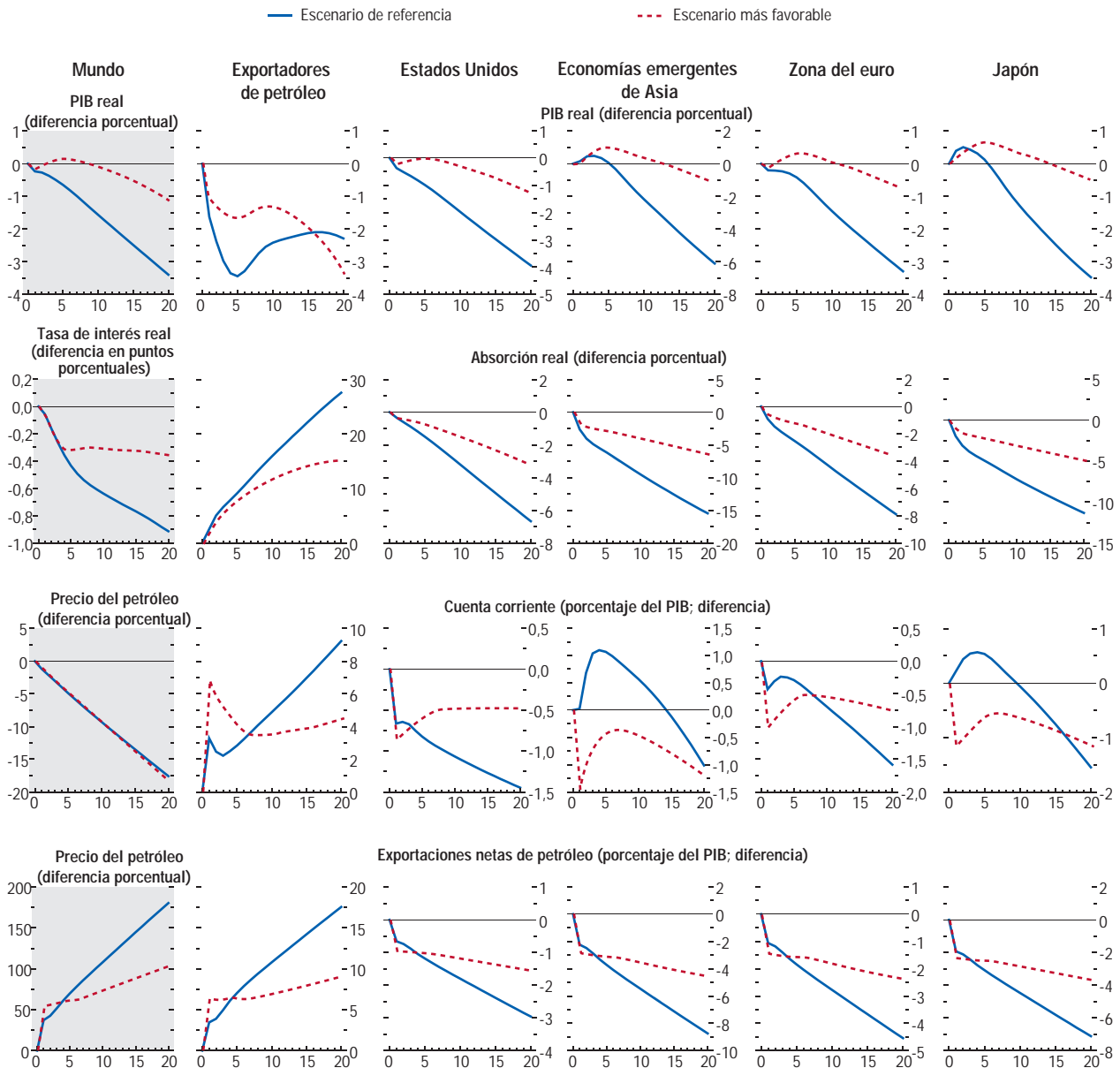
En el escenario de referencia, la contribución del petróleo al producto equivale a la proporción que representa en los costos. Algunos expertos en ciencias naturales sostienen que hacer esa equivalencia subestima la importancia de la energía, incluido el petróleo, en la actividad económica<sup>31</sup>. Asimismo, los economistas han identificado cauces que amplifican los efectos de los shocks del petróleo<sup>32</sup>. A fin de examinar lo que sucedería si la contribución del petróleo al producto fuese mucho mayor, en el tercer escenario se supone que parte de la productividad total de los factores representa tecnologías que solo son fiables o que solo pueden seguir utilizándose si se puede disponer de petróleo fácilmente. Se supone que este efecto es externo, de modo que los efectos

<sup>31</sup> Ayres y Warr (2005); y Kümmel, Henn y Lindenberger (2002) han elaborado estimaciones de la función de producción agregada del capital, la mano de obra y la energía para una serie de países industrializados y obtienen cifras para la contribución de la energía al producto que varían entre 30% y más de 60%. Véanse también Ayres y Warr (2010), Kümmel (de próxima publicación), y Hall y Klitgaard (de próxima publicación). Puesto que el petróleo representa solo una parte, por grande o importante que sea, de los insumos de energía agregados, los valores de menos de 30%–60% también son apropiados para ilustrar este escenario.

<sup>32</sup> En Finn (2000) un shock del petróleo puede reducir la utilización del capital e inducir una mayor caída del producto que lo indicado por la proporción del petróleo en los costos.

**Gráfico 3.10. Escenario alternativo 1: Mayor sustitución del petróleo**  
(Años en el eje de la abscisa)

Este escenario considera una elasticidad-precio de la demanda más alta (0,3, frente a 0,08 en el escenario de referencia), valor congruente con una mayor sustitución del petróleo.

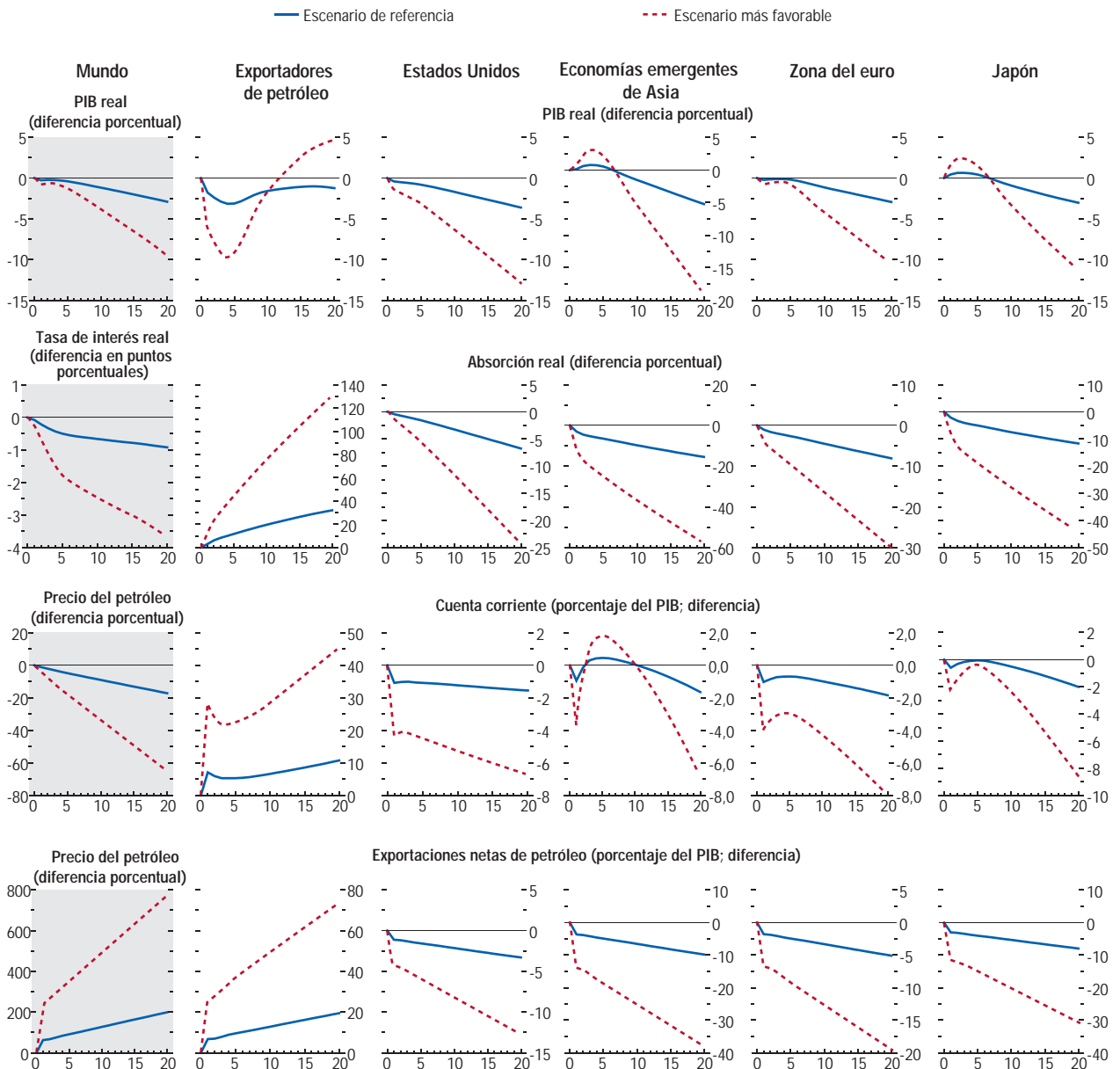


Fuente: Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial (GIMF).  
Nota: Véase la lista de los países de cada grupo en el gráfico 3.9.



**Gráfico 3.11. Escenario alternativo 2: Mayor disminución de la producción petrolera**  
(Años en el eje de la abscisa)

Este escenario considera las implicaciones de un supuesto más pesimista con respecto a la tasa de disminución de la producción petrolera (3,8 puntos porcentuales por año, frente a 1 punto porcentual en el escenario de referencia).



Fuente: Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial (GIMF).  
Nota: Véase la lista de los países de cada grupo en el gráfico 3.9.

positivos no los captan únicamente los proveedores de petróleo, sino todos los factores de producción, de acuerdo con sus respectivos coeficientes en la composición de los costos. La implicación es que un shock negativo de la oferta de petróleo se asemeja a un shock negativo por el lado de la tecnología<sup>33</sup>.

En el gráfico 3.12 se compara el escenario de referencia con uno menos favorable en que la contribución del petróleo al producto (ya sea directamente o como factor que favorece el avance tecnológico) asciende a 25% en el sector de los bienes transables y a 20% en el sector de los bienes no transables (en lugar de 5% y 2%, respectivamente). Las simulaciones efectuadas indican que una mayor contribución del petróleo al producto tiene efectos pequeños sobre las cuentas corrientes: los principales efectos son sobre el crecimiento económico, observándose en todas las regiones deterioros del PIB que son aproximadamente dos veces más grandes que en el escenario de referencia.

### *Resumen de las simulaciones*

Los diferentes escenarios indican que la medida en que la escasez del petróleo limitará el desarrollo económico mundial depende fundamentalmente de un pequeño número de factores clave. Si, como se supone en el escenario de referencia, la tasa de crecimiento tendencial de la producción de petróleo se reduce solo ligeramente, el producto mundial sufriría, aunque es posible que el efecto no sea pronunciado. De facilitarse la sustitución de petróleo al aumentar los precios del petróleo, no solo transitoriamente sino también durante un período prolongado, los efectos podrían ser incluso menos graves. Pero si las reducciones de la producción petrolera estuviesen acordes con los estudios más pesimistas que consideran que el petróleo ya ha

tocado máximos, o si la contribución del petróleo al producto resultara ser mayor que su proporción en los costos, los efectos podrían ser muy pronunciados, lo que apuntaría a la necesidad de adoptar urgentemente medidas de política. A más largo plazo, los peores efectos se registrarán en regiones en que la producción usa intensivamente el petróleo, como en las economías emergentes de Asia, o en países como Estados Unidos en que los vínculos de exportación con los países exportadores de petróleo son débiles.

### *Otras cuestiones*

En los escenarios elaborados con el modelo GIMF, se supone que la transición al nuevo equilibrio se produce en forma ordenada: los consumidores de los países exportadores de petróleo absorben fácilmente los grandes superávits de bienes que exportan los países importadores de petróleo; los mercados financieros absorben e intermedian eficientemente la gran afluencia de ahorros procedente de los países exportadores de petróleo; las empresas reaccionan con flexibilidad a los aumentos de los precios, reasignando sus recursos; y los trabajadores aceptan sin inconvenientes una remuneración real más baja. Es posible, sin embargo, que algunos de estos supuestos sean excesivamente optimistas.

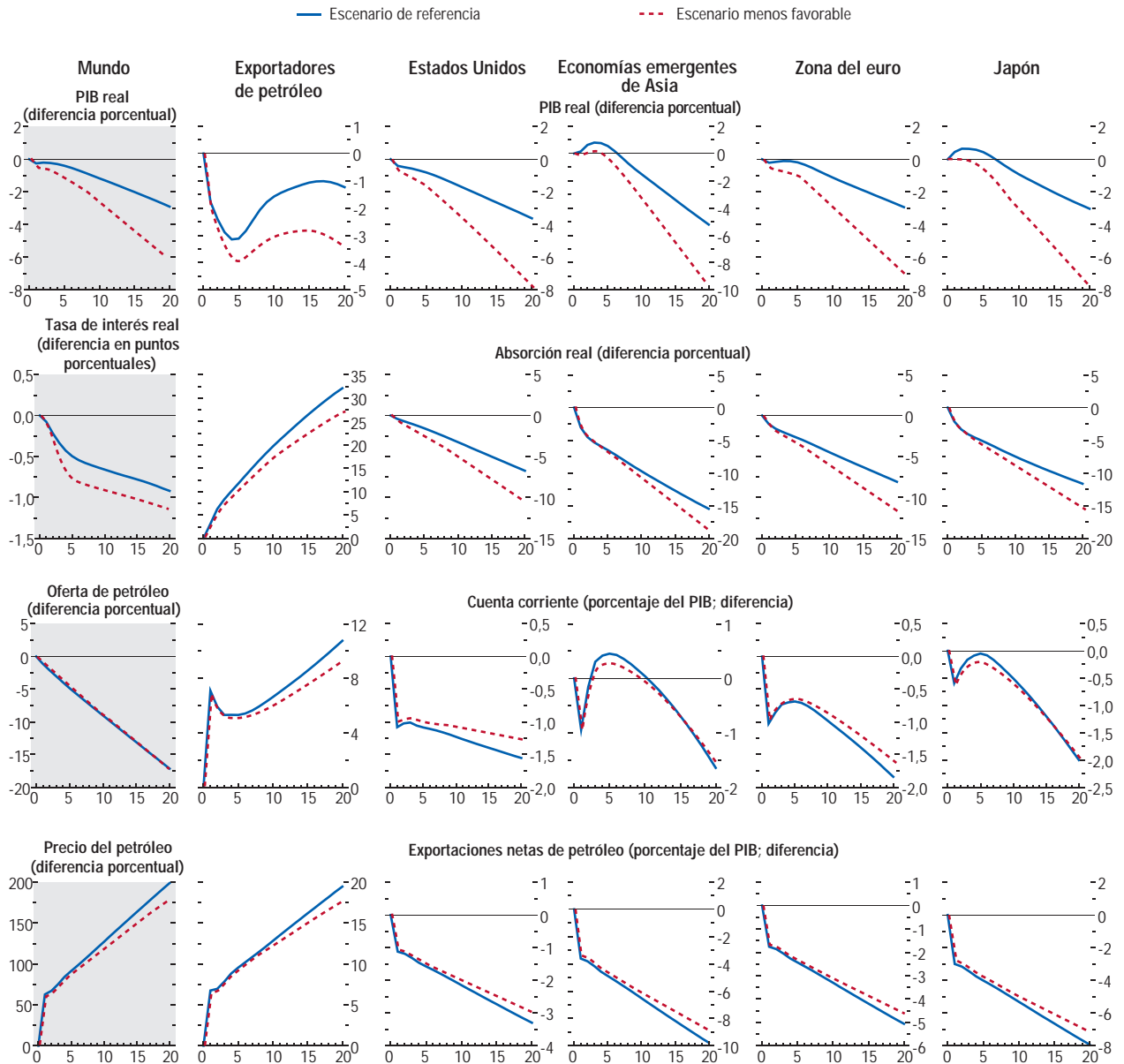
La experiencia de los años setenta apunta a que es preferible actuar con cautela al llevar a cabo una intermediación eficiente de los flujos de capital abundantes procedentes de los exportadores de petróleo. Si la asignación no es eficiente, las primas de riesgo podrían aumentar en regiones del mundo en que los prestatarios son vulnerables. Ello, su vez, podría impedir que los prestatarios aprovecharan tasas de interés más bajas exentas de riesgo, posibilidad que ofrece un importante mecanismo de mitigación si el petróleo es escaso. De aumentar las tasas de ahorro privado y público en las economías exportadoras de petróleo, este problema podría intensificarse.

También es muy ambicioso suponer que los recursos se reasignan con facilidad entre los insumos y entre los sectores a medida que la economía se ajusta a una menor oferta de petróleo. A diferencia del modelo, en una economía real, los sectores son muy numerosos y se caracterizan por una gran

<sup>33</sup> Los ejemplos de estos efectos son numerosos e incluyen la obsolescencia de muchas de las eficiencias y tecnologías del transporte automotriz privado si fuese necesario adoptar sistemas de transporte público a gran escala. No obstante, otro aspecto importante es el hecho, subrayado en *World Energy Outlook* (2010) de la AIE, de que en el futuro, una proporción mucho más alta de los fondos de inversión y la capacidad de innovación de la economía mundial tendrá que destinarse al sector del petróleo únicamente para mantener los actuales niveles de producción. No es inverosímil suponer que esto constituirá un freno para la tasa de crecimiento de la productividad del resto de la economía.

**Gráfico 3.12. Escenario alternativo 3: Mayor función económica del petróleo**  
(Años en el eje de la abscisa)

Este escenario considera el caso en que la contribución del petróleo al producto es mayor: 25% en el sector de bienes transables (frente a 5% en el escenario de referencia) y 20% en el sector de bienes no transables (frente a 2% en el escenario de referencia).



Fuente: Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial (GIMF).  
Nota: Véase la lista de los países de cada grupo en el gráfico 3.9.

interdependencia. Varios sectores —entre otros, la fabricación de automotores, las aerolíneas, el transporte camionero, el comercio a larga distancia y el turismo— se verían afectados por un shock del petróleo mucho antes y en forma mucho más grave que otros sectores<sup>34</sup>. Los efectos negativos de quiebras a gran escala en esos sectores podrían propagarse al resto de la economía, ya sea a través de los balances de las empresas (crédito interempresarial, interdependencia de sectores como la construcción y el turismo) o través de los balances bancarios (falta de crédito tras registrar pérdidas por préstamos).

En los últimos años, la flexibilidad del mercado laboral ha ayudado a mejorar la absorción de shocks petroleros (Blanchard y Galí, 2007). En el caso de los aumentos de precios más persistentes y de mayor magnitud, sin embargo, es posible que los trabajadores se opongan a una serie de recortes de sus remuneraciones reales, factor que incrementaría significativamente el costo del shock sobre el producto durante el largo período de transición.

Por último, las simulaciones no consideran la posibilidad de que algunos países exportadores de petróleo destinen una creciente proporción de su producción petrolera decreciente o estancada a usos internos; por ejemplo, a subvenciones para los combustibles a fin de respaldar sectores de uso intensivo de energía (por ejemplo, el petroquímico), y también para evitar conmociones internas. Si esto ocurriera, la cantidad de petróleo a disposición de los países importadores de petróleo podría contraerse mucho más rápidamente que la producción mundial de petróleo, lo cual tendría consecuencias negativas obvias para el crecimiento económico en esas regiones.

### Implicaciones para las perspectivas y la formulación de políticas

El análisis de los precios de la energía presentado en este capítulo parece indicar que los mercados del petróleo y otras fuentes energéticas han entrado en un período de mayor escasez —es decir, un período

en que los precios son mayores que el promedio— como ha sucedido en ocasiones anteriores. La experiencia del pasado sugiere que estos períodos pueden ser largos, incluso si finalmente dan lugar a períodos de renovada abundancia.

Con respecto a la escasez del petróleo crudo, un precio alto refleja la tensión entre el aumento de la tasa de crecimiento del consumo, que obedece principalmente al acelerado crecimiento de las economías de mercados emergentes, y la desaceleración de la tasa de crecimiento de la oferta de petróleo. La escasez se ve reforzada por la baja sensibilidad de la demanda y oferta de petróleo ante variaciones de los precios. Sin embargo, la elasticidad-ingreso a largo plazo de la demanda mundial de petróleo es menor que la de la demanda de fuentes de energía primaria, lo cual indica que las iniciativas para ahorrar petróleo, los avances tecnológicos y la transición hacia una economía basada en mayor medida en los servicios son todos factores que podrían tener un efecto apreciable.

El análisis demuestra que, a mediano y más largo plazo, las limitaciones sobre el crecimiento económico mundial como resultado de aumentos graduales y moderados de la escasez de petróleo —que obedecen a un menor crecimiento tendencial, no a disminuciones sostenidas— podrían ser relativamente menores. Concretamente, una desaceleración considerable de la tasa de crecimiento tendencial de la oferta de petróleo equivalente a 1 punto porcentual parece frenar la tasa anual de crecimiento económico mundial en menos de  $\frac{1}{4}\%$ .

Estos efectos benignos sobre el producto, sin embargo, no deben darse por sentados. Los importantes riesgos a la baja para la inversión del sector petrolero y la tasa de crecimiento de la capacidad —tanto de subsuelo como de superficie— implican que la escasez de petróleo podría ser más grave. Asimismo, es posible que los aumentos inesperados de la escasez de petróleo y de los recursos en general no se materialicen mediante pequeños cambios graduales, sino como cambios discretos más grandes. En la práctica, será difícil distinguir claramente entre los cambios inesperados de la escasez de petróleo y los shocks pasajeros más tradicionales del lado de la oferta, en particular a corto plazo, cuando muchos de los efectos sobre la economía mundial serán similares. Además, es incierto

<sup>34</sup> Incluso aquellos sectores capaces de adaptarse a los aumentos del precio del petróleo implícitos en el escenario de referencia podrían considerar que es casi imposible ajustarse al alza de 800% que presupone el segundo marco de referencia a la baja.

que la economía mundial pueda realmente ajustarse en forma tan ordenada como se plantea en el modelo. Por último, existen riesgos a la baja y al alza con respecto a las posibilidades de sustitución de petróleo. Los efectos negativos podrían ser de mayor magnitud, sobre todo si la disponibilidad de petróleo afectara a la productividad del conjunto de la economía; por ejemplo, al hacer que ciertas tecnologías de producción se vuelvan redundantes.

Por consiguiente, la escasez de petróleo debe ser objeto de un seguimiento detenido: la economía mundial se halla aún en las etapas iniciales de la nueva era de madurez de las grandes economías productoras de petróleo.

¿Cuáles son las implicaciones para la formulación de políticas? En esencia, los ámbitos de acción son dos. En primer lugar, dadas las posibilidades de que la escasez de petróleo y otros recursos aumente en forma inesperada, las autoridades económicas deben plantearse si el entorno actual de políticas facilita un ajuste a variaciones inesperadas de la escasez de petróleo. Segundo, debe considerarse la adopción de políticas encaminadas a reducir el riesgo de escasez de petróleo, incluido a través del desarrollo de otras fuentes energéticas sostenibles.

Las políticas macroeconómicas y estructurales pueden ayudar a las economías a ajustarse a cambios imprevistos de la escasez de petróleo. Es posible que algunas rigideces reales en los mercados de productos y mano de obra exacerben el shock inicial al impedir que los recursos se reasignen con facilidad. Por lo tanto, adoptar políticas para facilitar el ajuste de los precios relativos y los recursos podría ser útil. En el mercado laboral, por ejemplo, en ciertas circunstancias podría ser útil moderar las políticas de protección del empleo, ya que un número excesivo de restricciones puede retrasar el ajuste de las remuneraciones reales y obstaculizar la reasignación de los puestos de trabajo de los sectores más afectados por la escasez hacia otros menos afectados.

En este sentido, la mayor escasez de petróleo planteará desafíos para la política fiscal. Confrontados con un shock de escasez de petróleo, la tendencia en muchas economías a incrementar las subvenciones a los usuarios finales de los productos derivados del petróleo representaría un riesgo para la situación fiscal de los países importadores de petróleo, ya

que el costo fiscal de dichas subvenciones podría aumentar en forma pronunciada<sup>35</sup>. Por otra parte, es necesario proteger a los pobres. Por lo tanto, en muchas economías la prioridad debe ser reducir las subvenciones a los combustibles y otros productos, sobre todo si no van dirigidas a los más necesitados, a la vez que se establezcan redes de protección social focalizadas y eficaces desde el punto de vista de los costos. Además de proteger la situación fiscal, una estrategia de ese tipo fortalecería la función de las señales de los precios en la utilización de los recursos energéticos y reduciría la emisión de gases de efecto invernadero<sup>36</sup>.

Por el lado de la política estructural, la atención debe centrarse en medidas que fortalezcan la función de las señales de los precios en el ajuste para hacer frente a una mayor escasez. La adopción de esas medidas incrementaría la sensibilidad de la oferta y la demanda a los precios, permitiendo ajustes de los precios más pequeños ante cambios imprevistos de la escasez. Por el lado de la oferta, las empresas petroleras deben poder responder a precios más altos ateniéndose a regímenes tributarios y de inversión previsible, que tengan en cuenta las diferencias en los costos de extracción y que compensen a los inversionistas cuando asuman riesgos tecnológicos o geológicos. Por el lado de la demanda, como se señaló anteriormente, una reducción de las subvenciones a los combustibles y otros productos a nivel mundial también incrementaría la elasticidad-precio de la demanda de petróleo (en valores absolutos), facilitando de ese modo el ajuste del mercado del petróleo y reduciendo la volatilidad del precio del petróleo.

Con respecto a las políticas encaminadas a atenuar los peores riesgos planteados por la escasez de petróleo, un tema ampliamente debatido es la idoneidad de adelantarse a reducir su consumo —a través de impuestos o respaldo para el desarrollo y la instalación de nuevas tecnologías para ahorrar petróleo— y de fomentar el uso de fuentes energéticas alternativas. Los defensores de estas ideas sostienen que esas

<sup>35</sup>En Coady *et al.* (2010) se analizan las tendencias recientes en las subvenciones a los combustibles y se examinan las opciones de política para proteger a segmentos vulnerables de la población y, al mismo tiempo, proteger la situación fiscal.

<sup>36</sup>Véase un análisis en Jones y Keen (2009).

intervenciones, de diseñarse acertadamente, reducirían la demanda de petróleo en forma ordenada, reequilibrarían la tensión entre la demanda y la oferta y, por lo tanto, reducirían el riesgo de que se materialice el caso hipotético de escasez más grave.

Deben considerarse varias cuestiones, sin embargo, antes de que puedan realizarse intervenciones de política para reducir el consumo de petróleo. Esas intervenciones implican un costo, y sus beneficios netos deben evaluarse. Reducir el consumo de petróleo incrementando los impuestos, por ejemplo, puede reducir el crecimiento económico y el bienestar mientras se gesta una escasez grave. Los cálculos para establecer los costos y beneficios son complejos. Esto se debe sobre todo a que, en última instancia, los beneficios netos dependen de la probabilidad de que la escasez aumente significativamente y del valor

descontado actualizado de los costos previstos que impondría la mayor escasez, los cuales son difíciles de cuantificar.

Por último, las simulaciones del modelo indican que los persistentes shocks de la oferta de petróleo traerán consigo una escalada de los flujos de capital a nivel mundial y mayores desequilibrios en cuenta corriente. Esto destaca aún más la importancia de fortalecer la cooperación internacional para reducir los riesgos resultantes de los crecientes desequilibrios en cuenta corriente y los grandes flujos de capital hacia las economías de mercados emergentes. Los continuos avances en las reformas del sector financiero también tienen una función muy importante que desempeñar, ya que la eficiente intermediación de estos flujos de capital reviste importancia primordial para la estabilidad financiera.



### Apéndice 3.1. Filtrado de baja frecuencia para la extracción de tendencias de ciclos económicos

Los métodos de filtrado manejan variaciones graduales de las tendencias a largo plazo, así como ciclos de diferentes frecuencias. El filtro pasa-banda ideal, que aísla solamente determinadas frecuencias, emplea un número infinito de valores anticipados y rezagados al calcular las ponderaciones. Sin embargo, en la práctica es necesario utilizar un número finito de valores anticipados y rezagados, lo que obliga a decidir el truncamiento. Christiano y Fitzgerald (2003) proponen filtros asimétricos, que ofrecen la ventaja de calcular componentes cíclicos para todas las observaciones al comienzo y al final del período que abarcan los datos<sup>37</sup>. Como nos interesa determinar si en los últimos años de nuestra muestra de datos está surgiendo un ciclo a largo plazo, utilizamos este filtro asimétrico de Christiano y Fitzgerald para calcular los componentes a largo plazo al final de nuestra muestra de datos, con ajustes para la serie I(1), incluidos el petróleo crudo, el gas natural y el carbón.

### Apéndice 3.2. Los modelos empíricos de la energía y del petróleo

#### El modelo de la energía

Estimamos la siguiente relación, en la cual  $i$  denota el país y  $t$  denota los años:

$$e_{it} = \alpha_i + P(y_{it}) + u_{it} \quad (3.1)$$

donde  $e$  es la energía per cápita;  $y$  es el PIB real per capita y  $P(y)$  es un polinomio de tercer grado; los efectos fijos los capta  $\alpha_i$

#### El modelo del petróleo

Estimamos la siguiente demanda de petróleo:

$$o_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \rho o_{it-1} + \beta \log(p_{it}) + \gamma \Delta \log(y_{it}) + P(y_{it}) + u_{it} \quad (3.2)$$

donde  $o$  es el petróleo per cápita;  $y$  es el PIB per cápita real a la paridad del poder adquisitivo;  $P()$  es

<sup>37</sup> Estos resultados son muy resistentes, incluso cuando ampliamos la serie de datos con la serie de proyecciones, basándonos en la especificación de la media móvil autoregresiva integrada (ARIMA, por sus siglas en inglés) o paseo aleatorio, y utilizamos más valores anticipados para el filtrado al final de los períodos efectivos de la muestra.

un polinomio de tercer grado;  $p$  es el precio real del petróleo en la moneda local; los efectos fijos los capta  $\alpha_i$ ; y  $\lambda_t$  representa variables ficticias temporales<sup>38</sup>.

Ninguno de los resultados ha utilizado variables ficticias temporales, pero sí se han utilizado variables ficticias como alternativas para dividir la muestra en períodos anteriores y posteriores a la década de 1990 y verificar así el gran traspaso.

Al estimar entornos de precios del petróleo elevados y bajos, utilizamos diferencias logarítmicas tanto para el petróleo como para los precios. En este caso, dada la formulación empleada con las tasas de crecimiento, no se introduce ninguna persistencia.

#### Diagnóstico de identificación

Como se explica en el texto, al estimar la tabla de demanda es necesario evitar el riesgo de introducir un sesgo a la baja en las elasticidades-precio. Aquí superamos esa dificultad explicando de qué manera la dimensión transfronteriza reduce el sesgo habitual y describimos los resultados de una prueba de solidez.

El problema habitual es que un shock en la ecuación de la demanda, que altera el total de la demanda, tiene un impacto en el precio. Esto implica una correlación positiva entre el precio y el término de error, sesgando la estimación a la baja. Sin embargo, lo que estimamos no es la tabla de demanda de petróleo agregada, sino numerosas tablas de demanda para cada país. La mayoría de estas economías son pequeñas en relación con el tamaño del mercado petrolero; por ende, los shocks de la demanda de petróleo en un país genérico tienen apenas un impacto pequeño en los precios del petróleo. En términos más precisos, podemos dividir el shock de la demanda de petróleo de un país  $i$  en un componente idiosincrático (específico del país) y un componente que comparten todos los países (común). Los shocks específi-

<sup>38</sup> La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) está integrada por Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Corea, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Países Bajos, Nueva Zelanda, Portugal, el Reino Unido, Singapur, Suecia y Suiza. Los "países restantes" son los países de la OCDE más Argentina, Bangladesh, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Egipto, los ex miembros de la Unión Soviética, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong, Rumania, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. Los países exportadores de petróleo son Arabia Saudita, Argelia, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Noruega, Qatar, la República Islámica del Irán y Venezuela.

**Cuadro 3.2. Elasticidad de la demanda de petróleo en función del precio y del ingreso, incluidas las economías exportadoras de petróleo**

(Submuestra, 1990–2009)

	Elasticidad a corto plazo		Elasticidad a largo plazo	
	Precio	Ingreso	Precio	Ingreso
Combinación de OCDE <sup>1</sup> , no OCDE y principales economías exportadoras de petróleo	-0,017 [-0,028, -0,006]	0,676 [0,551, 0,801]	-0,067 [-0,132, -0,005]	0,474 [0,210, 0,753]
Principales economías exportadoras de petróleo	-0,001 [-0,028, 0,025]	0,565 [0,424, 0,703]	-0,018 [-0,368, 0,337]	2,751 [1,246, 4,552]

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las elasticidades e intervalos de confianza medianos que muestran el 10° y 90° percentil de la distribución entre corchetes se estimaron mediante simulaciones de Monte Carlo. Las elasticidades a largo plazo se calcularon a 20 años. Los datos sobre OCDE y no OCDE figuran en el cuadro 3.1.

<sup>1</sup>OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

cos de los países no producen ningún efecto en el precio del petróleo por construcción. Algunos ejemplos de estos shocks son cambios en las regulaciones sobre energía, los códigos tributarios, la composición del sector industrial y todo tipo de subsidio energético. Si esos cambios no están relacionados entre un país y otro, constituyen shocks de la demanda de petróleo específicos de un país. Los shocks comunes sí tienen un impacto en los precios del petróleo e introducen un sesgo a la baja. Sin embargo, como neutralizamos el crecimiento del PIB, es difícil imaginarse otros shocks comunes. Una posibilidad es el shock de la demanda precautoria, como lo subrayó hace poco Kilian (2009). Sin embargo, esos shocks supuestamente no son muy persistentes y, por lo tanto, con una frecuencia anual, su efecto en el consumo de petróleo es pequeño. En otras palabras, hay razones para creer que, aparte del ciclo económico mundial, los shocks comunes no tienen mayor influencia. En consecuencia, el sesgo a la baja en nuestras estimaciones debe ser pequeño.

Para corroborar este supuesto, volvimos a estimar nuestra ecuación utilizando la serie de precios basados en un shock de la oferta de petróleo de Cavallo y Wu (2006), en lugar de los precios reales del petróleo<sup>39</sup>. La serie se construyó empleando solamente los shocks de la oferta de petróleo identificados mediante un enfoque narrativo, examinando los acontecimientos diarios vinculados al petróleo que ocurrieron en 1984–2007. En principio, este método elimina las fluctuaciones de precios debidas a un shock de la demanda de petróleo, y eso suprime el sesgo a la baja anteriormente descrito.

<sup>39</sup>Tao Wu nos proporcionó las variaciones logarítmicas de la serie de precios del petróleo.

La nueva estimación de nuestro modelo durante el período 1990–2007 con la serie de precios de Cavallo-Wu (CW) y nuestra serie regular (original) sugiere que los coeficientes estimados son notablemente parecidos. La elasticidad nueva y la original no son estadísticamente diferentes<sup>40</sup>. Cabe señalar asimismo que las elasticidades-precio de CW está estimada con más precisión que la nuestra, lo cual reafirma su estrategia de identificación. Si el método narrativo de CW captara simplemente ruido sin sentido, el coeficiente estimado —y, por ende, la elasticidad-precio del petróleo— no habría sido estadísticamente diferente de cero al utilizar esa serie.

### El papel de los principales exportadores de petróleo

El porcentaje del consumo mundial de petróleo correspondiente a nuestra región exportadora de petróleo aumentó de 4% en 1980 a casi 9% en 2009. Dadas las características especiales de esta región, si el porcentaje que le corresponde continúa en alza, las perspectivas del mercado petrolero podrían empeorar. En el cuadro 3.2 mostramos las elasticidades estimadas de este grupo de economías. Las elasticidades-precio no son significativas en lo más mínimo. Ese hecho no es del todo sorprendente: los productos petroleros subsidiados y un marcado efecto riqueza relacionado con los movimientos de los precios del petróleo alteran la relación habitual entre los precios y la demanda. De hecho, el alza de los precios fácilmente podría conducir a un aumento de la demanda de petróleo en un país exportador de petróleo.

Otra diferencia notable respecto de otras regiones estudiadas es el elevado valor de la elasticidad-ingreso a

<sup>40</sup>Los intervalos de confianza de 99% de ambas estimaciones se superponen.

**Cuadro 3.3. Elasticidad de la demanda de petróleo en función del precio y del ingreso en la muestra ampliada**  
(Muestra completa, 1965–2009)

	Elasticidad a corto plazo		Elasticidad a largo plazo	
	Precio	Ingreso	Precio	Ingreso
OCDE <sup>1</sup>	-0,039 [-0,044, -0,033]	0,704 [0,603, 0,803]	-0,576 [-0,673, -0,489]	-0,385 [-0,567, -0,208]
No OCDE	-0,010 [-0,015, -0,006]	0,741 [0,663, 0,818]	-0,131 [-0,196, -0,070]	0,589 [0,382, 0,777]

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las elasticidades e intervalos de confianza medianos que muestran el 10° y 90° percentil de la distribución entre corchetes se estimaron mediante simulaciones de Monte Carlo. Las elasticidades a largo plazo se calcularon a 20 años.

<sup>1</sup>OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

largo plazo: ¡un aumento de 1% del ingreso está asociado a un aumento de 2,7% del consumo de petróleo! Esto probablemente refleje la falta de incentivos en estas economías para adoptar tecnologías que ahorren petróleo.

En términos generales, aunque el porcentaje de consumo de petróleo de los exportadores de petróleo aún es pequeño, los resultados combinados de los tres grupos claramente se ven afectados. En particular, aunque es más baja que a corto plazo, la elasticidad-ingreso a largo plazo ahora es 0,47, en comparación con 0,29. La estimación mediana de la elasticidad-precio apenas disminuye, pero la incertidumbre de la estimación es mucho más elevada.

### Muestra ampliada: 1965–2009

Como muestra el cuadro 3.3, las elasticidades-precio son mayores, especialmente en los países de la OCDE, lo cual confirma el argumento del texto principal. Además, como el “gran traspaso” ocurrió durante un período en el cual muchos países de la OCDE experimentaron un crecimiento del PIB per cápita relativamente elevado, también observamos un cambio de signo (de negativo a positivo) de la elasticidad-ingreso a largo plazo entre las dos muestras: el crecimiento económico ayudó a introducir tecnologías y bienes de capital con un uso eficiente del petróleo. Se obtienen resultados parecidos empleando variables ficticias temporales a comienzos de la década de 1980 para neutralizar los efectos del gran traspaso.

### Entornos de precios del petróleo elevados y bajos

Para determinar si los precios elevados del petróleo son más conducentes que los precios bajos a una sustitución del petróleo, dividimos la muestra en períodos

**Cuadro 3.4. Elasticidad de la demanda de petróleo en función del precio y del ingreso a corto plazo: Entornos de precios del petróleo elevados y bajos**  
(Submuestra, 1990–2009)

	Precio	Ingreso
Precios del petróleo elevados	-0,038 [-0,070, -0,006]	0,649 [0,466, 0,832]
Precios del petróleo bajos	*	0,786 [0,667, 0,904]

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: \* indica que el valor no es estadísticamente diferente de cero. Las elasticidades e intervalos de confianza medianos que muestran el 10° y 90° percentil de la distribución entre corchetes se estimaron mediante simulaciones de Monte Carlo. Las elasticidades a largo plazo se calcularon a 20 años.

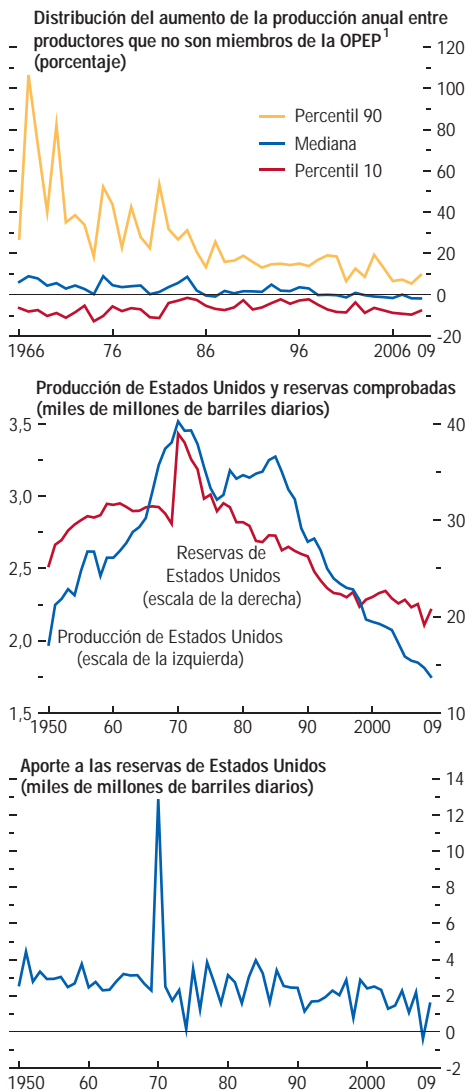
de precios elevados y bajos (definidos como precios superiores e inferiores al promedio de la muestra). Los resultados (cuadro 3.4) sugieren que durante los períodos de precios bajos, la elasticidad-precio no es estadísticamente diferente de cero; la única variable que importa en la tabla de demanda del petróleo es el crecimiento del PIB. Por el contrario, durante los períodos de precios elevados, la elasticidad-precio es mucho más alta (0,38) y es estadísticamente significativa. Al mismo tiempo, la elasticidad-ingreso a corto plazo es ligeramente más baja.

Este resultado sugiere también que cuando los precios del petróleo están bajos, sus fluctuaciones tienen apenas un impacto ligero en las decisiones de los hogares y de las empresas, dado que no afectan sustancialmente al gasto total. Sin embargo, cuando los precios ya están altos, una nueva alza puede llevar a un número mucho mayor de hogares y empresas a pasarse a tecnologías y equipos con un uso más eficiente del petróleo, o a alterar su comportamiento.

### Recuadro 3.1. Las limitaciones del ciclo de vida a la producción mundial de petróleo

**Gráfico 3.1.1. Ciclo de vida de la producción mundial de petróleo**

Muchos campos petrolíferos gigantes han alcanzado la fase de maduración. Sin embargo, la tasa de declive de la producción ha sido relativamente lenta, ya que el rendimiento marginal de las perforaciones nuevas ha sido lo suficientemente alto como para respaldar una continua prospección e inversión petroleras.



Fuentes: BP, *Statistical Review of World Energy*, junio de 2010; Administración de Información Energética de Estados Unidos, y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo.

El ciclo de vida de los yacimientos petrolíferos consta de tres fases principales: la fase incipiente, la fase de madurez y la fase de declive. En el presente recuadro se analizan estas fases y sus implicaciones para las perspectivas de la oferta mundial de petróleo.

Después de su descubrimiento y desarrollo, los yacimientos ingresan en un período incipiente en que el flujo de producción aumenta. Llegada la fase de madurez, la producción alcanza su nivel máximo, momento a partir del cual empieza a disminuir. El momento en que ocurre esta disminución varía de un yacimiento a otro. En algunos, la producción se mantiene a su máximo nivel durante un tiempo y no entra en declive hasta mucho más tarde.

El ciclo de vida de un yacimiento refleja una combinación de factores geológicos, tecnológicos y económicos. Desde el punto de vista geológico, ocurre un fenómeno natural en que la presión del yacimiento disminuye o irrumpe agua cuando una parte sustancial del petróleo que contiene ha sido extraído. Aunque existen intervenciones tecnológicas que permiten regular tanto el momento en que la producción llega a su máximo como la tasa de disminución a través de métodos de recuperación secundarios y asistidos, aplicar estos métodos tiene un costo que generalmente aumenta cuanto mayor sea el grado de agotamiento<sup>1</sup>. Llegado un cierto punto, se vuelve excesivamente costoso detener el declive de la producción mediante intervenciones cada vez más intensivas.

Las características del ciclo de vida están bien establecidas en el caso de yacimientos y campos individuales<sup>2</sup>. Un tema que ha despertado un amplio debate es si estas características se aplican más generalmente a la producción regional o incluso

Nota: El autor del presente recuadro es Thomas Helbling.

<sup>1</sup>Los costos incluyen gastos de capital —una inversión considerable es un requisito indispensable, sobre todo en el caso de la recuperación asistida— y gastos de explotación, que incluyen el costo del gas y del agua utilizados en las operaciones de recuperación.

<sup>2</sup>Un campo petrolífero es un conjunto de yacimientos en una misma ubicación geográfica con una estructura geológica única. Sorrell *et al.* (2010) ofrece una buena reseña de las pruebas que apoyan el ciclo de vida de la producción petrolera.

### Recuadro 3.1 (continuación)

mundial. La idea de que la producción mundial de petróleo ya haya alcanzado un máximo o que lo alcanzará a mediano plazo es una generalización de la hipótesis del ciclo de vida. Pero estos planteamientos dependen de varios supuestos más.

El primer supuesto es que los grandes campos petrolíferos se descubren primero; hasta cierto punto, los datos históricos lo respaldan (gráfico 3.1.1, panel superior). De hecho, los campos “gigantes” de Estados Unidos, Oriente Medio y Rusia descubiertos antes de los años setenta han sido el pilar de la producción petrolera mundial durante décadas (*World Energy Outlook*, 2008, AIE). Muchos de estos campos han alcanzado la fase de madurez. Por consiguiente, hay quienes argumentan que como es menos probable que se descubran campos grandes, para contrarrestar la menor producción de los grandes campos activos tendrán que descubrirse campos pequeños a una tasa irrealistamente elevada.

Sin embargo, las opiniones con respecto a las posibilidades de descubrimientos futuros varían considerablemente. Según el estudio más reciente de *U.S. Geological Survey* de 2000, publicación de referencia en el rubro, el subsuelo contiene todavía entre 1 billón y 2,7 billones de barriles de petróleo convencional que técnicamente son recuperables. La gama de variación refleja diferentes probabilidades con respecto al descubrimiento de nuevos yacimientos cuyo petróleo puede recuperarse desde el punto de vista técnico, y la tasa a la que aumentarán las reservas de campos que ya están produciendo<sup>3</sup>. El límite inferior de la gama corresponde a petróleo que puede recuperarse y consta principalmente de reservas actuales comprobadas. El hecho de que siguen registrándose importantes descubrimientos, y que muchos lugares promisorios no han sido objeto de una prospección de gran alcance, hace pensar que este límite inferior es probablemente pesimista como proyección de referencia.

<sup>3</sup> Históricamente, los reajustes al alza de las reservas estimadas que se efectúan porque las características del campo y la eficacia del capital instalado se conocen mejor una vez que la producción se inicia han sido una importante fuente de los aumentos cuantificados de las reservas. La producción acumulativa de muchos campos que siguen produciendo ya es considerablemente mayor que las estimaciones iniciales de las reservas.

El segundo supuesto se relaciona con el grado de lastre debido al declive de la producción de los campos maduros. El tema principal es si las tendencias pasadas de las tasas de disminución observadas constituyen una base acertada para elaborar proyecciones. Existe una distinción entre la tasa de declive natural —es decir, la tasa que se registra sin ningún tipo de intervención después de alcanzar los máximos— y la tasa de declive administrada, en que se realizan intervenciones después de alcanzarse el nivel de máxima producción. Algunos analistas observan pocas posibilidades de que cambien las tendencias pasadas y consideran que la tasa de declive mundial ponderada en función de la producción, que actualmente asciende a alrededor de 4%, seguirá aumentando en el futuro a medida que se acelere la tasa de declive en los grandes campos maduros. Sin embargo, las tasas de declive observadas dependen de la tecnología y la inversión, factores que no suelen considerarse en las metodologías con ajustes a curvas empleadas para elaborar proyecciones de las tasas de declive. El uso de técnicas de recuperación secundarias y asistidas es costoso y, por lo tanto, la inversión necesaria para administrar el declive dependerá de las condiciones del mercado actuales y previstas. Puesto que el precio del petróleo fue bajo entre mediados de los años ochenta y principios de la década de 2000, es posible que los pronósticos basados en tendencias históricas no sean válidos en un entorno de precios altos. Dadas las posibilidades de que los precios del petróleo se mantengan altos, es probable que la gestión de los pozos y los intentos por incrementar las tasas de recuperación ocupen un lugar más destacado que en el pasado, lo que implica tasas de disminución mundiales más bajas. Asimismo, los avances tecnológicos han mejorado las posibilidades de incrementar la recuperación asistida a un costo más bajo.

La experiencia acumulada por Estados Unidos en la producción de petróleo justificaría cierto optimismo cauteloso. En Estados Unidos, tal como lo habían previsto algunos geólogos, la producción alcanzó un máximo en 1970 (panel central)<sup>4</sup>. Esto

<sup>4</sup> La previsión, del fallecido M. King Hubbert, de que entre 1965 y 1970 la producción llegaría a su máximo en los 48 estados contiguos de Estados Unidos ha sido ampliamente difundida.



### Recuadro 3.1 (conclusión)

confirma la opinión de que el declive es difícil de atajar una vez que se inicia. No obstante, a nivel global, la producción petrolera estadounidense ha disminuido menos de lo que muchos analistas habían pronosticado utilizando técnicas de ajustes a curvas (véase Lynch, 2002). Desde los años setenta, la tasa anual promedio de declive se ha mantenido constante en aproximadamente 1%.

La tasa de declive relativamente baja refleja una serie de factores. Fundamentalmente, el rendimiento marginal de cada perforación adicional, medido según el aporte a las reservas, ha sido suficientemente alto como para respaldar la exploración y la inversión petrolera continuas (panel inferior). Esto ocurrió a pesar de la presunción de que es cada vez menos probable que las actividades de descubrimiento y desarrollo incrementen las reservas cuanto mayor haya sido el grado de exploración y desarrollo de una zona (como sería de prever en el caso de Estados Unidos)<sup>5</sup>. Por último, la experiencia estadounidense también pone de manifiesto la importante función que las condiciones de mercado

<sup>5</sup>En el modelo ampliamente difundido de Pindyck (1978), las actividades adicionales de perforación y desarrollo tienen un rendimiento marginal positivo. No obstante, los beneficios de esa inversión adicional deben compararse con el aumento de los costos marginales que presupone el rendimiento decreciente de todas las iniciativas de exploración y desarrollo realizadas en el pasado. Se cree que estos costos se acrecientan a medida que aumenta el número de estas iniciativas pasadas (véase, por ejemplo, Uhler, 1976; o Pesaran, 1990).

y los incentivos ejercen sobre la exploración y la inversión, así como la importancia de que las barreras al ingreso del sector petrolero sean relativamente bajas<sup>6</sup>. En consecuencia, la exploración y el posterior desarrollo de los yacimientos son muy sensibles a las señales de los precios<sup>7</sup>. De hecho, se ha seguido observando una mayor actividad de exploración en Estados Unidos que en otras zonas con mayores posibilidades.

La conclusión es que la producción mundial está sujeta a limitaciones atribuibles a las características del ciclo de vida de la producción petrolera. Los principales motivos de estas limitaciones obedecen a la maduración —en gran medida sincronizada— de los grandes campos petrolíferos que han sido el pilar de la producción petrolera mundial. Sin embargo, la magnitud de estas limitaciones sigue planteando interrogantes importantes. La experiencia de Estados Unidos hace pensar que es posible administrar el declive, sobre todo en zonas en que los campos son grandes y numerosos, como en Arabia Saudita. Asimismo, subraya los riesgos de restringir la inversión en el sector petrolero, lo cual podría obstaculizar el proceso de exploración y desarrollo.

<sup>6</sup>En Kaufmann (1991) se señala que las condiciones del mercado petrolero explican una parte significativa de las desviaciones de la producción efectiva con respecto a los niveles previstos por las denominadas curvas de Hubbert.

<sup>7</sup>En Dahl y Duggan (1998) se ofrece una reseña de las pruebas empíricas.



### Recuadro 3.2. Gas natural no convencional: ¿Un recurso revolucionario?

El gas de esquisto es una nueva fuente importante de gas natural en Estados Unidos y podría transformarse en una nueva fuente de suministros en otras regiones, con profundas implicaciones para los mercados del gas del mundo entero. En 2010, originó alrededor de la mitad de la producción total de gas en Estados Unidos (gráfico 3.2.1) y tres cuartas partes de la producción internacional de gas no convencional (*International Energy Outlook*, 2010, publicado por la Administración de Información Energética). En este recuadro se analizan el potencial y las limitaciones de la reciente “revolución del gas de esquisto”.

Los recursos de gas natural se clasifican como convencionales o no convencionales según la tecnología necesaria para la explotación. El gas convencional se encuentra en yacimientos de gas de fácil acceso o en pozos de petróleo. Los recursos no convencionales de gas natural incluyen arenas compactas, el metano en capas de carbón y el gas de esquisto, y requieren una tecnología de extracción más avanzada. El gas de esquisto es el gas natural atrapado en roca sedimentaria profunda y difundido en un área relativamente grande. La existencia de depósitos no convencionales es conocida desde hace tiempo, pero la tecnología para producir gas no

Los autores de este recuadro son Reda Cherif y Ananthakrishnan Prasad.

convencional económicamente viable a gran escala surgió recién en la última década<sup>1</sup>.

La base mundial de recursos de gas no convencional, que incluye depósitos de gas aún no desarrollados o detectados y que es más incierta desde el punto de vista de la capacidad de recuperación, es considerablemente más grande que la de gas natural convencional y la supera (cuadro 3.2.1)<sup>2</sup>. En términos del porcentaje de producción, el gas no convencional originó 12% de la producción total mundial de gas natural en 2008, y la Agencia Internacional de Energía (AIE) prevé que esa cifra aumentará a 15% en 2030 (*World Energy Outlook*, 2009, AIE). Sin embargo, existen recursos suficientes para una expansión mucho más grande. A las tasas de producción mundial actuales, las reservas mundiales comprobadas (convencionales y no convencionales) de hoy podrían sustentar la producción actual durante 58 años (*World Energy*

<sup>1</sup>La extracción de gas no convencional normalmente implica la perforación horizontal y el fracturamiento hidráulico (un método que produce fracturas en la roca e inyecta un fluido para aumentar la permeabilidad).

<sup>2</sup>Se estima una capacidad de recuperación sumamente probable del orden de los 380.000 metros cúbicos de recursos no convencionales (*World Energy Outlook*, 2010, AIE). Los recursos de gas convencional recuperable restantes están estimados en 400.000 metros cúbicos.

#### Cuadro 3.2.1. Recursos de gas natural no convencional, 2009

(Billones de metros cúbicos)

	Gas en arenas compactas	Metano en capas de carbón	Gas de esquisto	Total
Oriente Medio y Norte de África	23	0	72	95
África subsahariana	22	1	8	31
Ex Unión Soviética	25	112	18	155
Asia y el Pacífico	52	48	174	274
Asia central y China	10	34	100	144
Miembros de la OCDE, Pacífico	20	13	65	98
Asia meridional	6	1	0	7
Otros países	16	0	9	25
América del Norte	39	85	109	233
América Latina	37	1	60	98
Europa	12	7	15	34
Europa central y oriental	2	3	1	6
Europa occidental	10	4	14	28
Mundo	210	254	456	920

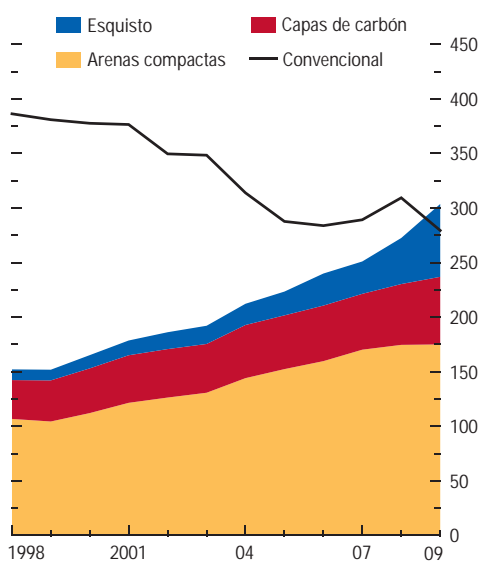
Fuente: Agencia Internacional de Energía, *World Energy Outlook* (2009).

<sup>1</sup>OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Recuadro 3.2 (continuación)

Gráfico 3.2.1. Suministro de gas natural en Estados Unidos; 1998–2009

(Miles de millones de metros cúbicos)



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

*Outlook*, 2009, AIE)<sup>3</sup>, en tanto que los recursos combinados equivalen a 250 años de la producción actual.

Hasta ahora, la extracción de gas de esquisto ha estado limitada a Estados Unidos, pero hay creciente interés en la explotación de fuentes no convencionales de gas a nivel internacional. De hecho, varios países han puesto en marcha la exploración de recursos potencialmente grandes de gas de esquisto; entre ellos, Alemania, Arabia Saudita, Australia, Austria, Canadá, China, Hungría, India, Polonia y el Reino Unido.

<sup>3</sup>La región de Oriente Medio y Norte de África posee más del 40% de las reservas comprobadas de gas del mundo, con margen para nuevos descubrimientos. Qatar, la República Islámica del Irán y Rusia poseen alrededor de la mitad de las reservas mundiales comprobadas de gas.

En algunos países, la evaluación de la viabilidad comercial de las reservas y el desarrollo de la base de recursos podrían llevar hasta una década. Existen varios retos técnicos y políticos: la recuperación del gas de esquisto requiere grandes zonas de perforación que en algunos casos pueden ser transfronterizas, afectan a un gran número de residentes y, en última instancia, atraen la oposición medioambiental debido al riesgo de contaminación de las aguas subterráneas con fluidos de fractura. Por ejemplo, Europa, que tiene una elevada densidad demográfica y numerosas fronteras nacionales, podría tener dificultades para regular los permisos de explotación. Sin embargo, algunos países de Europa oriental —especialmente Polonia— están estudiando activamente las posibilidades. China tiene como meta una producción de gas de esquisto de 30.000 millones de metros cúbicos por año, lo cual representa aproximadamente la mitad del consumo de gas natural del país de 2009.

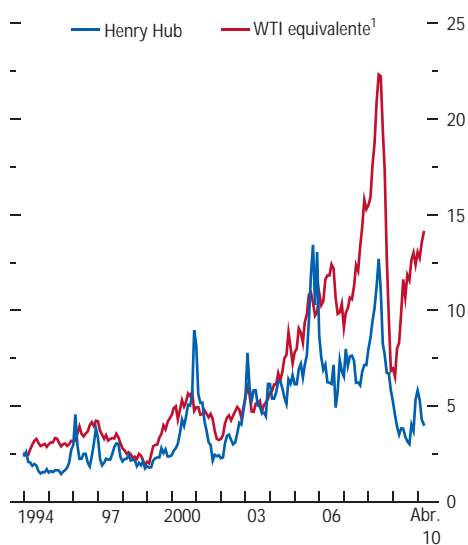
Los costos marginales a largo plazo y el papel del gas de esquisto en la combinación de recursos energéticos son difíciles de proyectar. La producción de gas de esquisto se caracteriza por elevadas tasas de producción iniciales seguidas de una rápida disminución<sup>4</sup>. Por ende, el precio de mercado debe cubrir costos de operación relativamente altos (en comparación con la producción de gas natural convencional) y permitir una rápida amortización de la inversión. Según un estudio del Massachusetts Institute of Technology (MIT, 2010), el precio de equilibrio de la explotación de gas de esquisto se ubica entre \$4 millones y \$8 millones por pie cúbico (a precios constantes de 2007). Hasta ahora, el precio al contado de referencia del gas natural en Estados Unidos (Henry Hub) ha fluctuado dentro de esa banda de equilibrio, aunque se mantiene muy por debajo de los niveles anteriores a la crisis. En consecuencia, la producción ha seguido creciendo rápidamente a pesar de las inquietudes en torno al impacto de los bajos precios actuales.

<sup>4</sup>La tasa de disminución promedio (ponderada según la producción) de los yacimientos horizontales de la formación conocida como *Barnett Shale* es 39% el segundo año y 50% el tercer año en relación con el primero (*World Energy Outlook*, 2009, AIE).

## Recuadro 3.2 (conclusión)

## Gráfico 3.2.2. Precios al contado del gas natural y del petróleo en Estados Unidos

(Dólares de EE.UU. por millón de unidades térmicas británicas)



Fuente: Dow Jones & Company.  
<sup>1</sup>WTI = West Texas Intermediate.

El rápido aumento de la oferta de gas de esquisto explica en parte el reciente desacoplamiento de los precios del gas natural de los precios del petróleo en Estados Unidos. Si los precios por unidad de energía fueran los mismos, el precio del gas natural sería una sexta parte del precio del petróleo por barril. El gráfico 3.2.2 muestra que esta paridad rigió en términos generales en el mercado estadounidense al contado hasta fines de 2005. Desde entonces, el precio del gas ha bajado en relación con el del petróleo, lo que sugiere que el arbitraje sigue siendo limitado teniendo en cuenta que el gas y el petróleo no son buenos sucedáneos en muchas aplicaciones, de lo cual el transporte es un ejemplo por excelencia.

## Cuadro 3.2.2. Composición de las operaciones mayoristas de gas: Estados Unidos y Europa, 2007 (Porcentaje)

	Precios del mercado al contado	Precios indexados al petróleo	Otros
América del Norte	98,7	0	1,3
Europa	22	72,2	5,8

Fuente: Agencia Internacional de Energía, *World Energy Outlook* (2009).

El aumento de la oferta de gas de esquisto en Estados Unidos ha reorientado los suministros de gas natural licuado (GNL) hacia otros mercados, especialmente de Europa y Asia, poniendo en duda los mecanismos tradicionales de precios contractuales. En Europa y Asia, los precios del gas continúan indexados a los precios del petróleo fijados en contratos a largo plazo (cuadro 3.2.2), pero el aumento de la producción estadounidense de gas de esquisto, sumado al aumento de los suministros de GNL y de la capacidad de distribución fuera de América del Norte, podría llevar a un desacoplamiento de los precios del petróleo y del gas, como ocurrió en Estados Unidos. Esta presión sobre los mecanismos contractuales ha dado lugar a la formación de mercados de precios al contado parecidos a los de Estados Unidos. La mayor capacidad de transporte de GNL también ha facilitado el arbitraje de precios entre mercados.

En conclusión, el gas de esquisto podría transformar las perspectivas del gas natural como fuente de energía primaria, pero aún es difícil prever hasta qué punto ese potencial tiene posibilidades de concretarse. La disminución de los precios relativos del gas probablemente haga subir la cuota de mercado del gas natural dentro del total de energía primaria, y el principal beneficiario probablemente sea el sector de la energía eléctrica. Pero la producción de gas de esquisto a gran escala tendrá que comenzar fuera de Estados Unidos para que esta fuente energética alcance su potencial máximo.

### Recuadro 3.3. Efectos a corto plazo de los shocks petroleros en la actividad económica

El impacto a corto plazo de las variaciones profundas e imprevistas de los precios del petróleo —generalmente denominadas shocks petroleros— en la actividad económica es difícil de cuantificar y puede ser muy distinto del impacto a largo plazo. Tanto la naturaleza del shock de los precios del petróleo como la combinación de canales de transmisión a corto plazo que están en juego pueden contribuir a esas diferencias. Este recuadro analiza estas cuestiones y describe en qué medida el impacto a corto plazo de los shocks petroleros puede ser diferente de las simulaciones del modelo presentado en este capítulo.

La naturaleza del shock es el factor que más determina el impacto en la actividad económica. Si el aumento imprevisto de los precios del petróleo está causado por un auge inesperado de crecimiento de la economía mundial (un shock de la demanda), es probable que los precios del petróleo y el crecimiento del PIB se muevan conjuntamente al principio: el aumento de los precios moderará el auge inicial pero no provocará una desaceleración. Sin embargo, los shocks de la oferta debidos a factores tales como un trastorno pasajero de la producción petrolera causado por sucesos geopolíticos o por una disminución permanente de la disponibilidad de petróleo probablemente hagan subir los precios del petróleo al margen de las condiciones económicas mundiales y, según la magnitud del trastorno de la oferta, podrían causar una pérdida del producto<sup>1</sup>.

La duración esperada del shock de la oferta probablemente influya también en los efectos macroeconómicos. Los productores y los consumidores basan sus decisiones en parte en expectativas en torno a los precios. Por lo tanto, esos planes se verán menos afectados por un shock que presuntamente será temporal (por ejemplo, trastornos de la oferta debidos a disturbios geopolíticos pasajeros) que por un shock muy persistente.

Nota: Los autores principales de este recuadro son Andrea Pescatori, Shaun Roache y Joong Shik Kang.

<sup>1</sup>La demanda precautoria puede exacerbar los efectos que causan en los precios del petróleo los pequeños trastornos de la oferta petrolera o las inquietudes en torno a la oferta (Kilian, 2009).

El análisis de este capítulo se plantea una reducción permanente imprevista de la oferta y sugiere un impacto macroeconómico relativamente benigno a mediano y largo plazo. Eso no es de sorprender; a esos plazos, el grueso del impacto de un shock de los precios del petróleo en el PIB depende de la proporción de petróleo en el costo de producción. Concretamente, aunque el petróleo es un factor de producción directo o indirecto en numerosos bienes finales e intermedios (desde los perfumes hasta los combustibles para aeronaves), el costo global del petróleo como proporción del PIB es más bien pequeño: de 2% a 5%, según el país. En principio, para un importador de petróleo, la elasticidad del PIB con respecto a una variación de los precios del petróleo provocada por un shock de la oferta sería más o menos igual a la proporción del costo; es decir, más bien pequeña. Además, el impacto puede ser aún más pequeño para la totalidad del mundo, que incluye a los exportadores de petróleo, en los cuales el aumento de los precios del petróleo estimula la demanda de bienes y servicios.

Sin embargo, a corto plazo, otros factores y canales de amplificación pueden influir significativamente en la respuesta del producto a un aumento imprevisto del precio del petróleo. Pero estos canales son difíciles de analizar en un modelo a gran escala y quizá no ejerzan una influencia significativa en todos los casos en la práctica.

Un primer canal está relacionado con la posibilidad de que las alzas abruptas de los precios del petróleo (particularmente las vinculadas a sucesos geopolíticos) acentúen la aversión al riesgo tanto de las empresas como de los hogares<sup>2</sup>. La agudización de la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas puede llevar a las empresas y a los hogares a posponer decisiones sobre las que es difícil dar marcha atrás, tales como las de contratar, invertir y comprar bienes duraderos. Los mercados financieros pueden exacerbar estos efectos si la información imperfecta o el comportamiento de rebaño de los

<sup>2</sup>Los estudios han mostrado que los aumentos pequeños de la probabilidad de sucesos muy improbables pero catastróficos (como la escasez de petróleo, los disturbios políticos y la desaparición de ciertas industrias) pueden tener efectos drásticos en el comportamiento humano.

### Recuadro 3.3 (conclusión)

mercados contribuyen a una disminución pronunciada de la liquidez y a un ajuste marcado de los precios de los activos.

Un segundo canal es la redistribución de los factores de producción. Las industrias y las empresas que producen bienes que requieren una gran cantidad de petróleo o que los utilizan como insumos son particularmente vulnerables al encarecimiento del petróleo. Algunas de estas industrias y empresas pueden dejar de ser rentables si los precios del petróleo se mantienen a niveles elevados durante períodos prolongados. Esto puede deprimir los márgenes de ganancia o reducir la demanda de sus productos cuando las alzas de los precios del petróleo quedan reflejadas en los precios al consumidor<sup>3</sup>. A nivel macroeconómico, la desaparición de esas empresas implica la redistribución de capital y trabajo a otras industrias, un proceso que puede llevar cierto tiempo e implicar grandes costos con pérdida<sup>4</sup>. En términos más generales, los efectos adversos de las quiebras a gran escala en las industrias muy golpeadas pueden propagarse al resto de la economía, a través de los balances corporativos o bancarios.

Una política errada también puede exacerbar los efectos de un shock de la oferta petrolera. Por ejemplo, la política monetaria puede contribuir a desestabilizar el producto al luchar equivocadamente contra una escalada pasajera del nivel general de inflación atribuible al petróleo<sup>5</sup>. Los controles de precios pueden conducir al racionamiento y a la escasez, lo cual quizás haya contribuido a amplificar los efectos del shock de los precios del petróleo de 1973<sup>6</sup>.

Cuantificar el impacto a corto plazo de los shocks petroleros en el crecimiento ha sido un reto im-

<sup>3</sup>Por ejemplo, el encarecimiento de la gasolina en 2007–08 asestó un duro golpe a la industria automotriz estadounidense.

<sup>4</sup>La redistribución del trabajo implica generalmente una pérdida de capital humano, ya que algunas aptitudes son específicas de determinadas ocupaciones. Los bienes de capital de una empresa pueden ser menos productivos en otra o su traspaso puede resultar sencillamente demasiado costoso.

<sup>5</sup>Los especialistas aún debaten si la política monetaria amplificó el shock petrolero inicial (véanse Hamilton, 1996; Bernanke, Gertler y Watson, 1997; y Hamilton y Herrera, 2004).

<sup>6</sup>Particularmente en el caso de la gasolina (véase Ramey y Vine, 2010).

**Cuadro 3.3.1. Impacto porcentual anualizado de un aumento de 10% del precio del petróleo en el crecimiento del PIB real estadounidense después de un año**

	Respuesta máxima del PIB (porcentaje)	Período de la muestra
<i>Muestra antigua</i>		
Rotemberg-Woodford (1996)	-2,00	1948–80
Hamilton (1996)	-0,75	1948–73
Blanchard-Gali (2007)	-0,40	1970–83
<i>Muestra reciente</i>		
Hamilton (1996)	-0,20	1974–94
Kilian (2009) <sup>1</sup>	< -1,00	1975–2007
Blanchard-Gali (2007)	-0,15	1984–2007
Cavallo-Wu (2006)	-0,40	1984–2007

Fuentes: Blanchard y Galí (2007); Cavallo-Wu (2006); James Hamilton (1996); Rotemberg-Woodford (1996); y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La serie de precios del petróleo utilizada puede diferir entre un estudio y otro. En todos los estudios, las variaciones de los precios del petróleo son provocadas por shocks de la oferta y no responden a la demanda mundial.

<sup>1</sup>Los cálculos del personal técnico del FMI están basados en los resultados de Kilian (2009).

nente para los análisis empíricos (cuadro 3.3.1). Puede resultar difícil determinar la naturaleza del shock —si se debe a la oferta o a la demanda— y la interacción de los canales de amplificación ya descritos. Pero otro desafío surge de los cambios estructurales en las economías acaecidos en los últimos tiempos. Por ejemplo, el consenso general es que las recientes alzas de los precios del petróleo afectaron al producto menos que las ocurridas en la década de 1970. Entre las explicaciones posibles cabe mencionar la posibilidad de que los aumentos recientes hayan respondido principalmente a la demanda, que la política monetaria haya evitado efectos perjudiciales de segunda ronda en los salarios, que la rigidez de los salarios reales haya disminuido y que la intensidad petrolera de las economías avanzadas se haya reducido mucho<sup>7</sup>. Separar los shocks de la demanda y los shocks de la oferta es el reto fundamental para el análisis empírico que busca cuantificar la relación entre los precios del petróleo y la actividad.

<sup>7</sup>Véanse Blanchard y Galí (2007) y Nakov y Pescatori (2010).



## Referencias

- Adelman, Morris A., 1986, "Scarcity and World Oil Prices", *Review of Economics and Statistics*, vol. 68 (agosto), págs. 387-97 (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- , y G. C. Watkins, 2008, "Reserve Prices and Mineral Resource Theory", *Energy Journal*, International Association for Energy Economics, vol. 29 (edición especial), págs. 1-16.
- Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA), *International Energy Outlook*, varios números (Washington).
- Agencia Internacional de Energía (AIE), *World Energy Outlook*, varios números (París).
- , 2010a, *Medium-Term Oil Market Report* (París: Junio y julio).
- , 2010b, *Medium-Term Oil Market Report, Update* (París, diciembre).
- Ayres, Robert U., 2007, "On the Practical Limits to Substitution", *Ecological Economics*, vol. 61, No. 1, págs. 115-28.
- , y Benjamin Warr, 2005, "Accounting for Growth: The Role of Physical Work", *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 16, No. 2, págs. 181-209.
- , 2010, *The Economic Growth Engine: How Energy and Work Drive Material Prosperity* (Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar).
- Bernanke, Ben, Mark Gertler y Mark Watson, 1997, "Systemic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks", *Brookings Papers on Economic Activity. 1*, Brookings Institution, págs. 91-142.
- Blanchard, Olivier, y Jordi Galí, 2007, "The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why Are the 2000s So Different from the 1970s?", NBER Working Paper No. 13368 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- British Petroleum, 2010, *Statistical Review of World Energy* (Londres, junio).
- , 2011, *Energy Outlook 2030* (Londres, junio).
- Cashin, Paul, C., John McDermott y Alasdair Scott, 2002, "Booms and Slumps in World Commodity Prices", *Journal of Development Economics*, vol. 69 (1 de octubre), págs. 277-296.
- Cavallo, Michele, y Tao Wu, 2006, "Measuring Oil-Price Shocks Using Market-Based Information", Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2006-28 (San Francisco: Banco de la Reserva Federal de San Francisco). Disponible en [www.frbsf.org/publications/economics/papers/2006/wp06-28bk.pdf](http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2006/wp06-28bk.pdf).
- Christiano, Lawrence J., y Terry J. Fitzgerald, 2003, "The Band Pass Filter", *International Economic Review*, vol. 44, No. 2, págs. 435-65.
- Clinton, Kevin, Michael Kumhof, Douglas Laxton y Susanna Mursula, 2010, "Deficit Reduction: Short-Term Pain for Long-Term Gain", *European Economic Review*, vol. 55, No. 1, págs. 118-39.
- Coady, David, Justin Tyson, John M. Piotrowski, Robert Gillingham, Rolando Ossowski y Shamsuddin Tareqand, 2010, "Petroleum Product Subsidies: Costly, Inequitable, and on the Rise", IMF Staff Position Note 10/05 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Cooper, John, 2003, "Price Elasticity of Demand for Crude Oil: Estimates for 23 Countries", *OPEC Review*, vol. 27, No. 1, págs. 1-8.
- Cuddington, John T., y Daniel Jerrett, 2008, "Super Cycles in Real Metals Prices?", *IMF Staff Papers*, vol. 55, No. 4, págs. 541-65.
- Dahl, Carol A., y Thomas E. Duggan, 1998, "Survey of Price Elasticities from Economic Exploration Models of US Oil and Gas Supply", *Journal of Energy Finance and Development*, vol. 3, No. 2, págs. 129-69.
- Dargay, Joyce M., y Dermot Gately, 1995, "The Response of World Energy and Oil Demand to Income Growth and Changes in Oil Prices", *Annual Review of Energy and the Environment*, vol. 20, págs. 145-78.
- , 2010, "World Oil Demand's Shift toward Faster Growing and Less Price-Responsive Products and Regions", *Energy Policy*, vol. 38, págs. 6621-77.
- , y Hillard Huntington, 2007, "Price and Income Responsiveness of World Oil Demand by Product" (inédito; Nueva York: Departamento de Economía de la Universidad de Nueva York). Disponible en [www.econ.nyu.edu/dept/courses/gately/OilDemand.pdf](http://www.econ.nyu.edu/dept/courses/gately/OilDemand.pdf).
- Dées, Stephane, Pavlos Karadeloglou, Robert K. Kaufmann y Marcelo Sánchez, 2007, "Modelling the World Oil Market: Assessment of a Quarterly Econometric Model", *Energy Policy*, vol. 35, No. 1, págs. 178-91.
- Federal Highway Administration, 2008, *Highway Statistics* (Washington: Departamento de Transporte de Estados Unidos).
- Finn, Mary G., 2000, "Perfect Competition and the Effects of Energy Price Increases on Economic Activity", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 32, No. 3, págs. 400-16.
- Freedman, Charles, Michael Kumhof, Douglas Laxton, Dirk Muir y Susanna Mursula, 2010, "Global Effects of Fiscal Stimulus During the Crisis", *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, No. 5, págs. 506-26.
- Gately, Dermot, y Hillard Huntington, 2002, "The Asymmetric Effects of Changes in Price and Income on Energy and Oil Demand", *Energy Journal*, vol. 23, No. 1, págs. 19-55.
- Goldman Sachs, 2010, *Global Energy: 280 Projects to Change the World* (Londres: Goldman Sachs Group—Global Investment Research).



- Hall, Charles A. S., y Kent A. Klitgaard, de próxima publicación, *Energy and the Wealth of Nations: Understanding the Biophysical Economy* (Hamburgo: Springer Verlag).
- Hamilton, James D., 1996, “What Is What Happened to the Oil Price-Macroeconomy Relationship”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 38, págs. 215–20.
- , 2009, “Causes and Consequences of the Oil Shock of 2007–08”, *Brookings Papers on Economic Activity* (segundo trimestre), págs. 215–61.
- , y Herrera, Ana M., 2004, “Oil Shocks and Aggregate Macroeconomic Behavior: The Role of Monetary Policy: A Comment”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 36, No. 2 (marzo), págs. 265–86.
- Helbling, Thomas, de próxima publicación, “Commodity Prices and the Global Economy—A Retrospective”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Hirsch, Robert L., Roger Bezdek y Robert Wendling, 2005, *Peaking of World Oil Production: Impacts, Mitigation, and Risk Management* (Washington: Departamento de Energía de Estados Unidos).
- , 2010, *The Impending World Energy Mess* (Washington: Griffin Media Group, Apogee Prime).
- Hotelling, Harold, 1931, “The Economics of Exhaustible Resources”, *The Journal of Political Economy*, vol. 39, No. 2, págs. 137–75.
- Huntington, Hillard, 2010, “Short- and Long-Run Adjustments in U.S. Petroleum Consumption”, *Energy Economics*, vol. 32, No. 1, págs. 63–72.
- Jones Benjamin, y Michael Keen, 2009, “Climate Policy and the Recovery”, IMF Staff Position Note 09/28 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kaufmann, Robert K., 1991, “Oil Production in the Lower 48 States: Reconciling Curve Fitting and Econometric Models”, *Resources and Energy*, vol. 13, No. 1, págs. 111–27.
- 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.
- Kumhof, Michael, y Douglas Laxton, 2007, “A Party without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits”, IMF Working Paper 07/202 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2009, “Fiscal Deficits and Current Account Deficits”, IMF Working Paper 09/237 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kumhof, Michael, Dirk Muir y Susanna Mursula, 2010, “The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF)—Theoretical Structure”, IMF Working Paper 10/34 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kümmel, Reiner, de próxima publicación, *The Second Law of Economics: Energy, Entropy, and the Origins of Wealth* (Hamburgo: Springer Verlag).
- , Julian Henn y Dietmar Lindenberger, 2002, “Capital, Labor, Energy and Creativity: Modeling Innovation Diffusion”, *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 13, No. 4, págs. 415–33.
- Lynch, Michael C., 2002, “Forecasting Oil Supply: Theory and Practice”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 42, No. 2, págs. 373–89.
- Massachusetts Institute of Technology, 2010, *The Future of Natural Gas: Interim Report* (Cambridge, Massachusetts).
- Nakov, Anton A., y Andrea Pescatori, 2010, “Oil and the Great Moderation”, *The Economic Journal*, vol. 120, No. 543, págs. 131–56.
- Pesaran, M. Hashem, 1990, “An Econometric Analysis of Exploration and Extraction of Oil in the U.K. Continental Shelf”, *The Economic Journal*, vol. 100, No. 401, págs. 367–90.
- , y Hossein Samiei, 1995, “Forecasting Ultimate Resource Recovery”, *International Journal of Forecasting*, vol. 11, No. 4, págs. 543–55.
- Pindyck, Robert S., 1978, “The Optimal Exploration and Production of Nonrenewable Resources”, *Journal of Political Economy*, vol. 86, No. 5, págs. 841–61.
- Radetzki, Marian, 2006, “The Anatomy of Three Commodity Booms”, *Resources Policy*, vol. 31, No. 1, págs. 56–64.
- Ramey, Valerie A., y Daniel J. Vine, 2010, “Oil, Automobiles, and the U.S. Economy: How Much Have Things Really Changed?”, *NBER Macroeconomics Annual 2010*, vol. 25 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Rotemberg, Julio J., y Michael Woodford, 1996, “Imperfect Competition and the Effects of Energy Price Increases on Economic Activity”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 28, No. 4, págs. 549–77.
- Shell, 2011, *Signals and Signposts: Energy Scenario to 2050* (La Haya: Royal Dutch Shell).
- Sillitoe, Richard H., 2000, “Exploration and Discovery of Base- and Precious-Metal Deposits in the Circum-Pacific Region—A Late 1990s Update”, *Resource Geology Special Issue*, No. 21.
- Slade, Margaret E., 1982, “Cycles in Natural-Resource Commodity Prices: An Analysis of the Frequency Domain”, *Journal of Environmental Economics and Management*, vol. 9, No. 2, págs. 138–48.
- Sorrell, Steve, Richard Miller, Roger Bentley y Jamie Speirs, 2010, “Oil Futures: A Comparison of Global Supply Forecasts”, *Energy Policy*, vol. 38, No. 9, págs. 4990–5003.
- Uhler, Russell S., 1976, “Costs and Supply in Petroleum Exploration: The Case of Alberta”, *The Canadian Journal of Economics*, vol. 9, No. 1, págs. 72–90.
- Vansteenkiste, Isabel, 2009, “How Important Are Common Factors in Driving Non-Fuel Commodity Prices? A Dynamic Factor Analysis”, *ECB Working Paper* No. 1072 (Fráncfort: Banco Central Europeo).



## FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL: ¿CONFIABLES O INCONSTANTES?

*En este capítulo se analizan los flujos de capital internacionales a lo largo de los últimos 30 años a fin de evaluar su previsibilidad y su reacción probable a cambios en el entorno macroeconómico. Se concluye que los flujos de capital exhiben una persistencia baja y que su volatilidad se incrementó a lo largo del tiempo. En la comparación entre distintas economías, los flujos netos a economías de mercados emergentes son algo más volátiles que aquellos a economías avanzadas; en cuanto a los tipos de flujo, los flujos generadores de deuda son algo más volátiles y menos persistentes que los demás. Los flujos de capital netos a economías de mercados emergentes han estado muy correlacionados con los cambios en las condiciones mundiales del financiamiento, y registraron alzas marcadas en períodos de tasas de interés internacionales relativamente bajas y poca aversión al riesgo (o mayor apetito de riesgo) y caídas subsiguientes. Además, las economías que tienen una exposición financiera directa a Estados Unidos experimentan una disminución adicional de los flujos de capital netos en respuesta a un endurecimiento de la política monetaria estadounidense superior a la que sufren las economías que no tienen tal exposición. Este efecto adicional negativo es mayor cuando el alza de la tasa de política monetaria estadounidense es imprevista, y más marcada en las economías de mercados emergentes que están más integradas con los mercados cambiarios y financieros internacionales; a la vez, es más pequeño en las economías con mayor profundidad financiera y un crecimiento relativamente vigoroso. Por último, la respuesta adicional al endurecimiento de la política monetaria estadounidense es más marcada cuando las tasas de interés y la aversión al riesgo son bajas a nivel mundial. Estas determinaciones llevan a pensar que, cuando ocurra, la disipación de las condiciones de financiamiento acomodaticias internacionales reducirá al margen los flujos netos dirigidos a las economías de mercados emergentes que tienen una exposición financiera directa a Estados Unidos, en comparación con las que no la tienen, aunque*

Los autores principales de este capítulo son John Bluedorn, Rupa Duttagupta (jefa de equipo), Jaime Guajardo y Petia Topalova, con la colaboración de Angela Espiritu, Murad Omoev, Andy Salazar y Jessie Yang.

*el crecimiento vigoroso de esas economías puede neutralizar este efecto negativo adicional. Por lo tanto, a medida que las economías se integren más a los mercados financieros mundiales, es importante adoptar políticas que mantengan la capacidad financiera y económica nacional para hacer frente a los flujos de capital variables.*

En los últimos años, los flujos de capital internacionales experimentaron altibajos sin precedentes<sup>1</sup>. Tras un aumento notable durante la gestación de la crisis mundial, las entradas brutas cayeron en picado cuando se desató la crisis (Milesi-Ferretti y Tille, 2010), pero pronto recuperaron su impulso alcista (gráfico 4.1). Las fluctuaciones de los flujos netos fueron mucho más bruscas en el caso de las economías de mercados emergentes que en las economías avanzadas: en las últimas, las salidas brutas compensaron en gran parte a las entradas brutas, lo que generó variaciones más moderadas de los flujos netos (gráfico 4.2). Por el contrario, en las economías de mercados emergentes, tanto las entradas brutas como los flujos netos cayeron drásticamente durante la crisis y repuntaron con fuerza más tarde. En muchas de ellas, los flujos netos de los tres primeros trimestres de 2010 ya habían superado los promedios de 2004–07 (gráfico 4.3) pero continuaron a niveles inferiores a los máximos anteriores a la crisis.

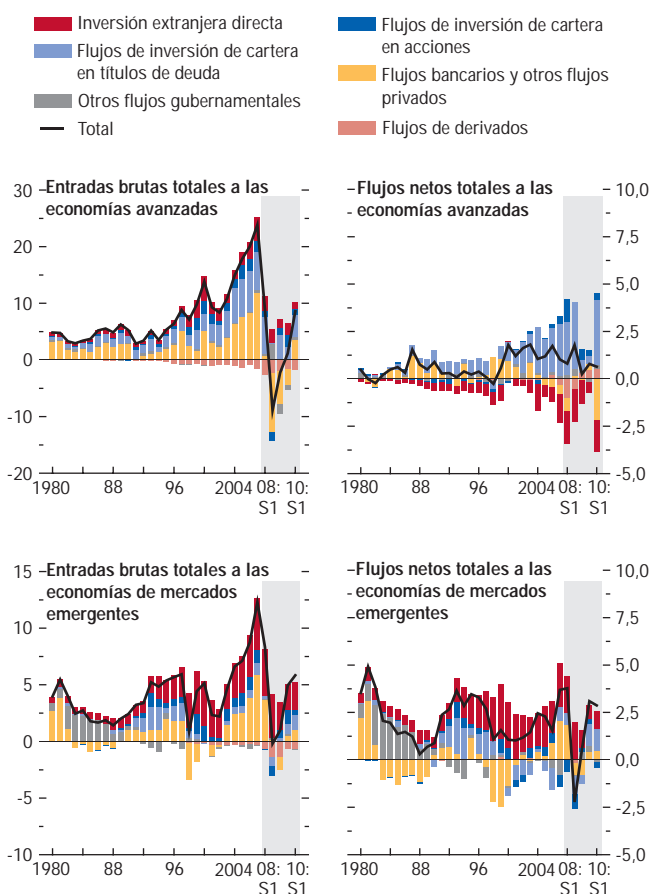
Las autoridades de muchas economías de mercados emergentes no recibieron el reciente cambio de

<sup>1</sup> En este capítulo se emplea la expresión “flujos de capital” para describir transacciones financieras transfronterizas registradas en las cuentas financieras externas de las economías, como se describe en la sexta edición del *Manual de Balanza de Pagos y de Posición de Inversión Internacional* del FMI. Según el manual, se generan entradas cuando la economía receptora incurre en pasivos externos (entradas con signo positivo) y cuando se reduce el pasivo externo (entradas con signo negativo). Las salidas son compras de activos externos desde el punto de vista de la economía compradora (salidas con signo negativo) y desapalancamiento de sus activos (salidas con signo positivo). Los flujos netos son la suma de las entradas y salidas brutas, en los casos en que las salidas se registran con signo negativo. La acumulación de activos de reserva, que puede sufrir la influencia de factores no relacionados con el mercado, se excluye del cálculo de los flujos netos definido en este capítulo.

### Gráfico 4.1. Colapso y recuperación de los flujos de capital transfronterizos

(Porcentaje del PIB agregado)

Después de un aumento récord durante la gestación de la crisis financiera y una caída abrupta tras la crisis, los flujos de capital internacionales repuntaron, tanto hacia las economías avanzadas como hacia las economías de mercados emergentes.



Fuentes: CEIC, Haver Analytics; FMI, *Balance of Payment Statistics*; fuentes nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Véase la lista de las economías comprendidas en los agregados de economías avanzadas y economías de mercados emergentes en el apéndice 4.1. Los datos se delinean en términos anuales hasta 2007, y en términos semestrales a partir de entonces (sombreado). Los datos semestrales se calculan como la suma de los flujos de capital a lo largo de los dos trimestres pertinentes dividida por la suma del PIB nominal (ambas en dólares de EE.UU.) para el mismo período. Es posible que los flujos totales no sean equivalentes a la suma de los componentes individuales por falta de datos relativos a la composición subyacente de algunas economías.

tendencia de los flujos de capital con un entusiasmo unánime. Si bien el capital externo puede proporcionar el financiamiento y estimular la apreciación de la moneda que se necesitan para fortalecer la demanda interna en las economías receptoras, los flujos netos pueden crecer a un ritmo que resulta difícil de manejar, o pueden fluctuar de modo imprevisible y, por lo tanto, exacerbar los ciclos económicos o financieros internos de auge y colapso.

En consecuencia, una pregunta clave a la que se enfrentan las autoridades es qué pasará con los flujos de capital cuando lleguen a su fin las condiciones favorables de financiamiento mundial, caracterizadas por tasas de interés internacionales bajas y poca aversión al riesgo. ¿Se revertirá el rumbo de los flujos de capital cuando se reanuden las políticas monetarias restrictivas en Estados Unidos o en otras economías avanzadas importantes?

A fin de enriquecer ese debate, en este capítulo se analiza la naturaleza de los flujos de capital privado netos transfronterizos de los últimos 30 años en economías avanzadas, de mercados emergentes y otras economías en desarrollo<sup>2</sup>. Se estudia cuán variables son esos flujos, y cuán propensos a reaccionar a

<sup>2</sup> Existe un conjunto creciente de trabajos publicados que toma en cuenta los flujos brutos de capital en lugar de los flujos netos para revelar la medida en que el movimiento transfronterizo de capital es causado por inversionistas externos o por residentes internos (véase Forbes y Warnock, 2010). Si bien el comportamiento de las entradas y las salidas brutas es interesante, un análisis de sus determinantes exigiría un modelado cuidadoso de las no estacionariedades que tienen una presencia generalizada en los datos sobre los flujos brutos. Este capítulo se centra en los flujos netos, que son estacionarios y constituyen una contrapartida natural de la cuenta corriente, en torno a la cual gira el debate sobre la recuperación del equilibrio externo. Al igual que en el capítulo 4 de la edición de octubre de 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*, prestamos atención a los flujos de capital netos "privados", definidos desde el punto de vista del sector receptor. Es decir, los flujos de capital considerados aquí excluyen todos los flujos al gobierno general y a las autoridades monetarias que corresponden al componente "otras inversiones" de la cuenta financiera, puesto que se espera que este se vea determinado principalmente por factores ajenos al mercado (como los préstamos soberanos bilaterales o las transacciones con el FMI). Sin embargo, este concepto de los flujos de capital incluye los flujos de cartera que recibe el gobierno. En el apéndice 4.1 se detalla la lista completa de los grupos de economías avanzadas, economías de mercados emergentes y otras economías en desarrollo. Hemos excluido los centros financieros o *shore* (también listados en el apéndice 4.1) del análisis principal, pues los flujos de capital a esas economías pueden reflejar factores no relacionados con la economía interna.

cambios en el entorno macroeconómico mundial. El capítulo se centra, sobre todo, en el comportamiento de los flujos netos hacia economías de mercados emergentes, y en una comparación de la experiencia de esas economías con la de las demás. Específicamente, el capítulo se ocupa de las siguientes cuestiones:

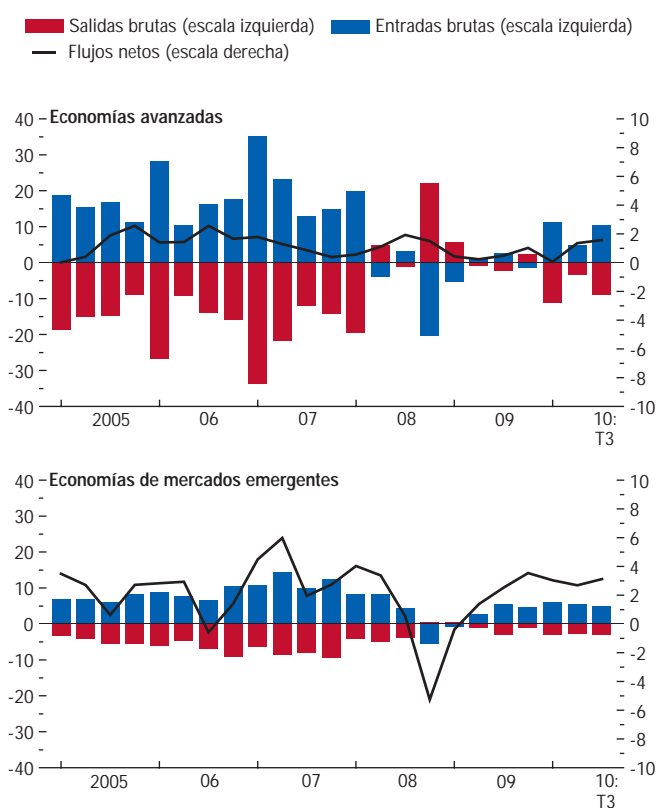
- Después de la crisis mundial, ¿cuál fue la naturaleza de la recuperación de los flujos de capital en las economías avanzadas y en las de mercados emergentes? En términos de su volumen y composición, ¿cómo mejoraron los flujos hacia las economías de mercados emergentes después de la crisis, en comparación con la escalada previa a la crisis y con las tendencias históricas? A grandes rasgos, la recuperación de los flujos netos, ¿fue similar entre las distintas regiones, economías y tipos de flujo?
- ¿Cuán volátiles y variables son los flujos netos? ¿Son los flujos que reciben algunas economías más volátiles o menos persistentes que los que reciben otras economías? ¿Han cambiado a lo largo del tiempo esas propiedades estadísticas y varían según el tipo de flujo?
- ¿Cómo se comportaron los flujos netos y sus componentes en episodios anteriores de tasas de interés internacionales bajas y poca aversión al riesgo? ¿En qué medida puede explicarse la variación en los flujos netos por factores comunes, mundiales o regionales, y no internos?
- La exposición financiera directa de una economía a Estados Unidos, ¿influye en la sensibilidad de sus flujos de capital netos a los cambios de la política monetaria de Estados Unidos? ¿En qué medida se asocia esta sensibilidad con las características estructurales y económicas de la economía receptora, como el grado de integración financiera mundial, la profundidad financiera interna, el régimen del tipo de cambio y el desempeño del crecimiento? ¿Varía esa sensibilidad por tipo de flujo o de acuerdo con el entorno económico y financiero mundial?

Al responder esas preguntas, este capítulo realiza varios aportes a la voluminosa bibliografía sobre flujos de capital. En primer lugar, en su análisis descriptivo, amplía trabajos anteriores sobre la volatilidad y persistencia de los flujos de capital (por ejemplo, Becker y Noone, 2009; Levchenko y Mauro, 2007; Claessens, Dooley y Warner, 1995) con respecto a

### Gráfico 4.2. Evolución de los flujos de capital brutos y netos

(Porcentaje del PIB agregado)

Las economías de mercados emergentes experimentaron fluctuaciones mucho más marcadas en términos de flujos de capital netos que las economías avanzadas, a pesar de la similitud en el comportamiento de entradas y salidas brutas de capital en los dos grupos.



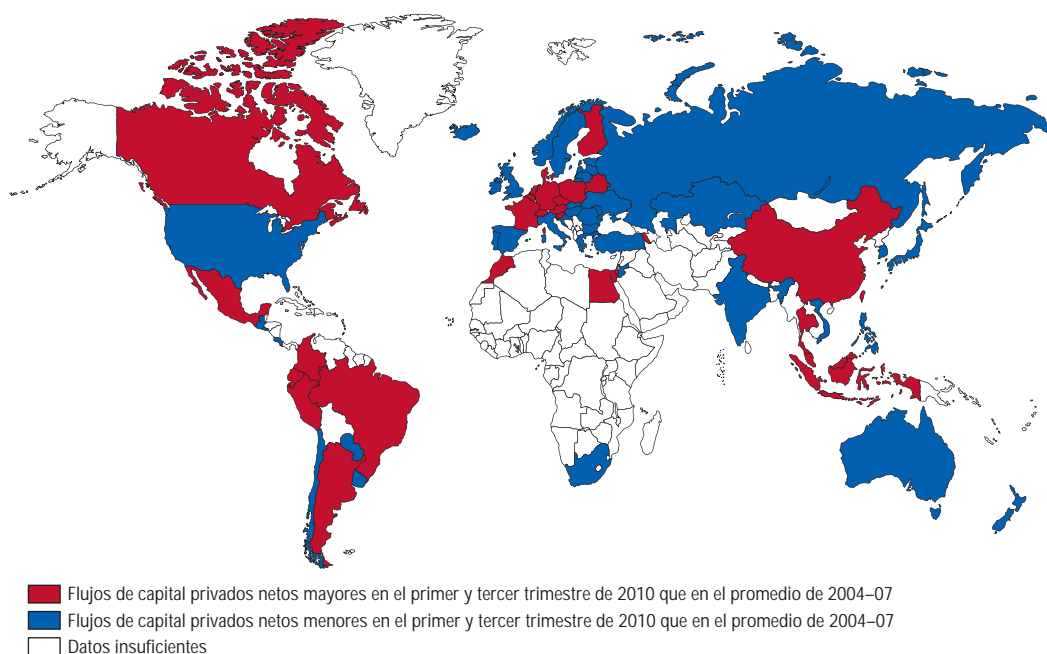
Fuentes: CEIC, Haver Analytics; FMI, *Balance of Payment Statistics*; fuentes nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Es posible que los flujos netos, no sean iguales a la suma de entradas brutas y salidas brutas debido a la falta de datos sobre flujos brutos en algunas economías.

### Gráfico 4.3. Recuperación de los flujos de capital privados netos

(Variación de los flujos de capital privados netos como porcentaje del PIB entre el primer y el tercer trimestre de 2010 y el promedio de 2004–07, salvo indicación en contrario)

Los flujos de capital privados netos de muchas economías de mercados emergentes durante los tres primeros trimestres de 2010 ya superaron los promedios del período 2004–07.



Fuentes: CEIC, Haver Analytics; FMI, *Balance of Payment Statistics*; fuentes nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los flujos de capital privados netos se definen como la suma de la inversión extranjera directa neta, los flujos de inversión de cartera netos, los flujos de derivados netos y otros flujos de inversión netos, excluidos los otros flujos de inversión al gobierno general y a las autoridades monetarias. El promedio 2004–07 se calcula como el promedio de flujos privados netos como porcentaje del PIB a lo largo de los cuatro años, sobre la base de datos anuales. Las cifras del primer al tercer trimestre de 2010 se derivan de datos trimestrales, como la suma de los flujos de capital privados netos a lo largo de los trimestres pertinentes, dividida por la suma del PIB nominal (ambos en dólares de EE.UU.). Debido a la falta de datos, los cálculos correspondientes a varias de estas economías sobre las que se dispone de datos trimestrales se basan en los flujos de capital totales netos (incluidos otros flujos de inversión al sector oficial). Esas economías son China, Costa Rica, Ecuador, Egipto, India, Jordania, Malasia, Marruecos, Nueva Zelanda, la República Eslovaca, Singapur y Uruguay. Los datos sobre los flujos de capital después de la crisis corresponden al primer semestre de 2010 en el caso de Perú, a falta de datos sobre el tercer trimestre de 2010.

una muestra grande de economías a lo largo de un período más prolongado y más reciente. En segundo lugar, examina cómo se comportaron los flujos netos recibidos por economías de mercados emergentes tanto durante como después de períodos en los que el entorno económico mundial era similar al de hoy: condiciones monetarias más expansivas y reducción de la aversión al riesgo. Se trata del principal escenario económico que consideran muchas autoridades y que, sin embargo, no se ha explorado adecuadamente<sup>3</sup>. En tercer lugar, el capítulo identi-

fica de qué manera las diferencias de la exposición financiera directa de las economías a Estados Unidos influye en las respuestas de sus flujos de capital a las variaciones de la política monetaria estadounidense, teniendo en cuenta simultáneamente todos los factores mundiales posibles. Eso se logra gracias a dos innovaciones:

---

economías de mercados emergentes durante diversos ciclos de crecimiento y de política monetaria de Estados Unidos, y la edición de mayo de 2010 de la publicación del FMI, *Perspectivas económicas: Las Américas*, que compara el comportamiento de las entradas de capital en América Latina en períodos de tasas de interés mundiales bajas y poca aversión al riesgo.

<sup>3</sup>Algunas excepciones incluyen el estudio de Calvo *et al.* (2001), que documenta el patrón de los flujos de capital hacia



- En general, los estudios que analizan los factores de empuje (internacionales) y los factores de atracción (internos) que impulsan los flujos de capital han procurado estimar el efecto total en los flujos de capital de un conjunto seleccionado de factores de impulso mundiales, como las tasas de interés de Estados Unidos, la aversión al riesgo y demás. Ese tipo de análisis puede resultar insuficiente porque es incapaz de neutralizar todos y cada uno de los factores internacionales que pueden afectar a los movimientos transfronterizos de capital. En lugar de intentar identificar todos los factores de empuje o el efecto global de los cambios de la política monetaria estadounidense, este capítulo se propone identificar la diferencia del efecto de la política monetaria estadounidense en los flujos netos dirigidos hacia las economías de acuerdo con su exposición financiera directa a Estados Unidos. Al mismo tiempo, la estimación neutraliza todos los factores mundiales que pueden afectar a los movimientos de capital en todas las economías por igual en los distintos momentos.
- Además, los estudios suelen considerar que la política monetaria de Estados Unidos es exógena a los flujos de capital hacia otras economías. Si bien la política de Estados Unidos no se establece en respuesta a los flujos netos que reciben otras economías, el impacto de los cambios que sufre la tasa de interés de ese país en los flujos netos de otras regiones puede depender del momento en el que el mercado recibe la información sobre una determinación de Estados Unidos de modificar su tasa. Los flujos de capital pueden tener lugar en el momento en que se da a conocer que habrá un cambio en la política monetaria de Estados Unidos y no en el momento en que el cambio se hace efectivo. Además, si la política monetaria de Estados Unidos responde de manera anticíclica a los acontecimientos económicos del país (lo que probablemente ejercería una influencia independiente en los flujos mundiales), los flujos internacionales de capital pueden reducirse en respuesta a cambios en la tasa de interés de Estados Unidos. Como resultado, el efecto estimado de los cambios efectivos en la tasa de interés sobre los flujos de capital puede subestimar la magnitud del efecto de la política monetaria de Estados Unidos.

Este capítulo se basa en el enfoque de Kuttner (2001) en un intento por aislar el componente no anticipado de los cambios en la política monetaria de Estados Unidos. En el análisis de estimación, el capítulo hace una distinción entre la diferencia del efecto que produce sobre los flujos de capital un cambio imprevisto y exógeno en la tasa de política monetaria estadounidense, en comparación con un cambio efectivo.

### ¿Cuáles son las principales conclusiones?

- La recuperación de los flujos de capital netos después de la crisis fue más sorprendente por su velocidad que por su magnitud. No obstante, en el caso de muchas economías de mercados emergentes que no estaban en el centro de la crisis mundial, la magnitud de la recuperación fue comparable a la de episodios anteriores de grandes flujos netos. Por otra parte, la composición de la recuperación fue algo distinta en comparación con las tendencias históricas: fue mayor la proporción de flujos generadores de deuda y menor la de inversión extranjera directa (IED).
- Con el tiempo, los flujos netos se han vuelto ligeramente más volátiles en todas las economías. Los flujos también registran una persistencia baja. En general, la volatilidad de los flujos netos es más alta en las economías de mercados emergentes y en otras economías en desarrollo que en las economías avanzadas. En cambio, no hay diferencias manifiestas en la persistencia de los flujos netos entre las distintas economías. Los flujos bancarios y otros flujos privados habitualmente han sido los más volátiles, y la deuda de cartera, la menos persistente; pero las diferencias en la volatilidad y la persistencia entre los distintos tipos de flujo no siempre son estadísticamente significativas en todas las economías. La IED es apenas más estable y persistente que los flujos generadores de deuda que reciben las economías de mercados emergentes.
- Históricamente, los flujos netos hacia economías de mercados emergentes han tendido a ser mayores cuando las tasas de interés internacionales y la aversión mundial al riesgo eran más bajas, y el crecimiento era más sólido en las economías de

mercados emergentes que en las economías avanzadas. El patrón es particularmente pronunciado cuando las tasas de interés internacionales y la aversión al riesgo son bajas. No obstante, los factores comunes, tanto los mundiales como los regionales, explican una proporción relativamente pequeña de la variación total de los flujos netos hacia economías de mercados emergentes, lo que pone de relieve la importancia de los factores internos.

- Las economías avanzadas y de mercados emergentes que tienen una exposición financiera directa a Estados Unidos experimentan una disminución adicional de los flujos de capital netos en respuesta a un endurecimiento de la política monetaria estadounidense superior a la que sufren las economías que no tienen tal exposición. El efecto adicional negativo es mayor cuando el alza de la tasa de política monetaria estadounidense es imprevista que cuando el aumento de la tasa se hace efectivo. Por ende, una sorpresa positiva de la política monetaria estadounidense puede llevar a los inversionistas a revisar al alza sus expectativas en torno a esa política y a optar por un repliegue más drástico de sus posiciones en economías con una exposición financiera directa a Estados Unidos que el que habría ocurrido si los cambios efectivos de la política monetaria estadounidense hubieran sido parcial o totalmente previstos. Este efecto adicional negativo para las economías de mercados emergentes financieramente expuestas es más marcado cuando esas economías tienen una integración internacional mayor y regímenes cambiarios relativamente flexibles, y menos marcado en las que tienen mayor profundidad financiera interna y un crecimiento vigoroso. Por último, una determinación de particular relevancia en el entorno actual es que el efecto adicional negativo que produce el endurecimiento de la política monetaria estadounidense en los flujos netos para las economías de mercados emergentes financieramente expuestas es más pronunciado cuando las tasas de interés y la aversión al riesgo son bajas a nivel mundial. Eso puede reflejar el hecho de que los inversionistas transfronterizos son más proclives a buscar rentabilidad cuando la rentabilidad de los activos financieros es baja, y el apetito de riesgo, alto, a nivel internacional.

Las conclusiones del capítulo sugieren que los flujos de capital suelen ser variables, desde el punto de vista de la economía receptora, y sensibles a los cambios en la política monetaria de las economías avanzadas, que escapan al control de las autoridades nacionales. Si bien es probable que sea correcta la percepción general de que los flujos de capital hacia economías de mercados emergentes a grandes rasgos mantienen una tendencia secular (véase el gráfico 4.1), las observaciones principales del capítulo destacan la sensibilidad de los flujos de capital al ciclo mundial, como por ejemplo cambios en las condiciones financieras internacionales. Sobre la base de estudios de eventos, es razonable esperar que el futuro endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos esté vinculado a una reducción de los flujos netos hacia las economías de mercados emergentes. Además, el análisis de regresión indica que las economías con una mayor exposición financiera directa a Estados Unidos sufrirán mayores disminuciones adicionales de los flujos netos a raíz del endurecimiento de la política monetaria estadounidense, en comparación con las economías cuya exposición es menor. Cabe señalar que el capítulo no analiza si la mayor volatilidad de los flujos de capital induce una mayor volatilidad macroeconómica en las economías de mercados emergentes, ni se propone identificar la fuente de la volatilidad de los flujos de capital; es decir, si la generan clases específicas de participantes del mercado (por ejemplo, los bancos, los fondos de seguros y de pensiones, o los fondos de inversión libre o *hedge funds*). Sin embargo, el análisis sí indica que la variabilidad de los flujos de capital es un problema para las economías avanzadas tanto como para las de mercados emergentes. Además, a pesar de la creciente globalización y de los grandes cambios en la estructura de los mercados internacionales de capital de las últimas dos décadas, la variabilidad intrínseca de los flujos netos no se modificó demasiado<sup>4</sup>. Así, a medida que las economías de mercados emergentes se integren cada vez más a los mercados financieros internacionales, es fundamental que conserven su

<sup>4</sup> Por ejemplo, el capítulo 2 de la edición de abril de 2007 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report, GFSR*) documenta la creciente presencia de los inversionistas institucionales en la asignación de recursos internacionales desde mediados de la década de 1990.

fortaleza y estabilidad económica y financiera interna —por medio de políticas macroeconómicas enérgicas, una reglamentación prudencial del sector financiero y otras medidas macrofinancieras— a fin de controlar mejor la variabilidad de los flujos de capital.

El resto del capítulo se organiza de la siguiente manera: la primera sección describe la recuperación de los flujos netos hacia las economías de mercados emergentes después de la crisis y hasta los primeros tres trimestres de 2010 y la compara con repuntes anteriores de los flujos. Luego, documenta la evolución histórica de la volatilidad y la persistencia de los flujos de capital netos, y compara esas tendencias entre las distintas economías. La segunda sección analiza el comportamiento de los flujos netos hacia economías de mercados emergentes en períodos de tasas de interés internacionales bajas y poca aversión al riesgo. También emplea un modelo de factores mundiales para calcular la importancia relativa de los factores comunes frente a la de los factores específicos de cada economía a la hora de explicar la variación de los flujos netos entre las distintas economías. En la tercera sección se presenta un análisis de regresión de la diferencia de los efectos de los cambios de la política monetaria de Estados Unidos en los flujos netos, comparando economías con y sin exposición financiera directa a Estados Unidos. La cuarta sección resume las conclusiones y comenta las lecciones clave que pueden extraerse del análisis.

### Tendencias de los flujos de capital netos: Tamaño, composición, volatilidad y persistencia

A modo de introducción, esta sección describe la recuperación de los flujos de capital netos hacia las economías de mercados emergentes después de la crisis financiera mundial. Los flujos de capital netos, ¿se recuperaron en la misma medida en las distintas regiones e independientemente del tipo de flujo? ¿Cuáles son las semejanzas y diferencias entre esta recuperación y episodios anteriores de importantes flujos de capital netos hacia economías de mercados emergentes? A continuación, se aborda el estudio de cómo evolucionó la volatilidad y la persistencia de los flujos netos a lo largo del tiempo y en las distintas economías.

### ¿Qué distinguió a la última recuperación de las demás?

Los flujos de capital netos hacia las economías de mercados emergentes registraron una vigorosa recuperación a partir de mediados de 2009, pero que se destacó más por su velocidad que por su magnitud (gráfico 4.4). Todas las economías de mercados emergentes experimentaron una recuperación marcada en los flujos netos en un período sorprendentemente breve. No obstante, a diferencia de lo que ocurrió en el período anterior a la crisis, cuando los flujos netos se volcaron hacia todas las regiones de economías de mercados emergentes, la fuerza de la recuperación posterior a la crisis fue poco uniforme. Para comparar la última recuperación con la experiencia histórica, identificamos dos períodos de importantes flujos de capital netos hacia las economías de mercados emergentes: antes de la crisis asiática (1991–97) y antes de la última crisis mundial (2004–07)<sup>5</sup>. Si bien los flujos netos agregados hacia las economías emergentes de Asia y América Latina de la primera mitad de 2010 ya superaban los promedios anteriores a la crisis (2004–07), por lo general no excedían de los niveles más altos previamente registrados (gráfico 4.5). Por ejemplo, los flujos netos hacia América Latina después de la crisis eran menos vigorosos que durante el período 1991–97, cuando esas economías financiaban mayores déficits en cuenta corriente. En el caso de las economías emergentes de Europa, muy golpeadas por la crisis, y de otras economías emergentes (de la Comunidad de Estados Independientes, Oriente Medio y África), los flujos netos recientes fueron anémicos en comparación con los promedios registrados en 2004–07 y 1991–97.

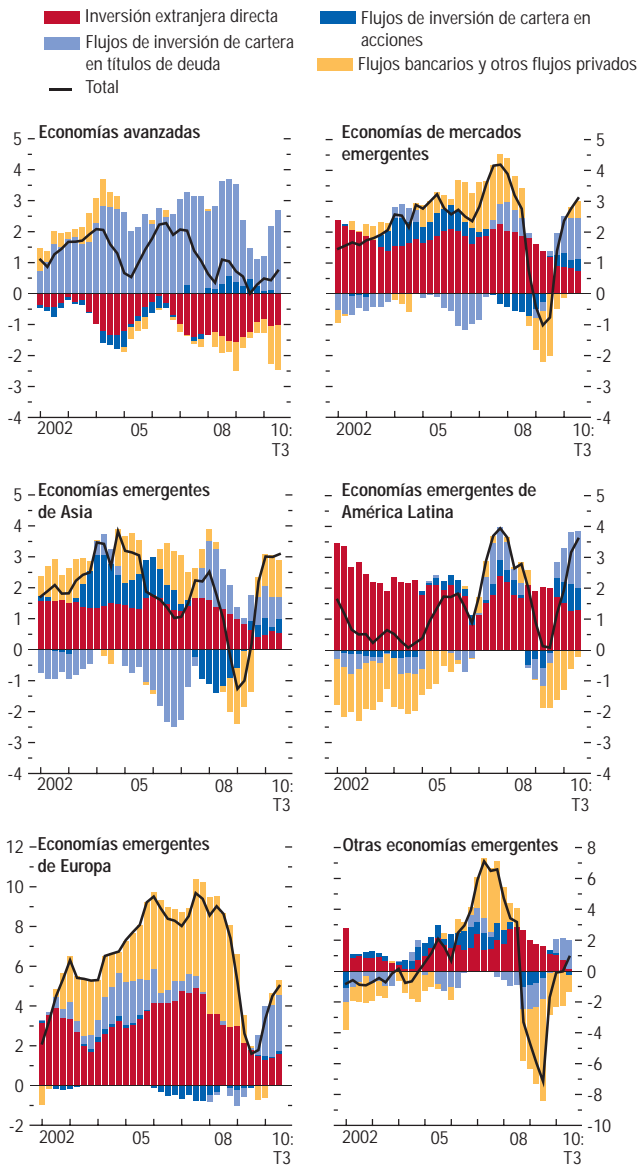
Cabe destacar que, según los datos desagregados, la recuperación fue más fuerte en las economías más grandes, lo cual hizo subir los agregados de la región (gráfico 4.6). Los flujos netos hacia las economías emergentes y las economías recientemente industrializadas de Asia aumentaron de manera bastante

<sup>5</sup> Esos períodos estuvieron caracterizados por flujos de capital netos hacia economías de mercados emergentes mayores que el nivel mediano del período 1990–2009 (véase también el capítulo 4 de la edición de octubre de 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*).

### Gráfico 4.4. Recuperación de los flujos de capital netos y su composición

(Porcentaje del PIB agregado, promedio móvil de cuatro trimestres)

El repunte posterior a la crisis registrado en los flujos de capital privados netos fue desigual entre las regiones: el ritmo de recuperación fue más acelerado en las regiones con mayor capacidad de resistencia durante la crisis reciente (Asia y América Latina).



Fuentes: CEIC, Haver Analytics; FMI, *Balance of Payment Statistics*; fuentes nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Véase la lista de las economías comprendidas en los agregados regionales en el apéndice 4.1. Los agregados grupales y regionales no incluyen los centros financieros *offshore*. Los flujos de capital privados netos totales no son iguales a la suma de los componentes delineados, ya que no están delineados los flujos netos de derivados y, en el caso de algunas economías, faltan datos sobre la composición subyacente.

generalizada, pero la experiencia fue dispar en América Latina y otras economías emergentes. Como ya se señaló, salvo algunas excepciones, los flujos netos se mantuvieron en niveles muy bajos en la mayor parte de las economías emergentes de Europa en comparación con los promedios de 2004–07.

En lo relativo a la composición de los flujos, la recuperación se vio impulsada principalmente por los flujos de inversión de cartera en títulos de deuda y, en el caso de las economías emergentes de Asia y América Latina, también por los flujos bancarios y otros flujos privados (gráfico 4.5). La proporción de inversión extranjera directa en los flujos netos se redujo en los primeros tres trimestres de 2010 en comparación con los episodios anteriores de grandes flujos de fondos hacia las economías de mercados emergentes (1991–97 y 2004–07). La proporción relativamente menor de flujos bancarios y otros flujos privados en comparación con los flujos de inversión de cartera en títulos de deuda en la mayoría de las regiones puede reflejar el actual proceso de desapalancamiento en las posiciones en activos externos de los bancos de economías avanzadas que se encontraron en el epicentro de la crisis financiera mundial<sup>6</sup>. Sin embargo, puesto que no se dispone de datos recientes, es difícil determinar si esta tendencia continuó entrado el año 2011.

La persistencia del patrón reciente implicaría un cambio de la tendencia histórica decreciente de la proporción de flujos generadores de deuda, en especial en las economías de mercados emergentes (gráficos 4.7 y 4.8)<sup>7</sup>. En concreto, en las últimas tres décadas, la importancia de los flujos bancarios y otros flujos privados se ha reducido en todas las economías. En parte, eso podría reflejar un cambio natural de rumbo hacia instrumentos de financiamiento no bancarios, resultado de la profundización de los mercados internos de capital y de una mayor integración financiera. Si bien la proporción de la cartera en títulos de deuda creció a lo largo del

<sup>6</sup> Chuhan, Perez-Quiros y Popper (1996) también presentan pruebas que indican que los flujos bancarios suelen permanecer en niveles muy bajos durante varios años después de una crisis financiera.

<sup>7</sup> Al igual que Becker y Noone (2009), calculamos la importancia relativa de las distintas clases de flujos como el valor absoluto de los flujos netos de cada clase concreta dividido por la suma del valor absoluto de los flujos netos de todas las clases.

tiempo, eso no compensó la reducción de los flujos bancarios y otros flujos privados sino hasta después de la crisis mundial<sup>8</sup>.

### ¿Cuán estables son los flujos de capital netos?

En esta sección se investigan las propiedades de volatilidad y de persistencia de los flujos de capital. Si los flujos de capital fueran estables y persistentes, probablemente sería más fácil su predicción. A partir de los estudios publicados sobre el tema, se mide la volatilidad con la desviación estándar de los flujos netos ajustados en escala según el PIB en un período móvil de 10 años, con datos anuales, y medimos la persistencia por medio de una regresión de flujos netos ajustados en escala según el PIB en su nivel pasado (es decir, el coeficiente AR(1)), utilizando también un período móvil de 10 años<sup>9</sup>.

### ¿Son volátiles los flujos netos?

Los flujos netos se han vuelto apenas más volátiles en todas las economías a lo largo del tiempo y, en las economías de mercados emergentes, la volatilidad es mayor que en las avanzadas (gráfico 4.9, panel izquierdo). El aumento de la volatilidad mediana de los flujos netos privados ha sido más pronunciado en las economías avanzadas, aunque el patrón de aumento lento de la volatilidad también es manifiesto tanto en las economías de mercados emergentes como en las otras economías en desarrollo. La desviación estándar de los flujos netos hacia las economías de mercados emergentes ha sido aproximadamente un 30% mayor que la de los flujos netos hacia las economías avanzadas, aunque la mayoría de

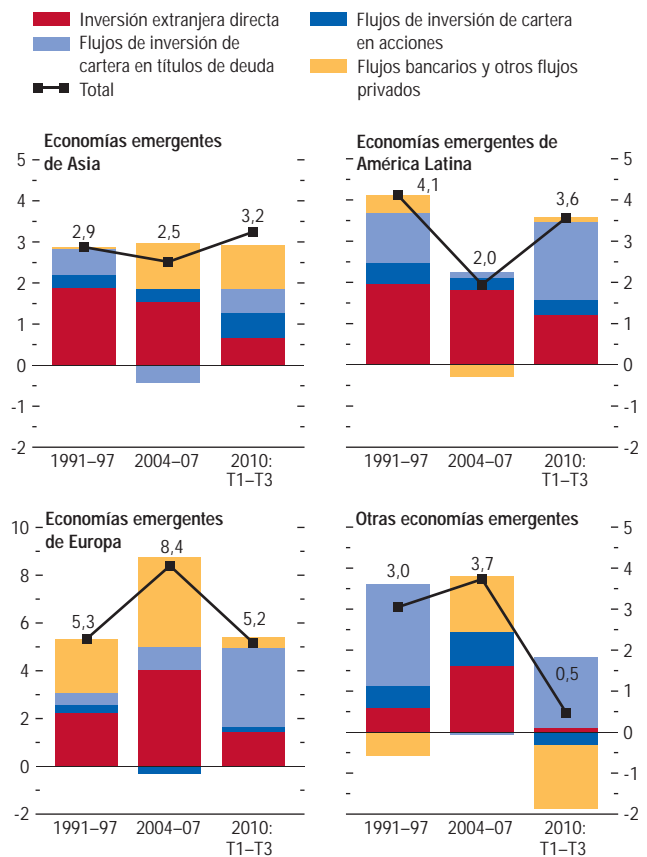
<sup>8</sup>La proporción de flujos de creación de deuda, históricamente decreciente, respalda las conclusiones de Faria *et al.* (2007) y de Dell'Ariccia *et al.* (2007), que señalan en los últimos años un cambio en la composición de los activos y pasivos externos de las economías de ingresos altos y medianos, que se expresa en una menor proporción de instrumentos de deuda.

<sup>9</sup>En este contexto, no corresponde emplear una medida alternativa de la volatilidad, el coeficiente de variación, que divide la desviación estándar por la media, puesto que la media de los flujos netos puede ser cero o negativa. Sin embargo, a fin de tomar en cuenta el efecto que podría tener un aumento tendencial de los flujos netos sobre su desviación estándar, también calculamos la desviación estándar de las series después de removida su tendencia. Los resultados a los que se llega con esa medida son básicamente los mismos.

### Gráfico 4.5. Tamaño y composición de los flujos de capital privados netos durante períodos de grandes flujos de capital hacia economías de mercados emergentes

(Porcentaje de PIB agregado)

La recuperación reciente se vio impulsada por flujos de inversión de cartera en títulos de deuda, seguidos por flujos bancarios y otros flujos privados. A diferencia de periodos anteriores, la participación de la inversión extranjera directa fue menor.



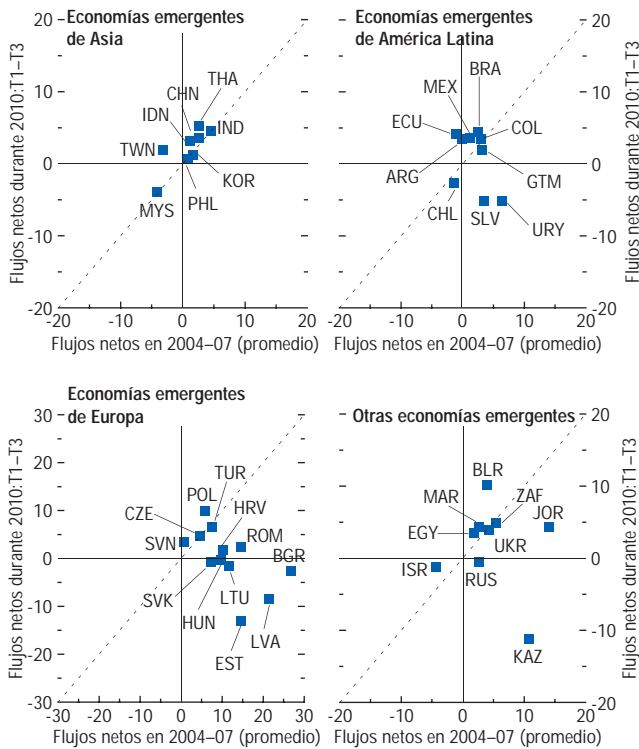
Fuentes: CEIC, Haver Analytics; FMI, *Balance of Payment Statistics*; fuentes nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las cifras de 1991-97 y 2004-07 se calculan como la suma de flujos netos a lo largo de los años pertinentes, dividida por la suma del PIB nominal regional durante el mismo período, sobre la base de datos anuales. Las cifras del primer al tercer trimestre de 2010 se calculan como la suma de los flujos netos a lo largo de los tres trimestres pertinentes, dividida por la suma del PIB nominal regional durante el mismo período. El total no es igual a la suma de los componentes representados gráficamente, ya que los flujos netos de derivados no se delimitan, y faltan datos sobre la composición subyacente en el caso de algunas economías. Los períodos de grandes flujos de capital hacia economías de mercados emergentes se definen como períodos en que los flujos de capital son mayores que la mediana de 1990-2009. Los agregados regionales no incluyen los centros financieros *offshore*.



**Gráfico 4.6. Variación regional en los flujos de capital privados netos a economías de mercados emergentes**  
(Porcentaje del PIB)

El carácter de la recuperación fue dispar en cada región. Los flujos netos aumentaron notablemente en la mayoría de las economías emergentes de Asia, pero no alcanzaron los promedios previos a la crisis en la mayoría de las economías emergentes de Europa. La experiencia fue más diversa en América Latina y en las otras economías de mercados emergentes.



Fuentes: CEIC, Haver Analytics; FMI, *Balance of Payment Statistics*; fuentes nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Economías emergentes de Asia (CHN: China; IDN: Indonesia; IND: India; KOR: Corea; MYS: Malasia; PHL: Filipinas; THA: Tailandia; TWN: provincia china de Taiwan). Economías emergentes de América Latina (ARG: Argentina; BRA: Brasil; CHL: Chile; COL: Colombia; ECU: Ecuador; GTM: Guatemala; MEX: México; SLV: El Salvador; URY: Uruguay). Economías emergentes de Europa: (BGR: Bulgaria; CZE: República Checa; EST: Estonia; HRV: Croacia; HUN: Hungría; LVA: Letonia; LTU: Lituania; POL: Polonia; SVK: República Eslovaca; SVN: Eslovenia; ROM: Rumania; TUR: Turquía). Otras economías emergentes (BLR: Belarús; EGY: Egipto; ISR: Israel; KAZ: Kazajstán; MAR: Marruecos; RUS: Rusia; UKR: Ucrania; ZAF: Sudafrica).

las diferencias en las medianas son estadísticamente no significativas<sup>10</sup>.

En cuanto a la composición, la volatilidad de los flujos bancarios y otros flujos privados fue mayor en todas las economías (gráfico 4.9, panel derecho)<sup>11</sup>. Sin embargo, es difícil hallar diferencias sistemáticas en la volatilidad de los demás componentes. En las economías avanzadas, la volatilidad de los flujos bancarios y otros flujos privados y la de los flujos de inversión de cartera en títulos de deuda exhiben la misma volatilidad, mientras que la inversión extranjera directa y los flujos de inversión de cartera en acciones son algo menos volátiles, y las diferencias de volatilidad entre estas dos clases de flujos (y los dos anteriores) suelen ser estadísticamente no significativas. Del mismo modo, en las economías de mercados emergentes, la desviación estándar de la inversión extranjera directa y la de los flujos de inversión de cartera en títulos de deuda no difieren estadísticamente entre sí. Por lo general, el aumento de la volatilidad de la cuenta financiera neta se ha visto acompañado de una tendencia creciente de la volatilidad de todos los componentes, aunque de modo mucho más prominente en el caso de las economías avanzadas que en el de las demás economías<sup>12</sup>.

Sin embargo, cabe destacar que, a pesar de que la volatilidad de los componentes de los flujos netos es mayor en las economías avanzadas que en las

<sup>10</sup> Esas estimaciones son ligeramente más bajas que las conclusiones de estudios recientes, como Becker y Noone (2009), Levchenko y Mauro (2007), Broner y Rigobon (2006) y Prasad *et al.* (2003). También se calculó la volatilidad de los flujos de capital netos para la mediana de las economías de mercados emergentes en otras regiones (véase el apéndice 4.2). Parece haber poca diferencia sistemática en la volatilidad de los flujos totales de las regiones de mercados emergentes, aunque hay algunos datos empíricos que sugieren que la volatilidad de los flujos hacia las economías emergentes de Europa es algo mayor y que la volatilidad de los flujos hacia otras economías de mercados emergentes aumentó en los últimos tiempos.

<sup>11</sup> Estas conclusiones se relacionan con la bibliografía que hace hincapié en el hecho de que la propensión de las economías a sufrir una crisis depende de la composición de sus flujos de capital y de sus pasivos externos (Frankel y Rose, 1996; Frankel y Wei, 2005; Levchenko y Mauro, 2007; Tong y Wei, 2010, y Ghosh, Ostry y Tsangarides, 2010).

<sup>12</sup> Los resultados de los flujos de acciones expuestos en esta y otras secciones deben tomarse con cautela, pues son muy pocas las economías emergentes y las otras economías en desarrollo que declaran datos sobre estos flujos antes de la década de 2000.



de mercados emergentes, otros flujos han servido de sustitutos generales en las economías avanzadas y ayudan a disminuir su volatilidad total (gráfico 4.10). Esa posibilidad de sustitución es insignificante en el caso de las economías de mercados emergentes y de otras economías en desarrollo.

**¿Son persistentes los flujos netos?**

En términos generales, la persistencia de los flujos netos es baja y en las economías avanzadas es apenas levemente mayor que en economías de mercados emergentes y en otras economías en desarrollo (gráfico 4.11, panel izquierdo). Entre esas economías, no existen diferencias de importancia en términos de la persistencia, aunque parece existir un componente cíclico en la persistencia en el tiempo, en especial en el caso de los flujos netos hacia economías avanzadas<sup>13</sup>. Para todas las economías, los flujos de inversión de cartera en títulos de deuda son los menos persistentes (gráfico 4.11, panel derecho). La persistencia es ligeramente mayor en el caso de la IED que en el caso de los demás flujos, aunque disminuyó desde principios de la década de 2000 en economías avanzadas y economías de mercados emergentes. En el caso de las economías avanzadas, es prácticamente imposible diferenciar la persistencia entre distintas clases de flujos.

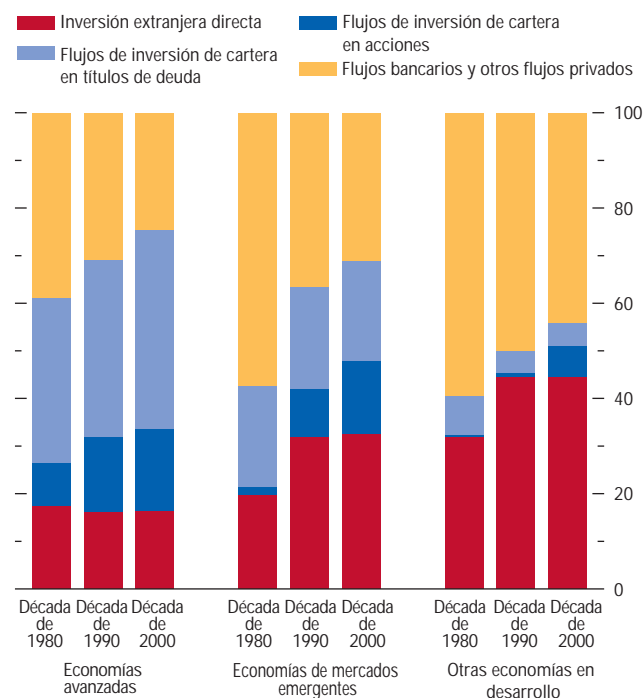
Los resultados presentados en esta sección sugieren que se debería tomar con cautela la idea generalizada acerca de la estabilidad de algunos tipos de flujos de capital, como la IED, comparados con otros, en especial en el caso de las economías de mercados emergentes (por ejemplo, Sarno y Taylor, 1999; Chuhan, Perez-Quiros y Popper, 1996). Se llegó a la conclusión de que los flujos bancarios y otros flujos privados eran, en efecto, los más volátiles, y de que los flujos de inversión de cartera en títulos de deuda eran los menos persistentes. Sin embargo, la IED es apenas un poco más estable que otros tipos de flujo: de hecho, en el caso de las economías de mercados

<sup>13</sup>La persistencia de los flujos de capital privado netos totales tampoco varía sustancialmente entre las cuatro regiones de mercados emergentes (véase el apéndice 4.2). Aunque todo indica que los flujos netos hacia mercados emergentes de Asia eran los más persistentes y que los flujos netos hacia “otras economías de mercados emergentes” eran los menos persistentes, esas diferencias no son estadísticamente significativas y se redujeron a lo largo del tiempo.

**Gráfico 4.7. Importancia relativa de los distintos tipos de flujos**

(Porcentaje del total)

La importancia de los flujos bancarios y otros flujos privados disminuyó a lo largo del tiempo y en las economías avanzadas, de mercados emergentes y otras economías en desarrollo, a favor de un aumento de la importancia de los flujos de inversión de cartera y de inversión extranjera directa. Los flujos bancarios y otros flujos privados, sin embargo, aún son un componente sustancial de la cuenta financiera neta.

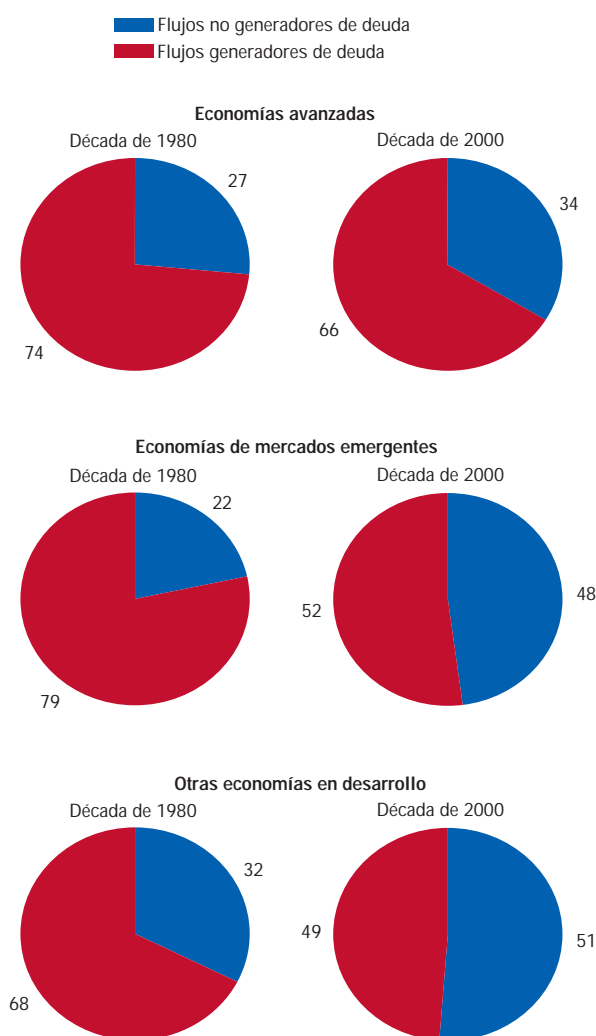


Fuentes: FMI, *Balance of Payment Statistics*; fuentes nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La importancia relativa de un tipo específico de flujo se calcula como el valor absoluto de los flujos netos de ese tipo hacia las economías del grupo, dividido por la suma del valor absoluto de los flujos netos de los cuatro tipos de instrumentos hacia las economías del grupo. Los coeficientes se calculan para cada década con datos anuales, calculando tanto el numerador como el denominador a lo largo de los años de cada década. No se incluyen en el cálculo los flujos de derivados, que comprenden una proporción muy pequeña de la cuenta financiera. Los agregados de los grupos no incluyen los centros financieros *offshore*.

**Gráfico 4.8. Tendencias históricas: Disminución de la importancia de los flujos generadores de deuda**  
(Porcentaje del total)

Los flujos generadores de deuda perdieron importancia relativa a lo largo del tiempo en todas las economías, lo que refleja la caída de los flujos netos bancarios y otros flujos privados.



Fuentes: FMI, *Balance of Payment Statistics*; fuentes nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los flujos generadores de deuda incluyen los flujos de inversión de cartera en títulos de deuda y los flujos bancarios y otros flujos privados. La importancia relativa de un tipo específico de flujo se calcula como el valor absoluto de los flujos netos de ese tipo dividido por la suma del valor absoluto de los flujos netos de los cuatro tipos de instrumentos. Los coeficientes se calculan para cada década con datos anuales, calculando tanto el numerador como el denominador a lo largo de los años de cada década. Los agregados de los grupos no incluyen los centros financieros *offshore*. La suma de las proporciones puede no ser igual a 100 debido al redondeo de los decimales.

emergentes, las diferencias en términos de volatilidad entre la IED y los flujos de inversión de cartera en títulos de deuda, y las diferencias en términos de persistencia entre la IED y los flujos bancarios y otros flujos privados, en general no son estadísticamente significativas. Además, al igual que en el caso de otros tipos de flujos, la IED registró un aumento de volatilidad y una disminución de la persistencia a lo largo del tiempo, aunque se trata de un patrón más nítido en el caso de las economías avanzadas que en las de mercados emergentes. Esto podría deberse a un cambio en las características de la IED. Por ejemplo, es posible que la proporción de IED financiera (endeudamiento directo por parte de un banco subsidiario con un banco o empresa matriz) haya aumentado respecto de la IED no financiera, generando un aumento en su volatilidad total<sup>14</sup>. Además, en todas las economías, los flujos netos se tornaron aún más volátiles y siguen mostrando una persistencia baja, a pesar de la tendencia decreciente de los flujos generadores de deuda.

## Los flujos de capital y el contexto mundial

¿Presentan los flujos de capital netos patrones regulares ante cambios en el contexto mundial? A fin de responder a esa pregunta, se analiza primero el comportamiento que tuvieron los flujos de capital netos cuando las circunstancias mundiales eran similares a las del contexto económico actual de tasas de interés mundiales relativamente bajas, caída de la aversión al riesgo y crecimiento sólido en las economías de mercados emergentes<sup>15</sup>. Luego, evaluamos la solidez relativa de los factores comunes (mundiales y regionales) y los factores específicos de cada economía para explicar la variación, entre una y otra economía, de los flujos de capital de las economías de mercados emergentes.

<sup>14</sup> Véanse Banco Central Europeo (2004) y el Comité de Basilea sobre el Sistema Financiero Mundial (2004), donde se presentan datos empíricos del aumento en la inversión extranjera directa financiera en economías de mercados emergentes, y Ostry *et al.* (2010), donde se trata el efecto que tiene un aumento en la proporción de inversión extranjera directa financiera sobre la volatilidad macroeconómica.

<sup>15</sup> Sin embargo, no deben interpretarse como vínculos de causalidad los patrones comunes entre flujos de capital y las condiciones subyacentes.

**¿Existe una correlación entre los flujos de capital netos y las condiciones mundiales subyacentes?**

Tradicionalmente, la mayoría de los períodos de condiciones monetarias laxas a nivel mundial se superpusieron con períodos de gran disparidad en el crecimiento de las economías de mercados emergentes y el de las economías avanzadas, pero no con períodos de baja aversión al riesgo a nivel mundial (gráfico 4.12)<sup>16</sup>. Eso parece indicar que la política monetaria ha sido más que nada anticíclica o que la política monetaria acomodaticia coincidió con perspectivas económicas débiles o con una baja inflación esperada en economías avanzadas (véase Calvo *et al.*, 2001). En contraste, durante la crisis mundial reciente, el apetito de riesgo no siempre se movió junto con las tasas de interés bajas, en especial en condiciones de tensión financiera. Hubo dos períodos relativamente prolongados en que coincidieron las tres condiciones: 1) la gestación de la crisis de Asia (1991–96, con la excepción de 1994, que queda excluido por un diferencial de crecimiento menor, y 1995, debido al aumento de las tasas de interés mundiales) y 2) la gestación de la crisis mundial reciente (2004–07). Es posible que el período que se avecina también presente una confluencia similar de las tres condiciones mencionadas, ya que desde fines de 2010 se registra una caída de la aversión al riesgo.

Los flujos de capital netos totales hacia economías de mercados emergentes durante cada tipo de episodio fueron mayores que el año anterior o posterior, y los mayores niveles se registraron cuando

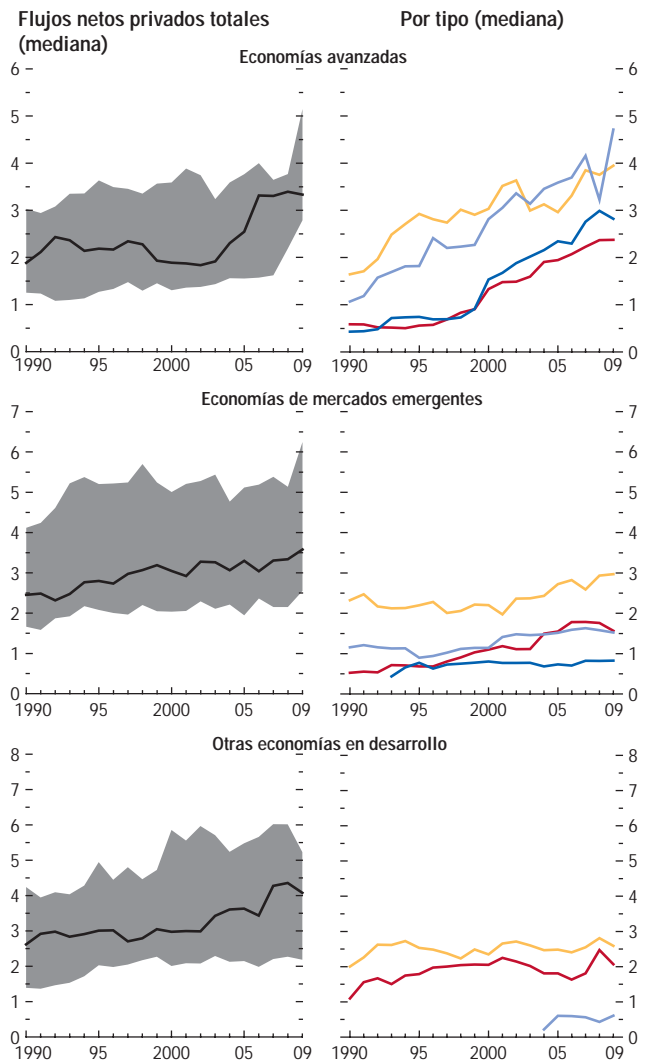
<sup>16</sup> Los períodos a nivel mundial de tasas de interés bajas, poca aversión al riesgo y desempeño de crecimiento sólido en economías de mercados emergentes se definen como períodos en los que las tasas de interés mundiales, la aversión al riesgo y el diferencial de crecimiento entre economías avanzadas y economías de mercados emergentes son menores que los valores medianos de todo el período 1980–2009 (véase también la edición de mayo de 2010 de la publicación del FMI, *Perspectivas económicas: Las Américas*). La tasa de interés mundial real se computa como el promedio ponderado según el PIB de la tasa de financiamiento real del Banco Central Europeo (y la tasa base del Bundesbank, antes de 1999) y la tasa real de los fondos federales de Estados Unidos. La variable representativa de la aversión al riesgo es el nivel del Índice de Volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago (VIX). El diferencial de crecimiento entre las economías de mercados emergentes y las economías avanzadas es la diferencia entre los promedios ponderados de las tasas de crecimiento del PIB real de cada grupo (excluidos los centros financieros *o shore*).

**Gráfico 4.9. Volatilidad de los flujos de capital privados netos**

(Desviación estándar de los flujos de capital netos como porcentaje del PIB)

La volatilidad de los flujos de capital privados netos ha venido aumentando gradualmente a lo largo del tiempo en todas las economías y en la mayoría de los tipos de flujos. Por lo general, las economías de mercados emergentes y otras economías en desarrollo experimentaron en sus cuentas financieras netas mayor volatilidad que las economías avanzadas. Los flujos netos bancarios y otros flujos privados netos han sido sistemáticamente el tipo de flujo más volátil.

— Flujos de capital privados netos totales  
 ■ Rango intercuartilico de flujos de capital privados netos totales  
 — Inversión extranjera directa  
 — Flujos de inversión de cartera en acciones  
 — Flujos de inversión de cartera en títulos de deuda  
 — Flujos bancarios y otros flujos privados



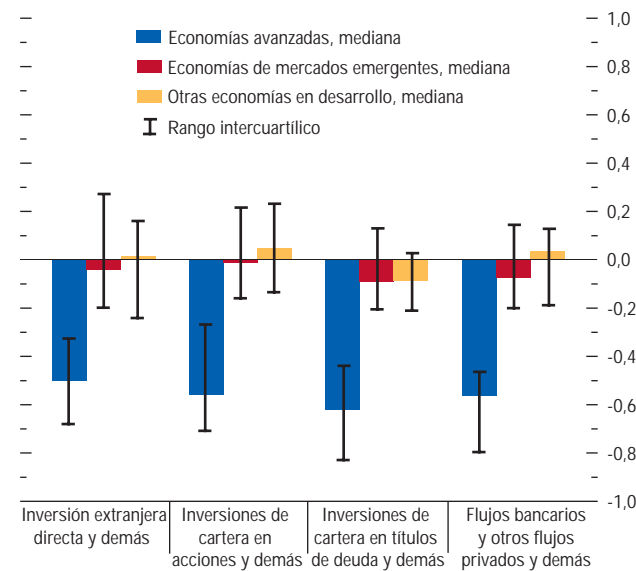
Fuentes: FMI, *Balance of Payment Statistics*; fuentes nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Utilizando datos anuales, se calculó la volatilidad de cada flujo como la desviación estándar a lo largo de los 10 años previos en cada economía (por ejemplo, el valor de 1990 corresponde a la desviación estándar de 1981–90). La mediana aparece delineada únicamente si se puede calcular la desviación estándar correspondiente al período de 10 años en cuestión y al tipo de flujo para una quinta parte de las economías del grupo como mínimo. Los grupos no incluyen los centros financieros *offshore*.

### Gráfico 4.10. Correlaciones entre los flujos netos de diversos tipos y el resto de la cuenta financiera

(Coeficiente de correlación de Pearson de distintos tipos de flujos como porcentaje del PIB)

En las economías avanzadas, diversos tipos de flujos funcionan como sustitutos aproximados en la cuenta financiera y ayudan a atenuar la volatilidad de los flujos netos totales. Eso no ocurrió en las economías de mercados emergentes ni en otras economías en desarrollo.



Fuentes: FMI, *Balance of Payment Statistics*; fuentes nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las barras verticales representan la correlación mediana (entre economías) entre los flujos netos como porcentaje del PIB de un tipo particular de flujo y el resto de la cuenta financiera, calculada con datos anuales durante 1980–2009. Los grupos no incluyen los centros financieros *offshore*.

coincidieron las tres clases de episodios (gráfico 4.13)<sup>17</sup>. El aumento (y la baja) más pronunciado ocurrió en torno a períodos de baja aversión al riesgo: los flujos netos registraron un aumento de 2¼ puntos porcentuales del PIB respecto del año anterior al período y luego decrecieron 1¼ puntos porcentuales. Por otro lado, el aumento fue menor en los casos en los que la condición subyacente se caracterizó únicamente por presentar tasas de interés mundiales bajas. En efecto, los flujos netos a economías de mercados emergentes por lo general fueron más importantes cuando tanto las tasas de interés mundiales como la aversión al riesgo eran bajas (gráfico 4.14), mientras que en los casos en los que la aversión al riesgo era alta, pero las tasas de interés mundiales eran bajas, los flujos netos fueron apenas superiores al nivel que tenían cuando ambas condiciones estaban en niveles bajos.

La dinámica planteada para los flujos de capital en torno a eventos alternativos fue impulsada principalmente por los flujos bancarios y otros flujos privados (gráficos 4.13 y 4.14). Normalmente, el aumento más pronunciado de los flujos se registró durante el evento, y, del mismo modo, la mayor baja se registró con posterioridad a él. En particular, todo indica que los flujos bancarios y otros flujos privados tienen una correlación importante con los cambios en la aversión mundial al riesgo. Aunque todos los tipos de flujos tendieron a aumentar durante los eventos alternativos, existieron diferencias en términos del comportamiento posterior. Los flujos de inversión de cartera en títulos de deuda y en acciones, en general, se mantuvieron en niveles elevados al final de los períodos que mostraron un crecimiento relativamente sólido en las economías de mercados emergentes, pero cayeron tras períodos de condiciones favorables de financiamiento a nivel mundial (es decir, tasas de interés bajas en economías avanzadas y baja aversión al riesgo). Eso podría deberse al carácter anticíclico de los flujos de inversiones de cartera hacia economías de mercados emergentes: es posible que los mayores flujos netos al final de períodos de crecimiento sólido hayan contribuido a satisfacer las mayores necesidades de

<sup>17</sup> En el caso de eventos que duren varios años, los flujos netos se promedian a lo largo de los años.

financiamiento de las economías receptoras. Por otro lado, la inversión extranjera directa se mantuvo en general en niveles sólidos incluso después de períodos de condiciones de financiamiento mundiales favorables, pero cayó después de episodios de crecimiento vigoroso en economías de mercados emergentes. A nivel general, el aumento y la disminución de la inversión extranjera directa registrada durante distintos eventos y después de ellos parece menos importante que el auge y colapso de otras clases de flujos<sup>18</sup>.

A modo de resumen, podemos decir que los estudios de eventos reflejan un patrón con forma de “V” invertida de flujos de capital netos hacia economías de mercados emergentes alrededor de los eventos que escapan al control de las autoridades, lo que resalta el carácter inconstante de los flujos de capital desde la perspectiva de la economía receptora. Así, los flujos netos hacia economías de mercados emergentes por lo general fueron transitoriamente mayores durante períodos de tasas de interés mundiales bajas y aversión al riesgo baja. Además, el aumento de los flujos netos hacia economías de mercados emergentes fue mucho mayor durante períodos caracterizados por tasas de interés mundiales y por aversión al riesgo bajas. Aparentemente, la dinámica de los flujos netos depende principalmente de los flujos bancarios y otros flujos privados. Otros tipos de flujos también presentaron una tendencia al alza durante los eventos, pero esta no siempre se revirtió al finalizar el episodio.

**¿Qué proporción de la variación de los flujos de capital netos se debe a factores mundiales y regionales?**

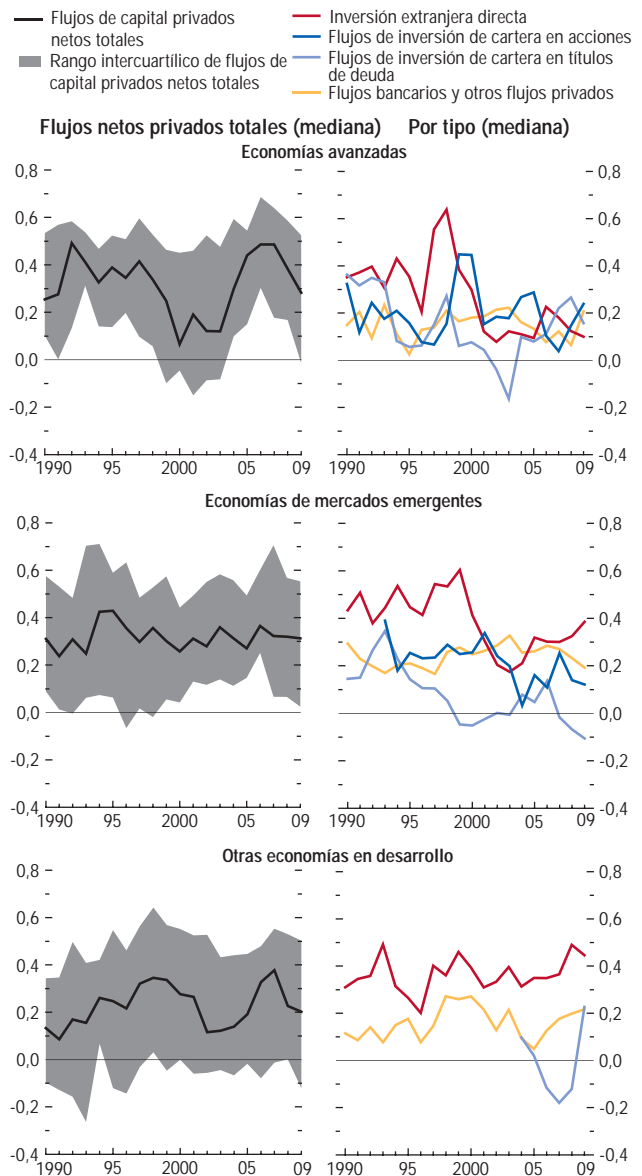
Se utiliza un modelo de factores mundiales para determinar la importancia relativa de los factores comunes —mundiales y regionales— en contraposición a los factores específicos de cada economía,

<sup>18</sup>La aplicación de algunos controles de solidez, como la exclusión de las 10 mayores economías de mercados emergentes o la inclusión de los centros financieros *o shore*, no cambió la situación. La similitud en el patrón de flujos de capital netos entre todas las regiones de economías de mercados emergentes sugiere que la asociación entre eventos mundiales y flujos de capital hacia las economías de mercados emergentes no depende únicamente de unas pocas economías sistémicamente importantes.

**Gráfico 4.11. Persistencia de los flujos de capital privados netos**

*(Coeficientes de regresión AR(1) de flujos de capital privados netos como porcentaje del PIB)*

La persistencia de los flujos de capital privados netos suele ser baja, sin diferencias significativas entre los grupos de economías. Entre los distintos tipos, los flujos netos de inversión de cartera en títulos de deuda parecen registrar la menor persistencia.



Fuentes: FMI, *Balance of Payment Statistics*; fuentes nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

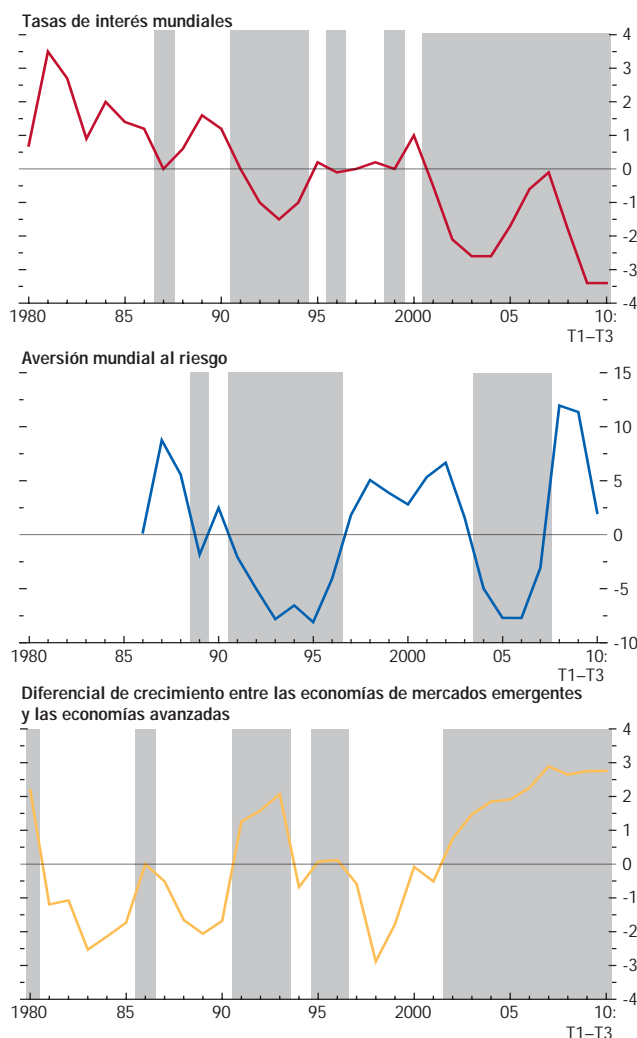
Nota: Utilizando datos anuales, la persistencia de cada flujo es el coeficiente de regresión AR(1) calculado en los 10 años previos en cada economía (por ejemplo, el valor de 1990 corresponde al coeficiente AR(1) de 1981–90). La mediana aparece delineada únicamente si se puede calcular el coeficiente AR(1) correspondiente al período de 10 años en cuestión y al tipo de flujo para una quinta parte de las economías del grupo como mínimo. Los grupos no incluyen los centros financieros *offshore*.



### Gráfico 4.12. Períodos históricos de financiamiento externo favorable y elevados diferenciales de crecimiento entre las economías de mercados emergentes y las economías avanzadas

(Desviaciones respecto de la mediana, en puntos porcentuales)

Hay dos períodos prolongados en los cuales coincidieron condiciones favorables de financiamiento externo —tasas de interés bajas en las economías avanzadas y poca aversión al riesgo— con un diferencial de crecimiento elevado entre las economías de mercados emergentes y las economías avanzadas: la gestación de la crisis asiática (1991–96, a excepción del período 1994–95) y la gestación de la crisis financiera mundial (2004–07).



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

Nota: La variable representativa de las tasas de interés mundiales es un promedio ponderado según el PIB de la tasa de financiamiento real del Banco Central Europeo (la tasa base del Banco Federal de Alemania antes de 1999) y la tasa real de los fondos federales de Estados Unidos. La inflación esperada a un año se resta de las tasas nominales de cada economía para medir las tasas de interés reales *ex ante*. La aversión mundial al riesgo se mide según el nivel del Índice de Volatilidad del Mercado de Opciones de Chicago (VIX), que es una variable representativa de las expectativas del mercado en cuanto a la volatilidad del mercado de acciones en los 30 días siguientes. El diferencial de crecimiento entre las economías de mercados emergentes y las economías avanzadas es la diferencia entre el promedio ponderado de la tasa de crecimiento del PIB real de cada grupo (sin incluir los centros financieros *offshore*), con la participación de la economía en el PIB nominal agregado grupal en dólares de EE.UU. como ponderación. Las zonas sombreadas representan períodos de financiamiento externo favorable o diferencial de crecimiento alto.

para explicar la variación de los flujos netos a las economías de mercados emergentes. El hecho de que una proporción grande o creciente de la variación total de los flujos netos se explique en términos de factores comunes significaría que los flujos de capital se determinan cada vez más fuera de la economía nacional.

El modelo estimado destaca la preponderancia de los factores específicos de cada economía, capturados por el residuo del modelo, en el momento de explicar la variación de movimientos de flujos de capital en economías de mercados emergentes (gráfico 4.15)<sup>19</sup>. Sin embargo, también muestra que la proporción explicada por factores comunes fue mayor en las últimas dos décadas: pasó de menos de 15% en la década de 1980 a aproximadamente 23% en la década de 1990, y superó el 30% en la década de 2000<sup>20</sup>. Comparativamente, en el caso de las economías avanzadas, la proporción explicada por factores comunes es mucho menor: se mantiene en aproximadamente 10% y es menor en la última década que en la de 1990.

Dentro del conjunto de factores comunes de economías de mercados emergentes, todo indica que la importancia relativa de los factores regionales aumentó desde mediados de la década de 1990. Eso podría estar relacionado con la liberalización generalizada de las cuentas de capital de muchas economías de mercados emergentes durante la década de 1990, la crisis de Asia a fines de la década, el fortalecimiento de los vínculos financieros internacionales con las economías emergentes de Europa desde mediados de la década y la escalada general de los flujos de capital mundiales registrada desde esa década, que tuvo un importante componente regional. Específicamente, la importancia de los factores regionales, mayor en las economías de mercados emergentes que en las economías avanzadas, destaca la mayor sensibilidad de los inversionistas internacionales a las diferencias regionales entre economías

<sup>19</sup> En el apéndice 4.3 se describen las características específicas del modelo.

<sup>20</sup> Estas estimaciones son similares a los resultados obtenidos en Levchenko y Mauro (2007) para un grupo diverso de economías de mercados emergentes, pero menores que las de Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) para América Latina.



de mercados emergentes que a las diferencias entre economías avanzadas.

En conclusión, los factores comunes se revelan como más importantes para las economías de mercados emergentes que para las economías avanzadas en el momento de explicar la variación de los flujos netos, pero los factores específicos de cada economía son los que explican la mayor parte de la variación. Eso proporciona datos empíricos que sugieren una tendencia secular de los flujos de capital impulsados por las características estructurales de las economías receptoras. Así, cualquier análisis formal del papel de las variables cíclicas mundiales como causas de los flujos de capital debe neutralizar las características específicas de cada economía.

### La exposición financiera directa, ¿inuye en la reacción de los flujos de capital privados netos a los cambios de la política monetaria de Estados Unidos?

En esta sección se busca estimar cómo influye la exposición financiera directa a Estados Unidos en el impacto de las variaciones de la política monetaria estadounidense sobre los flujos de capital privados netos hacia economías de mercados emergentes. Al igual que las publicaciones sobre este tema, concentramos nuestra atención en la tasa de interés de política monetaria de Estados Unidos como variable representativa de las condiciones monetarias mundiales, dada la importancia sistémica de Estados Unidos en la economía mundial<sup>21</sup>.

#### Metodología

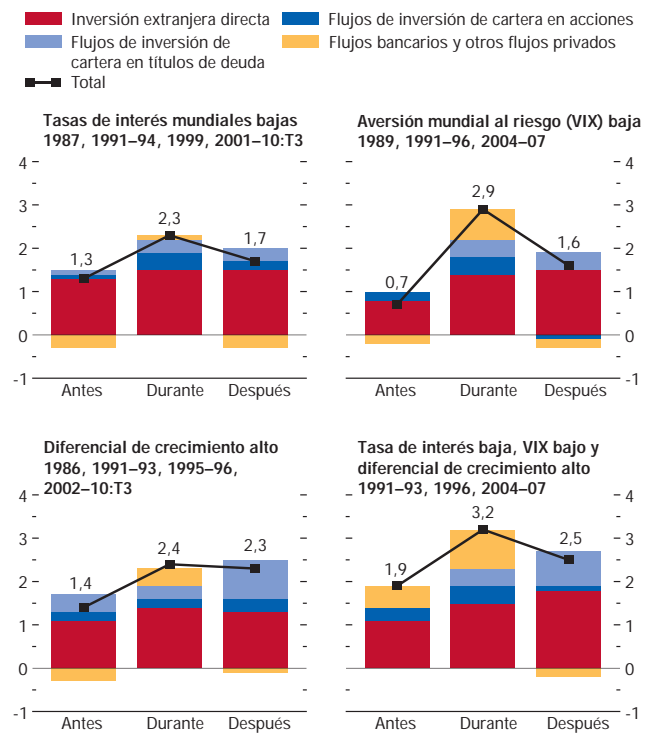
Se adopta un marco de regresión de panel con efectos fijos que incluye variables de control para todas las idiosincrasias y características estructurales que no varían a lo largo del tiempo a nivel de cada economía. La muestra comprende 50 economías (30 economías de mercados emergentes y 20 economías avanzadas), y contiene datos de los flujos de capital con frecuencia trimestral, desde el primer trimestre de 1989 al tercero

<sup>21</sup> Dicho eso, una prueba de solidez clave neutraliza por separado los cambios en la tasa de interés en la zona del euro en la regresión de referencia (véase el apéndice 4.4 para más detalles).

**Gráfico 4.13. Flujos de capital privados netos durante períodos de financiamiento externo favorable y elevados diferenciales de crecimiento entre las economías de mercados emergentes y las economías avanzadas**

(Porcentaje del PIB)

Los flujos de capital privados netos hacia las economías de mercados emergentes alcanzaron su punto máximo cuando se registraron tres condiciones: tasas de interés mundiales bajas, poca aversión mundial al riesgo y diferencial de crecimiento alto entre las economías de mercados emergentes y las economías avanzadas. Los flujos, en general, fueron mayores que en el año anterior o posterior y llegaron a su nivel más alto cuando coincidieron las tres condiciones. Las alzas (y las subsecuentes bajas) más pronunciadas se registraron en torno a períodos de poca aversión al riesgo.



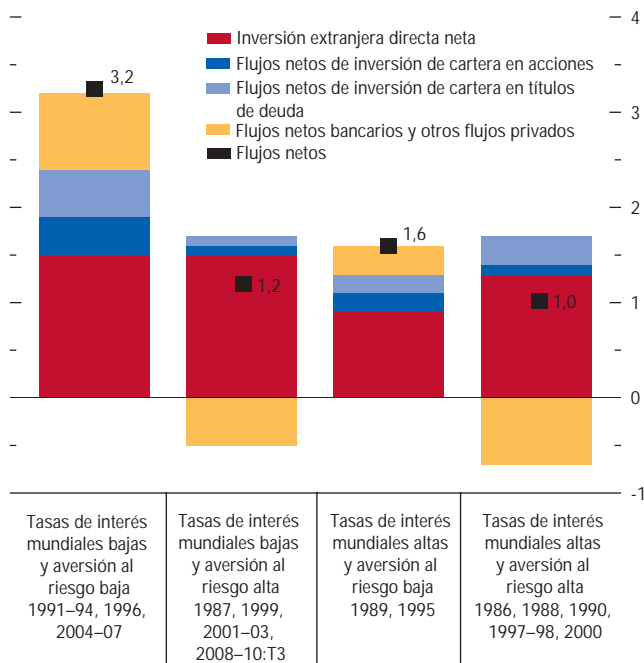
Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*; fuentes nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los flujos de capital privados netos no incluyen los flujos de derivados. Los valores de cada barra corresponden al promedio de cada período plurianual durante el cual se mantuvo vigente la condición, y los datos anuales se calculan como la suma de los flujos de capital netos entre economías, dividida por la suma del PIB nominal (ambas en dólares de EE.UU.) del mismo grupo de economías. Los agregados de los grupos no incluyen los centros financieros *offshore*.

**Gráfico 4.14. Flujos privados netos hacia las economías de mercados emergentes en diferentes condiciones de financiamiento**

(Porcentaje del PIB)

Los flujos de capital netos hacia las economías de mercados emergentes tendieron a ser más importantes cuando las condiciones monetarias y de riesgo mundiales eran laxas, mientras que, en contextos de gran aversión al riesgo (pero con tasas de interés mundiales bajas), los flujos fueron apenas superiores a los flujos netos registrados cuando ambas condiciones eran restrictivas.



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*; fuentes nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los flujos de capital privados netos no incluyen los flujos de derivados. Los valores de cada barra corresponden al promedio de cada período plurianual durante el cual se mantuvo vigente la condición, y los datos anuales se calculan como la suma de los flujos de capital netos entre economías, dividida por la suma del PIB nominal (ambas en dólares de EE.UU.) del mismo grupo de economías. Los agregados de los grupos no incluyen los centros financieros *offshore*.

de 2010<sup>22</sup>. Aunque muchos trabajos analizaron el papel de la política monetaria de Estados Unidos (entre otros factores mundiales) en el impulso de los flujos de capital hacia otras economías, este capítulo amplía lo desarrollado en los estudios de dos maneras principales.

- Se identifica de qué manera las diferencias de la exposición financiera directa de las economías a Estados Unidos alteran el efecto de las variaciones de la política monetaria estadounidense sobre los flujos de capital netos, luego de neutralizar todos los eventos comunes, incluido todo efecto común producido por el cambio de la política monetaria estadounidense. En trabajos anteriores se intentó estimar el efecto total de la política monetaria de Estados Unidos sobre los flujos de capital solo mediante la inclusión de las tasas de interés de Estados Unidos en un conjunto de variables de control mundiales. Así, decidieron delinear explícitamente el conjunto de variables mundiales tenidas en cuenta y descartar el uso de variables ficticias de tiempo como variables representativas de un factor común mundial de carácter general<sup>23</sup>, lo que expone los análisis a un problema de variable omitida: ¿cómo es posible distinguir entre los efectos de eventos comunes que pudieron tener un impacto importante sobre los flujos de capital (por ejemplo, el Plan Brady de 1989, la crisis de Asia de 1997-98, los atentados terroristas del 11 de septiembre) y los cambios en la política monetaria de Estados Unidos con los que pueden haber coincidido? A fin de resolver este problema, en primer lugar se incorporan en la regresión variables ficticias para el tiempo que capturan el efecto promedio de todos los factores mundiales sobre los flujos netos (incluida la política monetaria de Estados Unidos), sin identificar cuáles podrían ser esos factores. Luego, se aprovecha el hecho de que algunas economías tienen una

<sup>22</sup> El tamaño de la muestra disminuye debido a que no están disponibles los datos sobre flujos de capital trimestrales, PIB o variables explicativas nacionales en el caso de algunas economías.

<sup>23</sup> La inclusión de las dos variables ficticias temporales que neutralizan todos los eventos específicos del tiempo y otras variables mundiales que varían a lo largo del tiempo pero no entre las distintas economías representaría un problema de colinealidad perfecta para la regresión de panel.

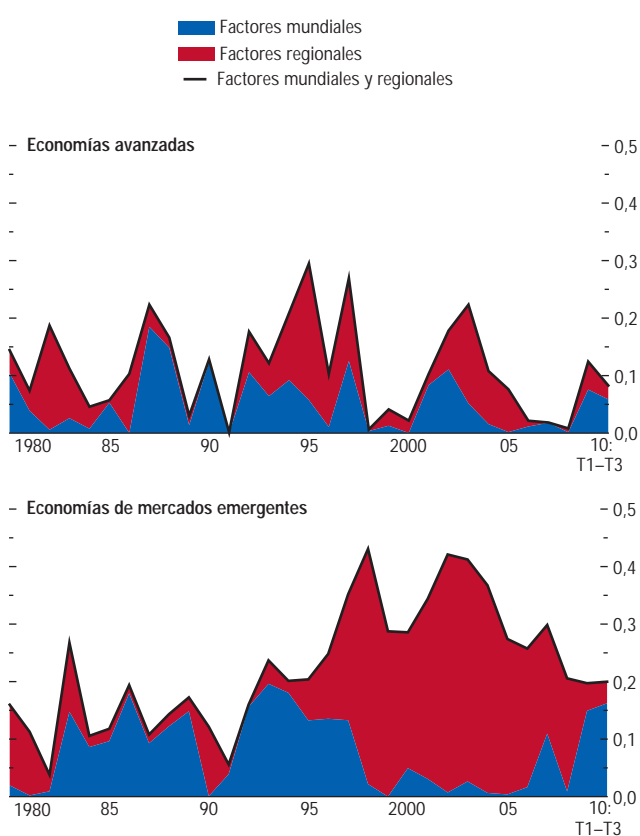
mayor exposición financiera a Estados Unidos que otras (apéndice 4.4) para abordar una cuestión más concreta: en qué medida las diferencias de la exposición financiera directa hacen variar el efecto de la política monetaria estadounidense. Específicamente, el cambio en la tasa de interés de Estados Unidos se multiplica por un indicador de la exposición financiera directa de cada economía a Estados Unidos, a fin de identificar la diferencia del efecto de los cambios de la política monetaria de Estados Unidos sobre los flujos netos hacia economías con o sin exposición financiera. La exposición financiera directa de una economía a Estados Unidos se mide según la proporción de sus activos y pasivos estadounidenses dentro del total de activos y pasivos externos.

- En el capítulo se distingue entre cambios efectivos e imprevistos de las tasas de interés real de Estados Unidos, distinción que todavía no se había aplicado en las publicaciones sobre el tema<sup>24</sup>. Como el cambio efectivo de la política monetaria de Estados Unidos puede anticiparse parcialmente, es posible que los flujos de capital se ajusten cuando se recibe la información (lo que refleja el comportamiento prospectivo de los inversionistas) y no en el momento del cambio de tasas efectivo (realizado), lo que atenuaría cualquier efecto estimado de los cambios de la política monetaria sobre los flujos de capital. Además, si la política monetaria de Estados Unidos responde de manera anticíclica a los acontecimientos económicos del país (que probablemente ejercen una influencia independiente sobre los flujos mundiales), es posible que los flujos de capital se atenúen en respuesta a los cambios en la tasa de interés de Estados Unidos. A fin de superar este problema, construimos una serie de cambios imprevistos en la política monetaria de Estados Unidos, con el enfoque utilizado en Kuttner (2001), agregándolos con frecuencia

<sup>24</sup> En los estudios sobre finanzas internacionales se analizó el efecto de la volatilidad o el carácter sorpresivo de la política monetaria de Estados Unidos sobre diversas variables, como los precios de acciones mundiales (véase Laeven y Tong, 2010), los diferenciales de bonos de mercados emergentes (véase Hartelius, Kashiwase y Kodres, 2008), los flujos de capital de Estados Unidos (véase Fratzscher, Saborowski y Straub, 2010) y las políticas monetarias y cambiarias nacionales (véanse Miniane y Rogers, 2007, y Bluedorn y Bowdler, 2010).

**Gráfico 4.15. Factores comunes a la variación de los flujos de capital privados netos hacia las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes ( $R^2$ )**

Los factores mundiales y regionales explican solo una pequeña parte de la variación de los flujos de capital privados netos hacia las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes, lo que destaca la importancia de los factores específicos de cada economía. Sin embargo, la proporción atribuible a factores regionales en las economías de mercados emergentes ha aumentado con el tiempo, lo que sugiere una mayor sensibilidad de los inversionistas extranjeros a las diferencias regionales entre las economías de mercados emergentes que entre las economías avanzadas.



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*; fuentes nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El área azul corresponde a la proporción de la variación de los flujos netos como porcentaje del PIB en las economías de cada grupo que es atribuible a factores mundiales (variables ficticias de tiempo) respecto de una especificación con una sola constante (sin variables ficticias de tiempo). El área roja corresponde a la variación adicional de los flujos netos como porcentaje del PIB atribuible a factores regionales (variables ficticias de tiempo regionales). La línea negra es la variación total de los flujos netos que es atribuible conjuntamente a factores mundiales y regionales. Ambas muestras excluyen los centros financieros *offshore*. El apéndice 4.3 contiene información adicional sobre el procedimiento de estimación.

trimestral según el método utilizado en Bluedorn y Bowdler (2011)<sup>25</sup>. Con el objetivo de garantizar todavía más que los cambios en la política monetaria de Estados Unidos no se confundan con los efectos de innovaciones del crecimiento, también neutralizamos los cambios no previstos en el crecimiento de Estados Unidos<sup>26</sup>.

Nuestra especificación de referencia de forma reducida es la siguiente:

$$y_{i,t} = \alpha_i + \alpha_t + \sum_{s=0}^8 \beta_s (\omega_i \times \Delta r_{us,t-s}) + \sum_{s=0}^8 \lambda_s (\delta_i \times \Delta g_{us,t-s}) + X_{i,t-1}' \gamma + \varepsilon_{i,t} \quad (4.1)$$

donde  $i$  constituye un índice de economías y  $t$  constituye un índice de tiempo (fecha trimestral);  $y_{i,t}$  es el coeficiente flujos de capital netos/PIB;  $\alpha_i$  representa efectos fijos específicos de cada economía y  $\alpha_t$  representa efectos fijos en el tiempo;  $\omega_i$  denota la ponderación de exposición financiera directa estadounidense;  $\Delta r_{us,t}$  es el indicador de la variación de la política monetaria de Estados Unidos (en este caso, la variación efectiva o imprevista de la tasa);  $\delta_i$  representa las ponderaciones de la exposición comercial directa estadounidense;  $\Delta g_{us,t}$  es el error de proyección del crecimiento de Estados Unidos;  $X_{i,t-1}$  es un vector de controles adicionales con rezago, entre los que figuran la tasa de interés real (*ex post*) interna, el crecimiento del PIB real interno, el nivel de riesgo compuesto según la *International Country Risk Guide (ICRG)*, el logaritmo del PIB nominal para neutralizar el tamaño y la demanda agregada interna, el coeficiente pasivos líquidos/PIB para neutralizar la profundidad del mercado

<sup>25</sup> Específicamente, el cambio en el precio de los futuros sobre fondos federales (que depende de las expectativas del mercado respecto de la política de Estados Unidos) en torno a reuniones regulares del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal arroja el componente imprevisto o “sorpresa” del cambio efectivo de la tasa de política monetaria. Luego, esos cambios diarios se asignan a distintos trimestres (véanse los detalles en el apéndice 4.4).

<sup>26</sup> A fin de calcular el componente sorpresa del crecimiento de Estados Unidos, tomamos la diferencia entre el resultado de crecimiento de Estados Unidos en un trimestre determinado y el pronóstico de crecimiento realizado en el trimestre anterior, extraído de las proyecciones del trimestre anterior publicadas en la encuesta de profesionales de la proyección macroeconómica (*Survey of Professional Forecasters*). Esas diferencias se ponderan según la participación en el comercio bilateral de cada economía con Estados Unidos.

financiero interno (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2000 y 2009), un indicador de régimen con vínculo cambiario de facto (Reinhart y Rogo , 2004, Ilzetzki, Reinhart y Rogo , 2008), y un índice de la apertura de la cuenta de capital de jure de la economía (Chinn e Ito, 2006 y 2008, y Aizenman, Chinn e Ito, 2010), y  $\varepsilon_{i,t}$  como término de error medio cero. Por lo tanto,  $\beta_0 \times \omega$  representa la diferencia del efecto inmediato de un cambio de la política monetaria estadounidense sobre los flujos netos hacia una economía que tiene una exposición financiera directa de  $\omega$  a Estados Unidos, en relación con una economía que no la tiene.

### ¿Son sensibles a la política monetaria estadounidense los flujos de capital netos dirigidos hacia las economías con exposición financiera directa a Estados Unidos?

Una conclusión clave es que las economías que tienen una exposición financiera directa a Estados Unidos experimentan —debido al endurecimiento de la política monetaria estadounidense— un efecto negativo adicional sobre sus flujos netos, que es superior al que sufren las economías que no tienen tal exposición. Eso significa que el impacto relativo de los cambios de la política monetaria estadounidense es más fuerte (más débil) en las economías con una exposición financiera directa mayor (menor) a Estados Unidos. A lo largo de este capítulo, nos referimos a esa diferencia como el efecto “adicional” de la política monetaria estadounidense, ya que siempre se lo mide en relación a una economía que no tiene una exposición financiera directa a Estados Unidos. Además, el impacto adicional de la política monetaria estimado utilizando los cambios imprevistos es mayor que el correspondiente impacto estimado utilizando una variación efectiva equivalente (gráfico 4.16). Para la muestra completa, en el caso de una economía con una exposición financiera directa promedio a Estados Unidos (alrededor de 16%), un aumento imprevisto de 1 desviación estándar en la tasa de interés real de Estados Unidos (aproximadamente igual a 5 puntos básicos) genera una reducción adicional estadísticamente significativa de los flujos netos cercana a ½ punto porcentual del PIB en el primer trimestre que, acumulada, aumenta a 1¼ puntos porcentuales

del PIB después de dos años<sup>27</sup>. El efecto acumulado muestra la diferencia acumulativa de los efectos dinámicos de un alza permanente de la tasa de política monetaria estadounidense sobre los flujos netos en el caso de una economía que tiene una exposición financiera promedio a Estados Unidos, en relación con una economía que no la tiene. Los efectos adicionales de una variación efectiva equivalente de la tasa (aumento de 12 puntos porcentuales) son mucho menores y reducen los flujos netos relativos menos de una décima de punto porcentual del PIB en el impacto y cerca de ½ punto porcentual del PIB después de dos años. La razón puede ser que, cuando los cambios de la política monetaria de Estados Unidos son sorpresivos, los inversionistas prospectivos pueden llevar a cabo una mayor reestimación de los rendimientos previsible de las inversiones internacionales alternativas debido al cambio de las expectativas sobre el futuro de la política económica de Estados Unidos y su economía. Esos cambios sorpresivos, entonces, provocan que se reequilibre la cartera de una manera más marcada (y que, por lo tanto, haya un cambio más marcado en los flujos netos) entre las economías con una exposición financiera directa a Estados Unidos.

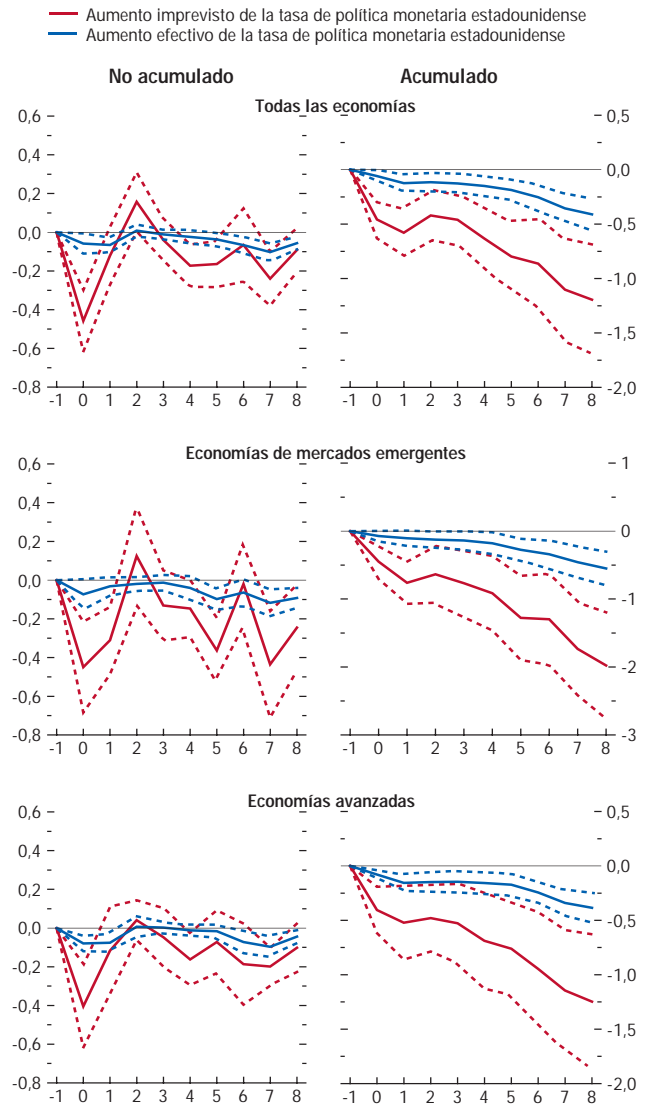
El efecto negativo adicional del endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos se mantiene para la submuestra formada solo por economías de mercados emergentes y la submuestra

<sup>27</sup> Las respuestas al impulso no acumuladas demuestran el efecto adicional de un aumento transitorio de la tasa de política monetaria de Estados Unidos sobre los flujos netos para una economía que tiene una exposición financiera directa a Estados Unidos equivalente al promedio de la muestra (0,16 para la totalidad de la muestra, 0,17 para las economías de mercados emergentes y 0,14 para las economías avanzadas), en relación con una economía que no tiene esa exposición. Las respuestas acumuladas muestran la diferencia acumulativa del efecto cuando el aumento de la tasa es permanente durante los ocho trimestres siguientes (en el caso de una economía con la exposición financiera directa promedio a Estados Unidos, frente a una economía sin exposición financiera directa a Estados Unidos). Dado que las tasas de interés de Estados Unidos actualmente están en niveles históricamente bajos, la respuesta al impulso acumulada adicional que corresponde a un cambio de tasa permanente parece ser más pertinente, y por lo tanto en ella se concentra el resto del análisis de regresión. Realizada esta aclaración, el efecto adicional a largo plazo de una variación de la política monetaria de Estados Unidos se considera significativo cuando la suma de los coeficientes parciales correspondientes a ocho rezagos de la variable de Estados Unidos es estadísticamente significativa, ya sea producto de la significancia estadística de todos y cada uno de los trimestres de los dos años o solo de algunos de ellos.

### Gráfico 4.16. Diferencia de la respuesta de los flujos de capital privados netos de las economías al endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos

(Porcentaje del PIB)

Un endurecimiento no anticipado de la política monetaria de Estados Unidos tiene un efecto negativo adicional inmediato y estadísticamente significativo sobre los flujos netos dirigidos hacia las economías que tienen una exposición financiera directa a Estados Unidos, en comparación con las que no la tienen. El impacto adicional de un aumento efectivo de la tasa de política monetaria estadounidense es mucho menor.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Véase en el apéndice 4.1 la muestra de economías incluidas en el análisis. La variable dependiente son los flujos de capital privados netos totales como porcentaje del PIB. En el eje de la abscisa se indica la cantidad de trimestres transcurridos después de un impulso. Los impulsos en el trimestre cero se normalizan en un aumento imprevisto de la tasa de 1 desviación estándar para la economía a la cual corresponde la exposición financiera promedio del grupo. El impulso subyacente se indica en la leyenda. Las líneas punteadas indican las bandas correspondientes a un error estándar. En el apéndice 4.4 se presentan la especificación de la regresión y el conjunto de variables de control.



formada solo por economías avanzadas, sin incluir Estados Unidos. En las dos submuestras, el efecto adicional de un cambio de tasa imprevisto supera el de un cambio de tasa efectivo, lo cual confirma que si se tienen en cuenta solo los cambios efectivos de tasa, el resultado es una subestimación del impacto de las variaciones de la política monetaria estadounidense en los flujos netos hacia economías que tienen una exposición financiera directa a Estados Unidos. En el caso de una economía de mercado emergente con la exposición financiera directa promedio a Estados Unidos (17%), la variación imprevista conlleva una caída adicional inmediata de  $\frac{1}{2}$  punto porcentual del PIB, que se acumula hasta llegar a 2 puntos porcentuales del PIB después de dos años (en comparación con una economía de mercado emergente sin exposición financiera directa a Estados Unidos). Estos efectos adicionales a corto y a largo plazo son estadísticamente significativos. También en este caso, el efecto adicional acumulado es menor ( $\frac{1}{2}$  punto porcentual del PIB) para un cambio efectivo, aunque es estadísticamente significativo después del primer año. Los efectos adicionales inmediatos y acumulados sobre los flujos netos a las economías avanzadas que tienen una exposición financiera son similares a los de las economías de mercados emergentes.

Los resultados expuestos se mantienen en varias pruebas de solidez, que se tratan más detalladamente en el apéndice 4.4. Entre estas pruebas están la estimación de un modelo explícitamente dinámico que incluye valores rezagados de los flujos de capital netos como variables explicativas de la regresión; la limitación de la muestra a las 10 economías más grandes; la inclusión en la muestra de centros financieros *o shore*; la incorporación de más variables de control (como errores en la predicción de crecimiento en la zona del euro, variaciones de la tasa de interés real de la zona del euro y variaciones de la aversión al riesgo a nivel mundial); la introducción de un corte estructural en el año 1997, y la estimación del modelo para el período anterior a 2008. El resultado central se mantiene: existe un efecto adicional negativo sobre los flujos de capital hacia las economías de mercados emergentes que tienen una exposición financiera directa a Estados Unidos (en relación con las que no la tienen) a raíz

de un endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos. En particular, esta sensibilidad se mantiene incluso después de finales de la década de 1990, período en el que se produjeron importantes cambios en los mercados de capital mundiales (como se documenta en el capítulo 2 de la edición de abril de 2007 del informe *GFSR*).

Algunas otras relaciones destacadas entre los flujos netos hacia las economías de mercados emergentes y las variables de control internas incluyen una asociación positiva entre los flujos de capital y el crecimiento del PIB real, el tamaño de la economía (que es una variable representativa del papel de la demanda interna), la profundidad financiera, niveles de riesgo más bajos y regímenes con vínculos cambiarios, aunque solo las primeras dos relaciones son estadísticamente significativas (véase el apéndice 4.4). Es sorprendente comprobar que la correlación entre los flujos netos a las economías de mercados emergentes y las tasas de interés internas reales es negativa. Esto podría reflejar la experiencia que tienen las economías de mercados emergentes con las reversiones o interrupciones repentinas de los flujos de capital que suceden incluso cuando las autoridades de una economía de mercado emergente suben las tasas de interés internas para impedir que los flujos netos den un vuelco. De hecho, no existe una relación negativa entre los flujos netos y las tasas de interés reales internas en las economías avanzadas, que históricamente han sufrido menos crisis financieras<sup>28</sup>.

<sup>28</sup> A diferencia de los estudios que determinaron que la actividad real de Estados Unidos tiene un papel importante en la dirección de flujos hacia las economías en desarrollo (véase Mody, Taylor y Kim, 2001), nuestros resultados sugieren que un crecimiento de Estados Unidos distinto del anticipado no afecta de manera significativa a los flujos netos dirigidos hacia las economías con una exposición financiera directa a Estados Unidos. Este resultado se mantiene si el crecimiento sorpresivo de Estados Unidos se complementa con un error de predicción del crecimiento identificado de la zona del euro. Esta conclusión tiene una mayor coincidencia con Taylor y Sarno (1997) y Calvo, Leiderman y Reinhart (1993), quienes llegaron a la conclusión de que la política monetaria de Estados Unidos tiene un papel mayor que el de sus indicadores de actividad real.



### ¿Depende de las características de la economía receptora la sensibilidad de los flujos de capital a la política monetaria estadounidense?

En esta sección se investiga si el efecto adicional de las variaciones de la política monetaria de Estados Unidos sobre los flujos netos hacia las economías de mercados emergentes que tienen una exposición financiera directa a Estados Unidos es sensible a las características estructurales y económicas de estas economías. Específicamente, examinamos cómo varían los efectos adicionales de acuerdo con las diferencias de integración con los mercados financieros mundiales, la profundidad financiera interna, el régimen de tipo de cambio y el crecimiento económico interno. Es importante resaltar que los resultados no imputan un rol causal a estas características estructurales y económicas en la sensibilidad de los flujos netos hacia las economías de mercados emergentes respecto de la política monetaria de Estados Unidos. En el caso de cada característica, los resultados muestran los efectos adicionales (inmediatos y acumulados) sobre los flujos netos hacia una economía con la exposición financiera directa promedio a Estados Unidos, en comparación con los flujos netos hacia una economía que no tiene una exposición financiera directa a Estados Unidos.

#### *El papel de la globalización financiera*

El efecto negativo adicional de un endurecimiento imprevisto de la política monetaria de Estados Unidos suele ser más fuerte para las economías de mercados emergentes más integradas a los mercados financieros mundiales (gráfico 4.17, primera y segunda columnas). Se utilizan dos variables representativas de la globalización financiera: mayor apertura de la cuenta de capital y una mayor penetración extranjera (tenencias) en el mercado de deuda interna. Los aumentos de la tasa de política monetaria estadounidense producen un marcado efecto adicional negativo en las economías financieramente integradas, mientras que el efecto adicional sobre las economías que están menos globalizadas no es estadísticamente significativo<sup>29</sup>. Las variaciones

<sup>29</sup> Este resultado también respalda la conclusión de Milesi-Ferretti y Tille (2010) de que las economías con un alto grado de integración financiera sufrieron mayores disminuciones en las

efectivas de la tasa se parecen a las imprevistas en cuanto a los efectos que tienen sobre los flujos netos, pero son de menor magnitud.

#### *El papel de la intermediación y la profundidad financiera internas*

Los flujos netos hacia las economías de mercados emergentes con baja profundidad financiera interna y una exposición financiera directa son más sensibles a los cambios de la tasa estadounidense que otros (gráfico 4.17, tercera columna). Para los dos tipos de economía —con profundidad financiera más alta y más baja—, los aumentos de la tasa de política monetaria de Estados Unidos tienen un impacto negativo adicional sobre los flujos netos. Pero este efecto adicional es estadísticamente significativo solo para las economías con menor profundidad financiera. Este resultado sorprende si se espera que la profundidad financiera guarde correlación con la globalización financiera. La sensibilidad de los flujos netos a los aumentos de la tasa estadounidense en economías de poca profundidad financiera podría ser el reflejo del comportamiento de los inversionistas internos (salidas brutas) y no de los inversionistas extranjeros (entradas brutas), dado que los últimos probablemente sean pocos en economías con escasa profundidad financiera (Calderon y Kubota, 2009). Cabe destacar, sin embargo, que la medida de la profundidad financiera no equivale a la apertura financiera, sino que es una variable representativa de la magnitud de la intermediación financiera interna (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2000 y 2009). De hecho, algunas grandes economías, por ejemplo, China e India, con sectores financieros proporcionalmente más grandes (pero cuentas de capital cerradas) también pertenecen a este grupo.

#### *El papel del régimen cambiario*

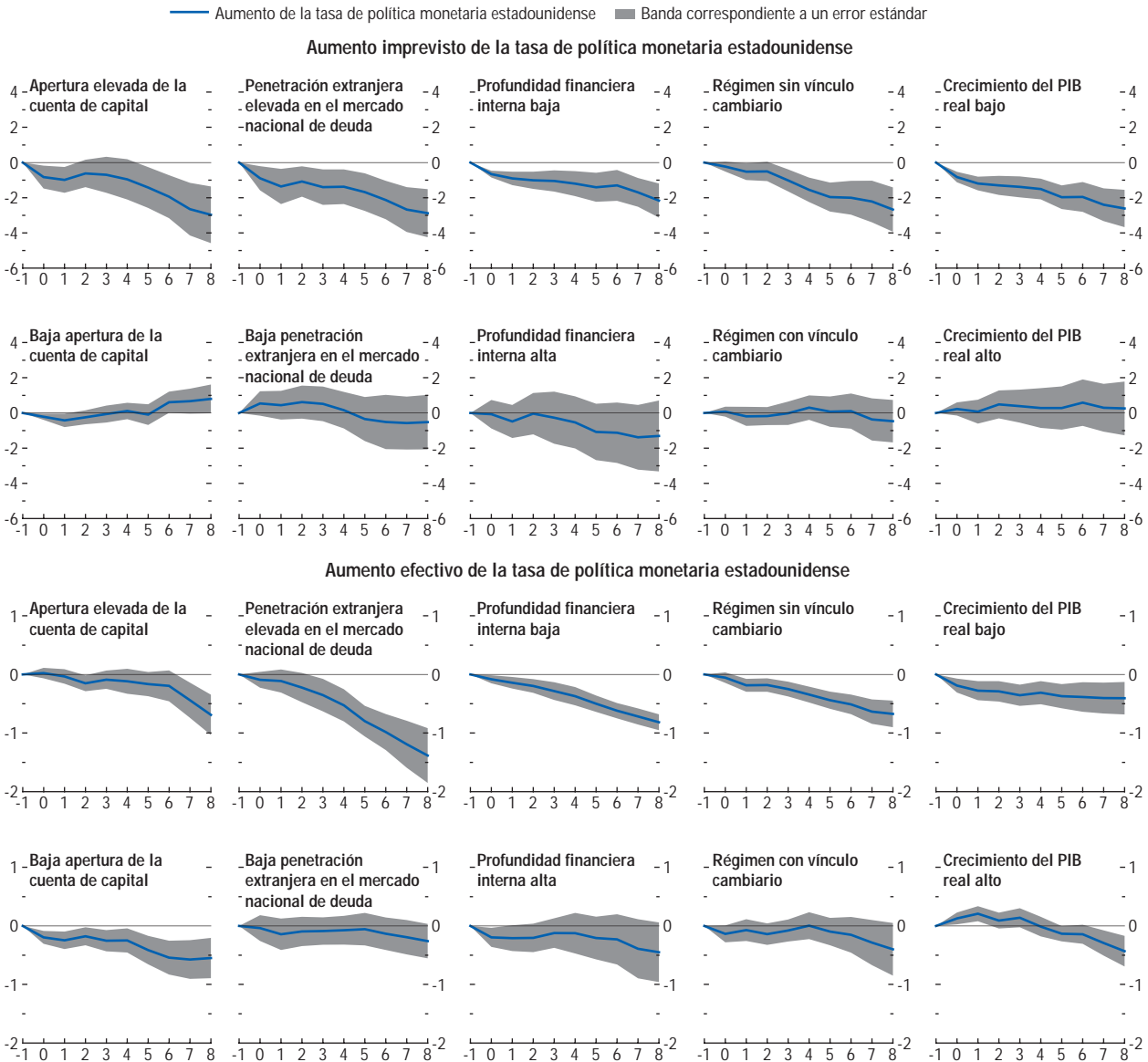
La respuesta adicional de los flujos netos al endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos en economías con una exposición financiera directa sin vínculos cambiarios es más marcada que en economías con vínculos cambiarios (gráfico 4.17,

entradas de capital durante las crisis financieras mundiales. Entre los ejemplos de economías en la muestra con alta apertura financiera, según ambos criterios, se encuentran Hungría y Perú.

### Gráfico 4.17. Diferencia de la respuesta de los flujos de capital privados netos de las economías de mercados emergentes al endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos, según algunas características económicas seleccionadas

(Porcentaje del PIB)

La sensibilidad de los flujos netos a un endurecimiento imprevisto de la política monetaria de Estados Unidos es mayor en el caso de las economías de mercados emergentes con una exposición financiera directa y con más integración mundial en términos financieros, mercados financieros menos profundos, tipos de cambio más flexibles o menor crecimiento interno (en comparación con las economías sin exposición financiera). Se verifica un patrón similar en la sensibilidad de los flujos netos ante un endurecimiento monetario efectivo de Estados Unidos.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Véase la muestra de economías de mercados emergentes en el apéndice 4.1. La variable dependiente son los flujos de capital privados netos totales como porcentaje del PIB, en las economías de mercados emergentes con la característica seleccionada. La muestra se divide según esté la economía en cuestión por encima o por debajo de la mediana de la característica. En el eje de la abscisa se indica la cantidad de trimestres Después de un impulso. El impulso en el trimestre cero es un alza permanente de la tasa de política monetaria estadounidense, normalizada a un aumento imprevisto de la tasa de 1 desviación estándar para la economía a la que corresponde la exposición financiera promedio del grupo. La especificación de la regresión y el conjunto de variables de control se presentan en el apéndice 4.4.

cuarta columna)<sup>30</sup>. En particular, para los regímenes relativamente flexibles, un incremento imprevisto de la tasa estadounidense tiene un efecto negativo adicional sobre los flujos netos que es significativo a largo plazo. El correspondiente efecto de un aumento efectivo es significativo a corto y a largo plazo pero es de menor magnitud. Para los regímenes con vínculo cambiario, los efectos iniciales y los efectos adicionales acumulados nunca son estadísticamente significativos, ya sea que los aumentos de la tasa de Estados Unidos sean efectivos o imprevistos.

Las experiencias dispares de las economías con vínculos cambiarios y las demás podrían ser reflejo de muchos factores. Primero, varias economías de la muestra que tenían regímenes relativamente sujetos a vínculos cambiarios durante el período de la muestra también tenían cuentas de capital relativamente más cerradas durante este período (por ejemplo, Argentina, Marruecos, Rusia y la mayoría de las economías de Asia). Por otro lado, varias economías sin vínculos cambiarios también tienen cuentas de capital relativamente abiertas (por ejemplo, Brasil, Indonesia, México). Segundo, cabe hacer la salvedad de que un régimen sin vínculo cambiario no necesariamente implica que la propia trayectoria del tipo de cambio sea completamente flexible; por ejemplo, si se administra el tipo de cambio, la falta de ajuste cambiario suficiente puede generar una apuesta en una sola dirección y exagerar el ajuste consiguiente en los flujos de capital.

### *El papel del crecimiento económico interno*

Las economías con una exposición financiera directa y un crecimiento relativamente débil parecen experimentar un efecto negativo adicional más marcado ante un endurecimiento imprevisto de la política monetaria estadounidense (gráfico 4.17, columna derecha). Por el contrario, el impacto adicional de los aumentos imprevistos de la tasa de

<sup>30</sup> Los regímenes con vínculo cambiario se definen como aquellos que no tienen una moneda de curso legal separada o en los que el tipo de cambio está fijado por un régimen de convertibilidad o un mecanismo de paridad fija o móvil en el cual el tipo de cambio (o la banda de fluctuación) no se mueve más de  $\pm 2\%$ . Esto corresponde a las categorías 1 y 2 en la clasificación de tipos de cambio de facto de Reinhart y Rogo (2004). Todos los otros regímenes, que probablemente sean más flexibles, se definen como regímenes sin vínculo cambiario.

política monetaria de Estados Unidos sobre los flujos de capital netos no es significativa para las economías financieramente expuestas con un crecimiento sólido. Es posible que las economías con un crecimiento fuerte estén adoptando la combinación correcta de políticas macroeconómicas y prudenciales para atraer flujos de capital, lo cual compensa el efecto negativo adicional de los aumentos imprevistos de la tasa estadounidense. Es posible que ocurra lo opuesto en las economías de bajo crecimiento.

Estas conclusiones son un ejemplo de cómo el efecto adicional promedio del aumento de la tasa de Estados Unidos sobre los flujos netos hacia economías de mercados emergentes con una exposición financiera directa a Estados Unidos oculta diferencias importantes dentro de la muestra. A diferencia de las economías avanzadas, que son más homogéneas en cuanto a sus características estructurales (la mayoría se caracteriza por contar con mercados financieros abiertos, regímenes cambiarios flexibles y profundidad financiera), las economías de mercados emergentes son mucho más diversas, lo cual —sumado a las diferencias de la exposición financiera directa a Estados Unidos— produce las respuestas diferenciales ante las variaciones de la política monetaria estadounidense.

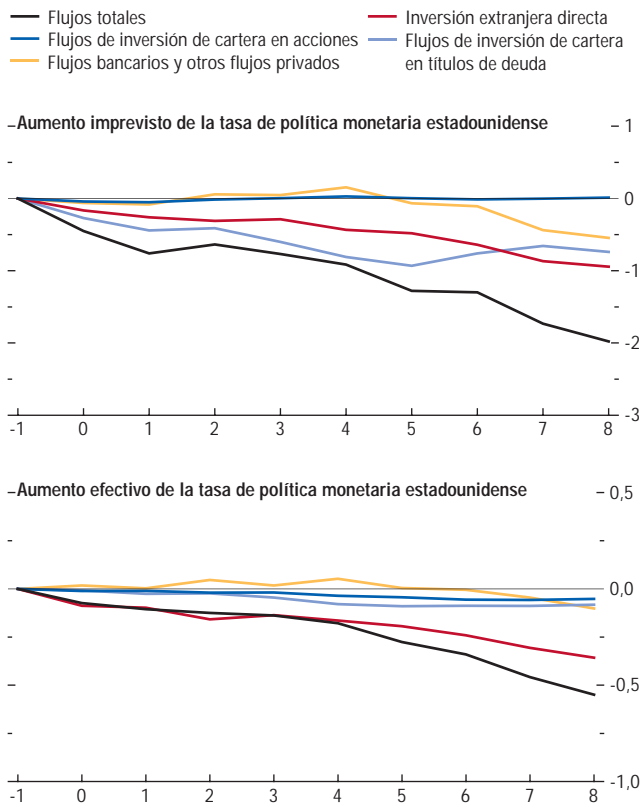
### **¿Responden de manera diferente los distintos tipos de flujo a la política monetaria de Estados Unidos?**

El efecto adicional negativo de un aumento de la tasa de interés de Estados Unidos sobre los flujos de capital netos es más pronunciado para los flujos de inversión de cartera en títulos de deuda y estadísticamente significativo a corto y a largo plazo con la variación imprevista (gráfico 4.18). Para la inversión extranjera directa y los flujos bancarios y otros flujos privados, el impacto adicional del endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos sobre los flujos netos hacia las economías de mercados emergentes con una exposición financiera directa es negativo pero no siempre estadísticamente significativo. Finalmente, los flujos orientados a inversiones en acciones no son sensibles a los cambios en la política monetaria de Estados Unidos. La sensibilidad relativamente mayor de la inversión extranjera directa a la política monetaria estadounidense,

**Gráfico 4.18. Diferencia de la respuesta de los flujos de capital privados netos de las economías de mercados emergentes al endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos, según el tipo de flujo**

(Porcentaje del PIB)

El efecto adicional negativo de un endurecimiento monetario imprevisto en Estados Unidos sobre los flujos netos dirigidos hacia las economías de mercados emergentes con una exposición financiera directa es más notable en el caso de los flujos de inversión de cartera en títulos de deuda y está ausente en el caso de los flujos de inversión de cartera en acciones. La inversión extranjera directa exhibe una respuesta adicional fuerte, en tanto que los flujos bancarios y otros flujos privados presentan una respuesta rezagada. En el caso de un endurecimiento efectivo de la política monetaria estadounidense, solo la inversión extranjera directa muestra una respuesta adicional fuerte.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Véase la muestra de economías de mercados emergentes en el apéndice 4.1. La variable dependiente son los flujos de capital privados netos totales como porcentaje del PIB. En el eje de la abscisa se indica la cantidad de trimestres después de un impulso. El impulso en el trimestre cero es un aumento permanente de la tasa de política monetaria de Estados Unidos, normalizado a un aumento imprevisto de la tasa de 1 desviación estándar para la economía a la que corresponde la exposición financiera promedio del grupo. La especificación de la regresión y el conjunto de variables de control se presentan en el apéndice 4.4.

después de considerar los flujos de capital de la cartera relacionados con la deuda, podría ser reflejo de una creciente participación de la inversión extranjera directa financiera a lo largo del tiempo en las economías con una exposición financiera directa, que se comporta más como los flujos de capital generadores de deuda (Ostry *et al.*, 2010).

**¿Afecta el entorno económico mundial al impacto de la política monetaria de Estados Unidos sobre los flujos netos hacia las economías con una exposición financiera directa?**

Una conclusión más pertinente a las circunstancias actuales del mundo es que el efecto adicional de los cambios en la tasa de interés de Estados Unidos sobre los flujos de capitales dirigidos hacia las economías con una exposición financiera directa a Estados Unidos es más profundo cuando las condiciones financieras a nivel mundial, tanto en términos de las tasas de interés como de la aversión al riesgo, son relativamente laxas. Para una economía de mercado emergente típica con una exposición financiera directa promedio, el efecto adicional de un aumento imprevisto de la tasa estadounidense en un entorno de tasas de interés bajas es más prolongado que bajo la especificación de referencia (gráfico 4.19). Este resultado implica que el entorno económico mundial actual, caracterizado por condiciones monetarias distendidas en Estados Unidos —sostenidas a través de reducciones de las tasas de interés y expansión cuantitativa—, provocaría que los flujos de capital netos hacia las economías de mercados emergentes financieramente expuestas fueran más sensibles a las variaciones de la política monetaria estadounidense. Durante periodos de baja aversión al riesgo, el efecto es incluso más marcado y estadísticamente significativo a corto y a largo plazo. Finalmente, el impacto adicional de los aumentos de la tasa de Estados Unidos sobre los flujos netos es más profundo en un entorno subyacente de bajas tasas de interés mundiales y baja aversión al riesgo, con un efecto también en este caso estadísticamente significativo a corto y largo plazo. Estos resultados podrían ser reflejo del hecho de que los flujos de capital son más propensos a responder a los incentivos en busca de altos rendimientos cuando los rendimientos de los

activos financieros internacionales son generalmente bajos mientras el apetito por asumir riesgos es alto (baja aversión al riesgo) y se relacionan con estudios recientes que destacan el papel de la percepción del riesgo mundial en la generación de la volatilidad de los flujos de capital y en las interrupciones y escaladas repentinas<sup>31</sup>. Los efectos adicionales de un cambio efectivo de la tasa también son similares bajo las otras circunstancias, aunque con menores magnitudes y significancia solo a largo plazo.

En resumen, las economías que tienen una exposición financiera directa a Estados Unidos sufren un impacto negativo adicional en los flujos de capital netos a raíz del endurecimiento de la política monetaria estadounidense que es proporcional al grado de exposición. El efecto adicional estimado es mayor cuando la variación de la política estadounidense se mide a través del componente imprevisto del cambio correspondiente de la tasa de interés de Estados Unidos, y se subestima cuando la variable representativa de los cambios de política monetaria de Estados Unidos es la variación efectiva de la tasa de política monetaria. El efecto adicional negativo de un aumento de la tasa puede ser más fuerte en el entorno actual de condiciones monetarias mundiales relativamente distendidas y baja aversión mundial al riesgo. Además, las diferencias en la apertura financiera, la profundidad financiera, el régimen de tipo de cambio y el crecimiento económico entre las economías de mercados emergentes con una exposición financiera directa están relacionadas con las diferentes sensibilidades de los flujos netos a los cambios de la política monetaria estadounidense.

### Implicaciones para la política económica y conclusiones

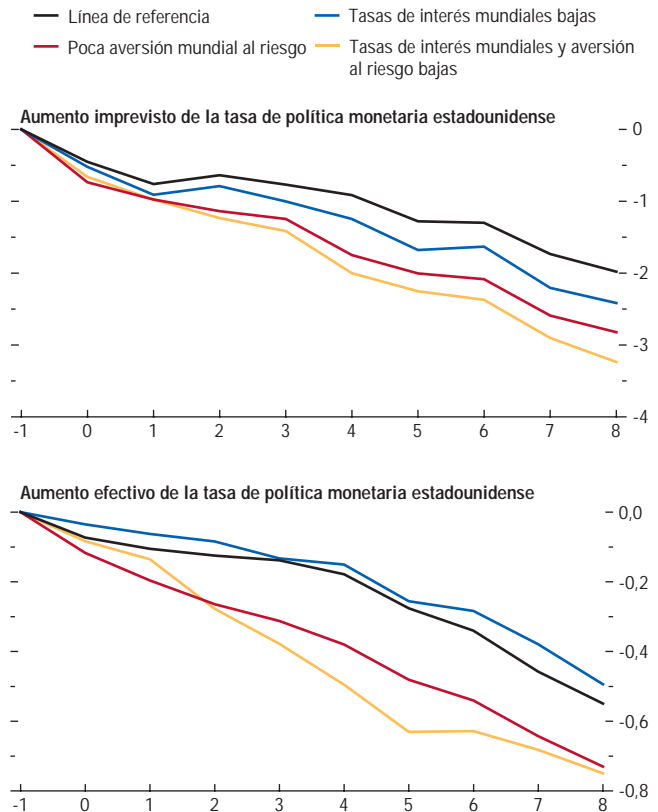
Los flujos de capital netos suelen ser poco constantes desde el punto de vista de las autoridades nacionales. Con el paso del tiempo, se han vuelto más volátiles y por lo general su persistencia ha sido baja. La volatilidad global suele ser mayor en las economías de mercados emergentes que en las

<sup>31</sup> Por ejemplo, véanse Forbes y Warnock (2010) y la edición de mayo de 2010 de la publicación del FMI *Perspectivas económicas: Las Américas*.

**Gráfico 4.19. Diferencia de la respuesta de los flujos de capital privados netos de las economías de mercados emergentes al endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos en otras condiciones económicas mundiales**

(Porcentaje del PIB)

El contexto macroeconómico influye mucho en la sensibilidad de los flujos netos a los aumentos de la tasa de política monetaria estadounidense en el caso de las economías de mercados emergentes con una exposición financiera directa a Estados Unidos. Comparada con la línea de referencia, la caída adicional de los flujos netos es más profunda durante períodos con tasas de interés mundiales bajas; es incluso más marcada durante períodos de poca aversión mundial al riesgo; y, por último, alcanza un máximo cuando tanto las tasas de interés mundiales como la aversión mundial al riesgo son bajas.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Véase la muestra de economías de mercados emergentes en el apéndice 4.1. La variable dependiente son los flujos de capital privados netos totales como porcentaje del PIB. En el eje de la abscisa se indica la cantidad de trimestres después de un impulso. El impulso en el trimestre cero es un aumento permanente de la tasa de política monetaria de Estados Unidos normalizado a un aumento imprevisto de la tasa de 1 desviación estándar para la economía a la que corresponde la exposición financiera promedio del grupo. La especificación de la regresión y el conjunto de variables de control se presentan en el apéndice 4.4. Los períodos de tasas de interés mundiales bajas y poca aversión mundial al riesgo se toman del gráfico 4.12. Véanse detalles completos sobre la selección de períodos en texto principal del capítulo.



economías avanzadas. Los flujos bancarios y otros flujos privados son los más volátiles y la deuda de cartera, la menos persistente, pero no se pueden distinguir propiedades estadísticas en las demás clases de flujo. Históricamente, los cambios en las condiciones financieras mundiales estuvieron relacionados con oleadas temporales de flujos netos hacia economías de mercados emergentes, con aumentos de flujos durante períodos de bajas tasas de interés mundiales y baja aversión al riesgo, y posteriores caídas. Por último, mediante el uso de una novedosa estrategia de identificación, el análisis indica que las economías que tienen una exposición financiera directa a Estados Unidos sufren una disminución adicional de los flujos de capital netos ante un endurecimiento de la política monetaria estadounidense superior al que experimentan las economías que no tienen ese tipo de exposición. Este impacto adicional es mayor cuando las variaciones de la política monetaria estadounidense son imprevistas, y si ocurren en un entorno de bajas tasas de interés a nivel mundial y baja aversión al riesgo.

¿Qué podrían esperar las autoridades de los flujos de capital en base a estos resultados? Primero, en vista de la exposición financiera directa de la mayoría de las economías a Estados Unidos (grande en algunos casos, pequeña en otros), es razonable esperar que un futuro endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos tenga un impacto negativo adicional sobre sus flujos de capital, especialmente en un entorno de bajas tasas de interés mundiales y baja aversión al riesgo. La magnitud del impacto dependerá del grado de exposición financiera directa a Estados Unidos. Segundo, la variabilidad de los flujos de capital está difundida en todas las economías y probablemente continúe en un clima de creciente globalización financiera. La variación eventual de los flujos netos hacia las economías y su magnitud efectiva dependerán del efecto general de todos los otros determinantes —entre ellos, todo efecto común de un cambio de la política monetaria estadounidense— y de que la variación de la política monetaria de Estados Unidos sea o no imprevista.

¿Cómo deben administrar los flujos de capital volátiles las autoridades? Pese a los beneficios de la globalización financiera, los estudios recientes hacen énfasis en sus riesgos (Kose *et al.*, 2006) y también

destacan la importancia de mercados financieros internos profundos y líquidos (informe *GFSR*, octubre de 2007), mayor flexibilidad cambiaria y regulación prudencial (informe *GFSR*, abril de 2010), moderación fiscal (*Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2007) y solidez institucional (Papaioannou, 2009) para reducir estos riesgos. Ante la variabilidad de los flujos de capital, como se documenta en este capítulo, la clave es aliviar su impacto en la estabilidad económica y financiera interna. En particular, como se analiza en el capítulo 1 de esta edición de *Perspectivas de la economía mundial* y en FMI (2011), es importante adoptar políticas macroeconómicas sólidas, supervisión financiera prudencial y otras medidas macroprudenciales para sustentar un crecimiento vigoroso y mejor hacer frente a la inconstancia de los flujos de capital.

## Apéndice 4.1. Clasificación de las economías y fuentes de datos

### Clasificación de las economías

Comenzamos con la muestra más amplia posible de economías con datos sobre los flujos de capital (véanse las fuentes más adelante). Se incluye en la muestra anual (trimestral) toda economía con un mínimo de 10 (5) años de datos sobre los flujos de capital y el PIB. Las economías avanzadas de la muestra corresponden a la definición de economía industrial del informe *Perspectivas de la economía mundial* del FMI publicada en 1990. En el caso de las economías de mercados emergentes, a falta de definición oficial, tomamos la misma muestra de economías de mercados emergentes y en desarrollo utilizada en el análisis regional del capítulo 2 de *Perspectivas de la economía mundial*, bajo las clasificaciones de economías emergentes de Asia, economías emergentes de Europa, América Latina y el Caribe, Comunidad de Estados Independientes (CEI), Oriente Medio y Norte de África, y África subsahariana; pero excluimos las economías que son relativamente de bajo ingreso (las que pueden recibir asistencia como parte del Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza del FMI) y las que son relativamente pequeñas (con un PIB nominal en dólares de EE.UU. promediado



durante el período 1990–2009 inferior al PIB mediano basado en todas las economías en desarrollo y de mercados emergentes de la muestra). Esto produce una muestra de economías de mercados emergentes que quedan ampliamente cubiertas por la totalidad de las fuentes externas, como Morgan Stanley Capital International, *e Economist* y Dow Jones & Company. Además, las economías clasificadas como economías avanzadas hoy, pero no en 1990, forman parte de la muestra de economías de mercados emergentes. Ese grupo incluye Chipre, la República Checa, Malta, Estonia, la República Eslovaca, Eslovenia y las economías asiáticas recientemente industrializadas. Todas las economías que no son ni mercados emergentes ni economías avanzadas se definen como otras economías en desarrollo. Los análisis estadísticos, los estudios de eventos y las regresiones excluyen los centros financieros *o shore* definidos por el Foro sobre Estabilidad Financiera (cuadro 2 de FMI, 2000). Ese grupo incluye Antigua y Barbuda, Bahrein, Barbados, Belice, Costa Rica, Chipre, Líbano, Luxemburgo, Malta, Mauricio, Panamá, la RAE de Hong Kong, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Seychelles, Singapur, Suiza y Vanuatu. Para permitir la comparación a lo largo del tiempo, el análisis descriptivo, los estudios de eventos y el modelo mundial de factores están basados en un conjunto constante de economías, con la excepción de las economías de Europa central y oriental y de la CEI, que se incluyen a partir de 1994. Como la disponibilidad de datos difiere según el horizonte temporal y el nivel de frecuencia, el conjunto de economías incluidas en los distintos gráficos puede variar ligeramente. Los grupos analíticos y regionales de economías se presentan en el cuadro 4.1.

### Fuentes de datos

El capítulo utiliza principalmente las bases de datos de las siguientes publicaciones del FMI: *Balance of Payments Statistics (BPS)*, *Perspectivas de la economía mundial* e *International Financial Statistics (IFS)*. En el cuadro 4.2 se enumeran otras fuentes de datos.

Los datos anuales sobre flujos de capital están tomados de la base de datos de *BPS*, del FMI. En particular, los flujos de capital privados netos corres-

ponden a la suma de los flujos de inversión extranjera directa netos (partida 4500), flujos de cartera netos (partida 4600), flujos de derivados netos (partida 4910) y otros flujos de inversión netos (partida 4700), excluidos otros flujos de inversión al gobierno general y a las autoridades monetarias. Los flujos de capital brutos y netos, así como sus componentes, se declaran en dólares de EE.UU. al valor nominal y están normalizados según el PIB nominal en dólares de EE.UU. Esta última serie está tomada de la base de datos de *World Development Indicators* del Banco Mundial y está complementada con datos de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

Los datos trimestrales sobre flujos de capital también están tomados principalmente de la base de datos *BPS* del FMI y están complementados con datos de otras fuentes, como Haver Analytics, la base de datos EMED de CEIC y fuentes nacionales (China y Australia). La serie del PIB nominal trimestral (no desestacionalizada) en moneda local y el tipo de cambio nominal promedio frente al dólar de EE.UU. están tomados de *IFS*, complementados, cuando ha sido necesario, con otras fuentes.

Las tasas de interés reales mundiales están representadas por un promedio ponderado según el PIB de la tasa de financiamiento real del Banco Central Europeo (y la tasa base del Bundesbank antes de 1999) y la tasa real de los fondos federales de Estados Unidos, tomados de Haver Analytics. La tasa de inflación esperada a un trimestre utilizada para construir la tasa real *ex ante* de Estados Unidos corresponde a las proyecciones de la variación según el deflactor del PIB efectuadas por profesionales de la proyección macroeconómica (*Survey of Professional Forecasters*) y publicadas por el Banco de la Reserva Federal de Filadelfia, en tanto que la tasa real *ex ante* de Europa se calcula empleando la proyección de la inflación según el índice de precios al consumidor a un año publicada por *Consensus Forecasts*. La aversión mundial al riesgo se mide con el índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago.

Utilizamos dos indicadores para hacer un seguimiento de las variaciones de la política monetaria estadounidense: las variaciones efectivas se construyeron a partir de la base de datos FRED de la Reserva Federal de St. Louis (serie DFF con frecuencia

**Cuadro 4.1. Agrupamientos de las economías**

<u>Economías avanzadas</u>	<u>Economías emergentes de Asia</u>	<u>Otras economías emergentes</u>	<u>Otras economías en desarrollo</u>
Estados Unidos (111)*	Sri Lanka (524)	Sudáfrica (199)*†	Bolivia (218)
Reino Unido (112)*†	Taiwan, provincia china de (528)*	Israel (436)*†	Haití (263)
Austria (122)*†	RAE de Hong Kong (532)*	Jordania (439)*†	Honduras (268)
Bélgica (124)*†	India (534)*†	Kuwait (443)	Nicaragua (278)
Dinamarca (128)*†	Indonesia (536)*†	Libano (446)	Paraguay (288)
Francia (132)*†	Corea (542)*†	Omán (449)	Antigua y Barbuda (311)
Alemania (134)*†	Malasia (548)*†	Arabia Saudita (456)	Barbados (316)
Italia (136)*†	Filipinas (566)*†	República Árabe Siria (463)	Dominica (321)
Luxemburgo (137)*	Singapur (576)*	Emiratos Árabes Unidos (466)	Granada (328)
Países Bajos (138)*†	Tailandia (578)*†	Egipto (469)*†	Jamaica (343)
Noruega (142)*†	China (924)*†	Pakistán (564)	Saint Kitts y Nevis (361)
Suecia (144)*†		Argelia (612)	San Vicente y las Granadinas (364)
Suiza (146)*	<b><u>Economías emergentes de América Latina</u></b>	Libia (672)	Santa Lucía (362)
Canadá (156)*†	Argentina (213)*†	Marruecos (686)*†	Suriname (366)
Japón (158)*†	Brasil (223)*†	Túnez (744)	Bahrein (419)
Finlandia (172)*†	Chile (228)*†	Azerbaiyán (912)	Bangladesh (513)
Grecia (174)*†	Colombia (233)*†	Belarús (913)*	Maldivas (556)
Islandia (176)*†	Costa Rica (238)*	Kazajstán (916)*	Nepal (558)
Irlanda (178)*†	República Dominicana (243)	Rusia (922)*†	Vietnam (582)
Portugal (182)*†	Ecuador (248)*†	Ucrania (926)*†	Botswana (616)
España (184)*†	El Salvador (253)*†		Camerún (622)
Australia (193)*†	Guatemala (258)*†		Cabo Verde (624)
Nueva Zelandia (196)*†	México (273)*†		Etiopía (644)
	Panamá (283)		Ghana (652)
	Perú (293)*†		Côte d'Ivoire (662)
	Uruguay (298)*†		Kenya (664)
	Venezuela (299)		Lesotho (666)
			Mauricio (684)
	<b><u>Economías emergentes de Europa</u></b>		Mozambique (688)
	Malta (181)*		Nigeria (694)
	Turquía (186)*†		Rwanda (714)
	Chipre (423)*		Seychelles (718)
	Bulgaria (918)*†		Sierra Leona (724)
	República Checa (935)*†		Swazilandia (734)
	República Eslovaca (936)*		Tanzania (738)
	Estonia (939)*		Uganda (746)
	Letonia (941)*		Islas Salomón (813)
	Hungría (944)*†		Fiji (819)
	Lituania (946)*		Papua Nueva Guinea (853)
	Croacia (960)*		Albania (914)
	Eslovenia (961)*		
	Polonia (964)*†		
	Rumania (968)*†		

Nota: Los detalles de este agrupamiento figuran en el apéndice 4.1. Los números entre paréntesis son los códigos nacionales de *IFS*. \* indica las economías avanzadas y de mercados emergentes incluidas en el análisis con frecuencia trimestral. † indica las economías incluidas en la muestra de regresión trimestral (que es más pequeña, debido a la falta de variables explicativas nacionales para algunas economías).

diaria) y las variaciones imprevistas se construyeron a partir de los datos sobre los precios diarios de liquidación de los contratos de futuros sobre fondos federales de la Bolsa de Comercio de Chicago, tomados de Datastream (serie CFF). La variación de la inflación esperada a un trimestre extraída de la

*Survey of Professional Forecasters* se sustrae de la variación efectiva de la tasa nominal para derivar la variación de la tasa real utilizada. El apéndice 4.4 contiene más detalles sobre la construcción de las variaciones imprevistas y efectivas de la tasa de fondos federales de Estados Unidos.

Cuadro 4.2. Fuentes de datos

Variable	Fuente
Anual	
Flujos de capital (netos; activos y pasivos brutos)	Base de datos de <i>Balance of Payments Statistics (BPS)</i> , fuentes nacionales
PIB nominal en dólares de EE.UU.	Base de datos de <i>World Development Indicators (WDI)</i> del Banco Mundial, base de datos de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>
Pasivos líquidos	Beck, Demirgüç-Kunt y Levine (2000, 2009)
Exportaciones e importaciones bilaterales	Base de datos de <i>Direction of Trade Statistics</i>
Índice de apertura de la cuenta de capital	Chinn e Ito (2006, 2008)
Indicador del régimen cambiario	Reinhart y Rogoff (2004); Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2008)
Penetración extranjera en el mercado de deuda	Base de datos del Banco de Pagos Internacionales
Activos y pasivos externos	Base de datos de <i>BPS</i> ; FMI, <i>International Investment Position Statistics</i>
Trimestral	
Flujos de capital (netos; activos y pasivos brutos)	Base de datos de <i>BPS</i> , Haver Analytics, CEIC, fuentes nacionales
PIB nominal en dólares de EE.UU.	Base de datos de <i>International Financial Statistics (IFS)</i> , Haver Analytics, CEIC, base de datos EMED, fuentes nacionales
Crecimiento del PIB real (interanual)	Base de datos de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>
Precios de liquidación de contratos de futuros sobre fondos federales	Bolsa de Comercio de Chicago, Datastream (serie CFF)
Tasa de interés estadounidense efectiva	Reserva Federal (FRED, serie DFF)
Proyección del crecimiento estadounidense	<i>Survey of Professional Forecasters</i> del Banco de la Reserva Federal de Filadelfia
Activos y pasivos externos estadounidenses sobre base bilateral	Base de datos <i>Treasury International Capital System</i> , estadísticas sobre la inversión extranjera directa de la Oficina de Análisis Económico
Tasa de interés a corto plazo	Haver Analytics (G-10, EMERGE, IFS), Eurostat, EMED, Datastream
Índice de precios al consumidor	Base de datos de <i>IFS</i>
Nivel de riesgo compuesto	PRS Group International Country Risk Guide
Aversión de los inversionistas al riesgo	Índice de volatilidad bursátil del Mercado de Opciones de Chicago, Haver Analytics
Tasa de financiamiento del Banco Central Europeo	Haver Analytics
Tasa de referencia del Banco Federal de Alemania	Haver Analytics

Los datos sobre la exposición financiera directa a Estados Unidos, que se utilizaron para construir las ponderaciones específicas de cada economía (y que interactúan con los indicadores de la política monetaria estadounidense para el análisis de regresión), proceden de tres fuentes: 1) la base de datos *Treasury International Capital System (TICS)* de Estados Unidos sobre activos y pasivos bilaterales de Estados Unidos frente a otros países; 2) las estadísticas sobre la inversión extranjera directa (IED) de la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés) de Estados Unidos, y 3) las estadísticas sobre la posición de inversión internacional (PII) del FMI, tomadas de la base de datos *BPS*. Los datos de *TICS* contienen información sobre las posiciones de activos y pasivos internacionales bilaterales estadounidenses para todos los instrumentos incluidos en *BPS*, excepto información sobre la IED, que es recopilada por BEA.

Estas series bilaterales se utilizaron para construir el numerador de la ponderación; el denominador se construyó utilizando las posiciones de activos y pasivos externos por economía, tomadas de la PII del FMI. En el apéndice se 4.4 detalla exhaustivamente la construcción de las ponderaciones.

Se emplean dos series para calcular el error de proyección del crecimiento estadounidense. Para cualquier trimestre dado, la proyección del crecimiento estadounidense corresponde a la proyección mediana del trimestre anterior de la tasa de crecimiento del PIB real, desestacionalizada e intertrimestral, del trimestre corriente tomada de la *Survey of Professional Forecasters*. La tasa de crecimiento del PIB real, desestacionalizada e intertrimestral, se toma de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*. La exposición comercial directa a Estados Unidos (que interactúa con sorpresas del crecimiento de

Estados Unidos) se construyó a partir de la base de datos de *Direction of Trade Statistics (DOTS)* del FMI. Es la suma de las exportaciones e importaciones de una economía hacia y desde Estados Unidos, dividida por el total de importaciones y exportaciones de la economía. Las ponderaciones de la exposición comercial utilizadas en el análisis de regresión corresponden al promedio de las ponderaciones precedentes entre 2000 y 2009.

Las tasas de interés nominales a corto plazo internas están tomadas de Haver Analytics (G-10, EMERGE), Eurostat, EMED, Datastream y la base de datos de *IFS* del FMI. La inflación interanual se calcula a partir de los índices de precios al consumidor de la base de datos de *IFS* del FMI y se sustrae de las tasas a corto plazo para derivar una tasa real *ex post*. Las series de tasas de interés nominales se ajustan para excluir los períodos durante los cuales las tasas de interés parecían estar fijadas administrativamente. Tampoco se incluyen en el análisis los períodos de hiperinflación, definidos como una tasa interanual de crecimiento del índice de precios al consumidor superior a 100%. Las series de crecimiento interanual del PIB real interno están tomadas de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*, y la calificación del riesgo compuesto del país es el promedio de la calificación del riesgo político, económico y financiero tomada de *International Country Risk Guide*. Las series de pasivos líquidos están tomadas de la base de datos *Financial Structure* (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2000 y 2009) y ampliadas hasta 2010 utilizando la tasa de crecimiento del dinero en sentido amplio tomada de *IFS* del FMI y de otras fuentes. El grado de apertura de la cuenta de capital se mide con el índice de apertura de las operaciones de la cuenta de capital de Chinn e Ito (2008), construido en base al *Informe anual sobre regímenes de cambio y restricciones cambiarias* del FMI. El régimen cambiario de facto está tomado de Reinhart y Rogo (2004), actualizado en base a Ilzetzki, Reinhart y Rogo (2008). Las series sobre la apertura de la cuenta de capital y el régimen cambiario abarcan hasta 2008 y 2007, respectivamente, y fueron ampliadas hasta 2009 bajo el supuesto de que los últimos valores registrados no habían cambiado. Por último, la serie sobre la

penetración extranjera en los mercados nacionales de deuda se mide como el coeficiente entre la deuda de emisión nacional en manos de extranjeros y la suma del total de deuda de emisión nacional tomado de la base de datos del Banco de Pagos Internacionales (cuadros 11 y 16A)<sup>32</sup>.

## Apéndice 4.2. Composición, volatilidad y persistencia de los flujos de capital privados netos entre regiones de mercados emergentes

Examinamos la composición, volatilidad y persistencia de los flujos de capital netos a lo largo del tiempo entre las distintas regiones de mercados emergentes definidas en el apéndice 4.1. La medición se hace siguiendo el método descrito en el texto principal.

### Composición

La disminución tendencial de los flujos privados bancarios y otros flujos privados que se observó en las economías de mercados emergentes (véase el gráfico 4.7) es más notable en las economías emergentes de Asia y, en cierta medida, en las de América Latina (gráfico 4.20). En las economías emergentes de Europa, el porcentaje de flujos privados bancarios y otros flujos privados, de hecho, aumentó en la década de 2000; en otras economías de mercados emergentes aumentó en la década de 1990, pero disminuyó en la década de 2000.

### Volatilidad

Históricamente, no se observan diferencias sistemáticas de la volatilidad de los flujos de capital privados netos totales entre las distintas regiones de mercados emergentes (gráfico 4.21). Los flujos hacia las economías emergentes de Asia parecen haber tenido el nivel más bajo de volatilidad durante los últimos 30 años, comparados con los de las regiones restantes; pero las diferencias de volatilidad no

<sup>32</sup>Expresamos nuestro agradecimiento a Gian Maria Milesi-Ferretti por compartir los datos sobre la penetración extranjera en los mercados nacionales de deuda.

son estadísticamente significativas. Únicamente desde hace poco (a partir de 1996) parece haberse registrado un aumento relativo de la volatilidad de los flujos netos totales hacia las otras economías de mercados emergentes, que quizá tenga que ver con el hecho de que paulatinamente se abandonaron los flujos que generan deuda. El aumento de la volatilidad de los flujos netos hacia estas economías, así como el aumento marginal de la volatilidad de los flujos netos hacia las economías emergentes de Europa, parece poner de relieve el pequeño aumento de la volatilidad de los flujos netos hacia las economías de mercados emergentes descrito en el texto e ilustrado por el gráfico 4.9.

### Persistencia

La persistencia de los flujos netos totales, medida como el coeficiente de regresión AR(1) de los flujos de capital privados netos totales como porcentaje del PIB, tampoco parece variar sustancialmente entre las cuatro regiones de mercados emergentes (gráfico 4.22). Los flujos netos hacia las economías emergentes de Asia parecen haber sido los más persistentes, en tanto que los flujos netos hacia las otras economías de mercados emergentes parecen haber sido los menos persistentes; pero estas diferencias no son estadísticamente significativas. Fundamentalmente, la persistencia de los flujos hacia la economía mediana de cada región se ha uniformado a lo largo del tiempo.

### Apéndice 4.3. Modelo de factores mundiales

Los dos modelos siguientes se estimaron usando mínimos cuadrados ordinarios transversales para identificar la influencia de 1) factores mundiales y 2) factores mundiales y regionales en la variación de los flujos de capital netos hacia economías de mercados emergentes en un año determinado<sup>33</sup>:

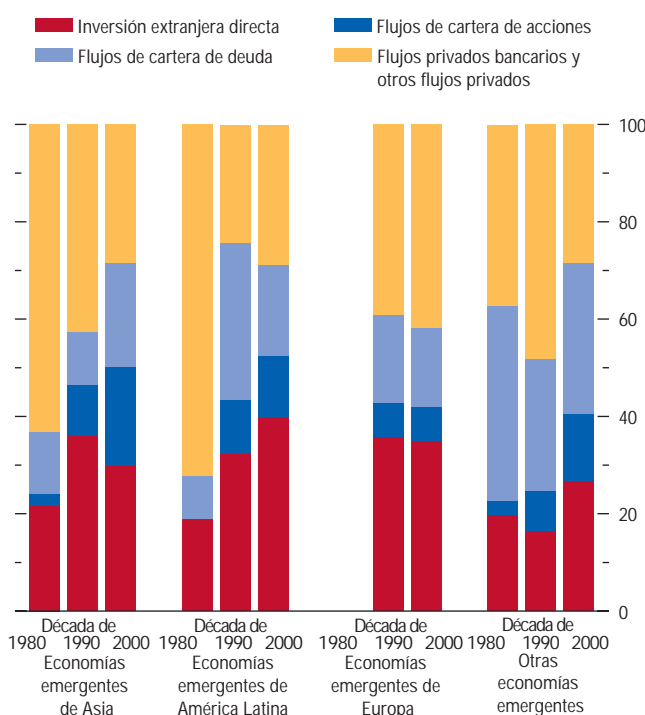
$$\text{Modelo de factores mundiales: } y_{i,t} = \alpha_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4.2)$$

<sup>33</sup>Esta sección se basa en Abiad (1996). Las economías de mercados emergentes se dividen en cuatro regiones geográficas: Asia, América Latina, Europa y otros (principalmente, la CEI, Oriente Medio y economías africanas); véase el cuadro 4.2.

### Gráfico 4.20. Importancia relativa de los distintos tipos de flujos entre regiones de mercados emergentes

(Porcentaje del total)

La disminución de la importancia de los flujos privados bancarios y otros flujos privados ha sido más pronunciada en las economías emergentes de Asia y de América Latina. En las economías emergentes de Europa, de hecho, el porcentaje de flujos privados bancarios y otros flujos privados aumentó en la década de 2000; en otras economías de mercados emergentes aumentó en la década de 1990, pero disminuyó en la década de 2000.



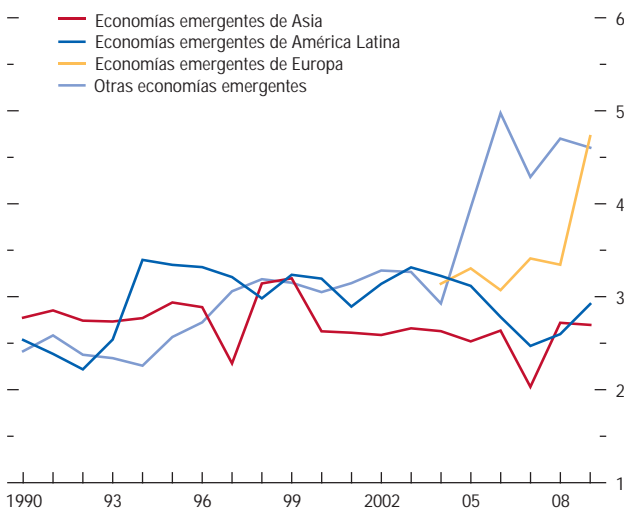
Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*; fuentes nacionales, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La importancia relativa de un tipo determinado de flujo se calcula como el valor absoluto de los flujos netos de ese tipo hacia las economías del grupo dividido por la suma del valor absoluto de los flujos netos de los cuatro tipos de instrumento hacia las economías del grupo. Se calculan coeficientes para cada década con datos anuales, calculando tanto el numerador como el denominador con el número de años de cada década. Se excluyen del cálculo los flujos de derivados, que abarcan un porcentaje muy pequeño de la cuenta financiera. Los agregados grupales excluyen los centros financieros *offshore*.

**Gráfico 4.21. Volatilidad de los flujos de capital privados netos entre regiones de mercados emergentes**

(Desviación estándar de los flujos de capital privados netos como porcentaje del PIB)

La volatilidad de los flujos de capital privados netos totales hacia diferentes regiones de mercados emergentes ha sido más o menos parecida. En periodos recientes, los flujos hacia otras economías de mercados emergentes parecen ser relativamente más volátiles, lo que quizá tenga que ver con la mayor importancia de los flujos que generan deuda en estas economías. Sin embargo, las diferencias respecto de las restantes regiones de mercados emergentes en general no son estadísticamente significativas.



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*; fuentes nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Utilizando datos anuales, se calculó la volatilidad de cada flujo como la desviación estándar a lo largo de los 10 años previos en cada economía (por ejemplo, el valor de 1990 corresponde a la desviación estándar de 1981–90). La mediana únicamente figura si se puede calcular la desviación estándar correspondiente al periodo de 10 años en cuestión y al tipo de flujo para una quinta parte de las economías del grupo como mínimo. Los grupos no incluyen los centros financieros offshore.

Modelo de factores mundiales y regionales:

$$y_{i,t} = \alpha_t + \sum_{j=1}^4 \beta_t^{(j)} D_j + \varepsilon_{i,t} \quad (4.3)$$

donde  $y_{i,t}$  es el nivel de flujos de capital netos (con escala ajustada según el PIB) en la economía  $i$  en el momento  $t$ ,  $\alpha_t$  es una variable ficticia temporal que capta el factor mundial común a todas las economías de mercados emergentes ( $j$ ) en el momento  $t$ ;  $\beta_t^{(j)}$  es el factor regional común a todas las economías dentro de la región ( $j$ ) en el momento  $t$ ;  $D_j$  es una variable ficticia para la región  $j$ , y  $\varepsilon_{i,t}$  es un término de error medio cero.

Los modelos se estimaron con una muestra de 20 economías emergentes cada año: las 23 economías del cuadro 4.1, menos Bélgica por falta de datos, y los centros financieros, Luxemburgo y Suiza. En el caso de las economías de mercados emergentes, los modelos se estimaron cada año entre 1980 y 1993 para 36 economías: las 59 que figuran en el cuadro 4.2, menos Europa oriental, la Comunidad de Estados Independientes (CEI), los centros financieros y otros países sobre los que faltaban datos<sup>34</sup>. Para cada año después de 1994, la muestra incluye a Europa oriental y la CEI, y por lo tanto los modelos se estimaron para las 50 economías de mercados emergentes del cuadro 4.1, menos los centros financieros y otros países sobre los que faltan datos. La suma de las variables ficticias regionales es igual a la variable ficticia temporal del segundo modelo; por lo tanto, en vez de eliminar una de las variables ficticias regionales, restringimos los coeficientes a la suma a cero,  $\sum_{j=1}^4 \beta_t^{(j)} = 0$  en cada  $t$  de modo que los coeficientes  $\beta_t^{(j)}$  representan un desempeño superior o inferior de la región en relación con el factor mundial en todos los periodos.

Los residuales del primer modelo corresponden a la parte de la dispersión multinacional de los flujos de capital netos que no se pueden explicar con factores mundiales; por lo tanto, están relacionados

<sup>34</sup>Las economías excluidas de Europa oriental y la CEI son Belarús, Bulgaria, Croacia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumania, Rusia, la República Checa, la República Eslovaca y Ucrania. Los centros financieros excluidos son Costa Rica, Chipre, Líbano, Malta, Panamá, la RAE de Hong Kong y Singapur. Las economías excluidas por falta de datos son Angola, Azerbaiyán, Iraq, Kazajstán, Qatar, la República Islámica del Irán, Serbia, Trinidad y Turkmenistán.



con factores regionales o específicos de la economía correspondiente. Análogamente, los residuales del segundo modelo corresponden a la parte de la dispersión multinacional de los flujos de capital netos que no pueden explicarse con factores mundiales o regionales; por lo tanto, están relacionados con factores específicos de la economía correspondiente. Para calcular la parte de la dispersión de los flujos de capital netos entre economías de mercados emergentes que se explican con factores mundiales y regionales, comparamos los residuales de estos dos modelos con los de un modelo con una constante simple ( $\alpha$ ):

$$y_{i,t} = \alpha + \varepsilon_{i,t} \quad (4.4)$$

La parte de la variación de los flujos netos entre países que se explica con factores mundiales y factores mundiales y regionales en cada momento corresponde a las siguientes estadísticas  $R^2$ :

$$\text{Modelo de factores mundiales: } R_t^{G2} = 1 - \frac{\sum_{i=1}^N (y_{it} - \hat{y}_{it}^G)^2}{\sum_{i=1}^N (y_{it} - \hat{y}_{it}^C)^2} \quad (4.5)$$

$$\text{Modelo de factores mundiales y regionales: } R_t^{G\&R2} = 1 - \frac{\sum_{i=1}^N (y_{it} - \hat{y}_{it}^{G\&R})^2}{\sum_{i=1}^N (y_{it} - \hat{y}_{it}^C)^2} \quad (4.6)$$

$R^{G2}$  es la variación de los flujos de capital netos que se explica con factores mundiales solamente (en relación con el modelo con una constante simple),  $\hat{y}_{it}^G$  es el valor ajustado tomado del modelo de factores mundiales y  $\hat{y}_{it}^C$  es el valor ajustado tomado del modelo con una constante simple.  $R^{G\&R2}$  es la variación de los flujos de capital netos que se explica conjuntamente con factores mundiales y regionales (en relación con el modelo con una constante simple) y  $\hat{y}_{it}^{G\&R}$  es el valor ajustado del modelo de factores mundiales y regionales.

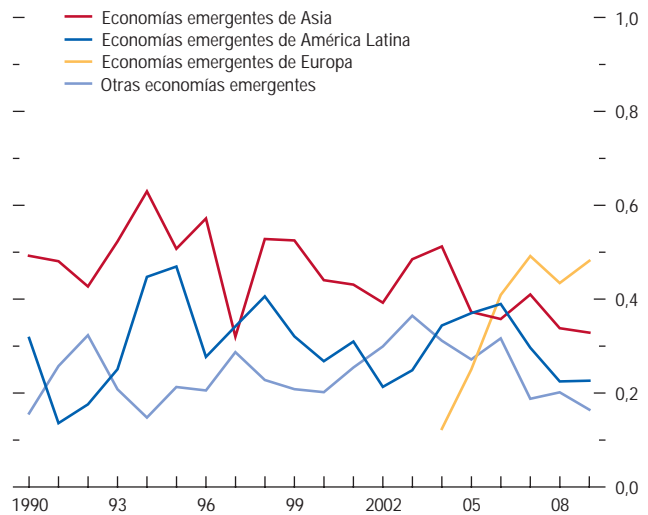
#### Apéndice 4.4. Metodología de regresión y verificaciones de solidez

Este apéndice contiene más detalles sobre los métodos estadísticos utilizados y la solidez de los resultados de las regresiones. Primero, describe el

#### Gráfico 4.22. Persistencia de los flujos de capital privados netos entre regiones de mercados emergentes

(Coeficientes de regresión AR(1) de los flujos de capital privados netos como porcentaje del PIB)

La persistencia de los flujos de capital privados netos totales no varía sustancialmente entre las regiones de mercados emergentes. Los flujos netos hacia las economías emergentes de Asia parecen haber sido los más persistentes históricamente, en tanto que los flujos netos hacia otras economías de mercados emergentes fueron los menos persistentes; pero estas diferencias no son estadísticamente significativas y han disminuido con el correr del tiempo.



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*; fuentes nacionales; y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Utilizando datos anuales, la persistencia de cada flujo es el coeficiente de regresión AR(1) calculado en los 10 años previos en cada economía (por ejemplo, el valor de 1990 corresponde al coeficiente AR(1) de 1981-90). La mediana únicamente figura si se puede calcular el coeficiente AR(1) correspondiente al periodo de 10 años en cuestión y al tipo de flujo para una quinta parte de las economías del grupo como mínimo. Los grupos no incluyen los centros financieros *offshore*.

modelo de regresión de referencia y la estrategia de estimación. Luego, presenta la construcción de las ponderaciones de la exposición financiera directa estadounidense. Tercero, describe el enfoque utilizado para aislar el componente de las variaciones de las tasas de política monetaria estadounidenses que, desde el punto de vista del mercado, son imprevistas. Cuarto, analiza una variedad de verificaciones de solidez que se aplicaron a los resultados centrales.

### Modelo: Especificación y estimación

La especificación de referencia es un modelo de datos en panel transversal y con efectos fijos temporales:

$$y_{i,t} = \alpha_j + \alpha_t + \sum_{s=0}^8 \beta_s (\omega_j \times \Delta r_{US,t-s}) + \sum_{s=0}^8 \lambda_s (\delta_j \times \Delta g_{US,t-s}) + X_{i,t-1} \gamma + \varepsilon_{i,t} \quad (4.7)$$

donde  $i$  es un índice representativo de las economías;  $t$  es un índice representativo del tiempo (fecha trimestral);  $y_{i,t}$  es el coeficiente flujos de capital netos/PIB;  $\alpha_j$  y  $\alpha_t$  son efectos fijos de la economía y del tiempo, respectivamente;  $\omega_j$  denota las ponderaciones de la exposición financiera directa estadounidense (descritas más adelante);  $\Delta r_{US,t}$  es el indicador de la variación de la política monetaria estadounidense, basado en este caso en la tasa efectiva o en la imprevista;  $\delta_j$  denota las ponderaciones de la exposición comercial directa estadounidense;  $\Delta g_{US,t}$  es el error de proyección del crecimiento estadounidense;  $X_{i,t-1}$  es un vector de controles adicionales, que incluyen el nivel rezagado de la tasa real a corto plazo interna, el nivel rezagado del crecimiento del PIB real interno, un nivel de riesgo compuesto rezagado según la *International Country Risk Guide* (en el cual un valor más alto indica un riesgo más bajo), el PIB nominal logarítmico rezagado, un indicador binario rezagado del régimen cambiario (en el que 1 representa todos los regímenes con vínculo fijo, y cero, los regímenes sin vínculo fijo), el cuarto rezago del indicador de apertura de la cuenta de capital de Chinn-Ito, y el cuarto rezago del coeficiente pasivos líquidos/PIB (Beck, Demirgüç-Kunt y Levine, 2000 y 2009), y  $\varepsilon_{i,t}$  es un término error medio cero.

El efecto adicional de las variaciones de la política monetaria estadounidense en los flujos de capital netos hacia economías con una exposición financiera directa se separa del efecto fijo temporal (captando

todos los factores mundiales) al hacer interactuar el indicador de la política monetaria estadounidense con la ponderación de la exposición, como se observa en el término  $(\omega_j \times \Delta r_{US,t-s})$ . Como la interacción varía en ambos sentidos —economía y tiempo—, sus efectos (denotados por el conjunto de  $\beta$ s) pueden separarse de los efectos fijos de la economía y el tiempo.

Siguiendo las recomendaciones de Stock y Watson (2008) para los paneles con efectos fijos, los errores estándar subyacentes se agrupan a nivel de la economía. Esto permite la heteroscedasticidad entre economías y una autocorrelación arbitraria del término de error dentro de cada economía. El gráfico 4.16 muestra la diferencia tanto no acumulada como acumulativa del efecto de una variación de la política monetaria estadounidense en las economías con una exposición financiera directa promedio a Estados Unidos, en relación con las que no tienen tal exposición. Esta última se calcula, con un horizonte  $S$  dado, como  $\sum_{s=0}^S \beta_s$ , multiplicado por la exposición media de la muestra correspondiente y luego multiplicado por el tamaño del impulso. Conceptualmente, esto es parecido al efecto adicional que tendría en los flujos de capital netos una variación permanente de la orientación de la política monetaria estadounidense para una economía con una exposición media. Véanse en el cuadro 4.3 los resultados del modelo de referencia, con sus errores estándar asociados. Como se detalla más adelante, las conclusiones generales no cambian si se utiliza un modelo de panel explícitamente dinámico.

### Construcción de las ponderaciones de la exposición financiera directa estadounidense

La ponderación específica de la economía aplicada al indicador de la política monetaria estadounidense para la economía  $i$  en la especificación de referencia se define de la siguiente manera:

$$\omega_i = \left( \frac{\sum_{k=1}^K (A_{US,i}^k + L_{US,i}^k)}{A_i + L_i} \right), \quad (4.8)$$

donde  $i$  se refiere a la economía  $i$ ;  $k$  es un índice representativo de instrumentos o tipos de capital (títulos bursátiles, préstamos bancarios, etc.);  $A_{US,i}^k$  denota las tenencias de activos estadounidenses del tipo  $k$

Cuadro 4.3. Línea de referencia: Resultados

Variable explicativa	Muestra completa		Economías de mercados emergentes		Economías avanzadas	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Imprevista	Efectiva	Imprevista	Efectiva	Imprevista	Efectiva
Variación tasa política monetaria EE.UU.	-0,457*** [0,158]	-0,058 [0,052]	-0,449* [0,235]	-0,073 [0,078]	-0,404* [0,213]	-0,079* [0,040]
Variación tasa política monetaria EE.UU.: Rezago 1	-0,121 [0,149]	-0,065* [0,038]	-0,311* [0,176]	-0,032 [0,048]	-0,116 [0,227]	-0,076 [0,046]
Variación tasa política monetaria EE.UU.: Rezago 2	0,158 [0,153]	0,009 [0,031]	0,124 [0,254]	-0,020 [0,035]	0,041 [0,102]	0,007 [0,053]
Variación tasa política monetaria EE.UU.: Rezago 3	-0,040 [0,107]	-0,011 [0,024]	-0,131 [0,181]	-0,013 [0,041]	-0,047 [0,153]	0,003 [0,027]
Variación tasa política monetaria EE.UU.: Rezago 4	-0,173 [0,109]	-0,024 [0,035]	-0,147 [0,147]	-0,040 [0,061]	-0,161 [0,133]	-0,012 [0,027]
Variación tasa política monetaria EE.UU.: Rezago 5	-0,164 [0,119]	-0,037 [0,035]	-0,363*** [0,169]	-0,098* [0,055]	-0,072 [0,164]	-0,016 [0,034]
Variación tasa política monetaria EE.UU.: Rezago 6	-0,066 [0,189]	-0,067 [0,042]	-0,020 [0,213]	-0,064 [0,069]	-0,186 [0,210]	-0,072 [0,058]
Variación tasa política monetaria EE.UU.: Rezago 7	-0,239* [0,141]	-0,102*** [0,047]	-0,435 [0,275]	-0,117* [0,069]	-0,198* [0,096]	-0,096* [0,053]
Variación tasa política monetaria EE.UU.: Rezago 8	-0,092 [0,113]	-0,056* [0,033]	-0,245 [0,222]	-0,092* [0,052]	-0,101 [0,125]	-0,044 [0,033]
Innovación crecimiento EE.UU.	-0,054 [0,057]	-0,049 [0,057]	-0,049 [0,081]	-0,038 [0,073]	-0,030 [0,059]	-0,019 [0,060]
Innovación crecimiento EE.UU.: Rezago 1	0,086 [0,056]	0,074 [0,056]	0,012 [0,045]	-0,003 [0,058]	0,117 [0,095]	0,114 [0,085]
Innovación crecimiento EE.UU.: Rezago 2	0,025 [0,039]	0,068 [0,044]	-0,058 [0,053]	-0,010 [0,054]	0,045 [0,031]	0,074* [0,038]
Innovación crecimiento EE.UU.: Rezago 3	0,025 [0,043]	0,033 [0,047]	0,073 [0,058]	0,080 [0,070]	-0,041 [0,051]	-0,028 [0,055]
Innovación crecimiento EE.UU.: Rezago 4	0,027 [0,046]	0,042 [0,043]	-0,108*** [0,048]	-0,034 [0,056]	0,061 [0,046]	0,046 [0,031]
Innovación crecimiento EE.UU.: Rezago 5	-0,017 [0,047]	-0,018 [0,041]	0,058 [0,042]	0,059 [0,053]	-0,038 [0,048]	-0,022 [0,039]
Innovación crecimiento EE.UU.: Rezago 6	0,001 [0,045]	0,039 [0,051]	0,049 [0,079]	0,074 [0,067]	-0,011 [0,045]	0,010 [0,049]
Innovación crecimiento EE.UU.: Rezago 7	0,026 [0,049]	0,084 [0,054]	-0,041 [0,067]	0,061 [0,078]	0,071 [0,065]	0,111 [0,077]
Innovación crecimiento EE.UU.: Rezago 8	-0,056 [0,047]	-0,027 [0,048]	0,047 [0,085]	0,052 [0,071]	-0,043 [0,057]	0,008 [0,077]
Crecimiento PIB real interno: Rezago 1	0,382*** [0,112]	0,374*** [0,112]	0,318*** [0,074]	0,316*** [0,073]	0,525 [0,342]	0,506 [0,337]
Tasa a corto plazo real interna: Rezago 1	-0,098*** [0,037]	-0,102*** [0,038]	-0,121*** [0,028]	-0,124*** [0,029]	0,117 [0,436]	0,124 [0,425]
Índice de riesgo interno: Rezago 1	0,078 [0,077]	0,091 [0,078]	0,047 [0,089]	0,053 [0,092]	0,150 [0,301]	0,169 [0,296]
PIBN logarítmico interno: Rezago 1	4,576** [1,858]	4,430** [1,821]	4,667** [1,790]	4,157** [1,806]	7,762 [5,570]	7,601 [5,475]
Profundidad sector fin. interno: Rezago 4	4,010 [3,250]	3,876 [3,107]	1,315 [3,973]	0,829 [3,835]	6,843 [6,724]	6,772 [6,544]
Régimen cambiario interno: Rezago 1	-0,461 [0,852]	-0,542 [0,854]	-0,027 [1,122]	0,156 [1,139]	-2,316 [2,115]	-2,704 [1,939]
Apertura cuenta capital interna: Rezago 4	-0,469 [0,327]	-0,519 [0,315]	-0,551 [0,386]	-0,562 [0,382]	0,619 [1,207]	0,438 [1,155]
R <sup>2</sup>	0,2295	0,2320	0,4007	0,4063	0,1851	0,1869
N	3.008	3.008	1.581	1.581	1.427	1.427
Economías N	50	50	30	30	20	20

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La variable dependiente es el total de flujos de capital privados netos como porcentaje del PIB. Los errores estándar figuran entre corchetes debajo de cada estimación. Uno, dos y tres asteriscos denotan significación estadística al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente. Los centros financieros *offshore* se excluyen del análisis. Las estimaciones de los efectos de la política monetaria estadounidense y de la innovación del crecimiento estadounidense se evalúan como valores promedio de la exposición financiera directa estadounidense y de las ponderaciones del comercio bilateral estadounidense para cada muestra. Los efectos monetarios también están normalizados a un aumento imprevisto de la tasa de una desviación estándar. Las exposiciones financieras promedio son 0,159 para todas las economías, 0,173 para las economías de mercados emergentes y 0,138 para las economías avanzadas. Las ponderaciones del comercio bilateral según la muestra son 0,154 para todas las economías, 0,179 para las economías de mercados emergentes y 0,116 para las economías avanzadas.

en la economía  $i$ ,  $L_{US,i}^k$  denota los pasivos del tipo  $k$  ante Estados Unidos de la economía  $i$ ,  $A_i$  denota la posición de activos externos internacionales de la economía  $i$  y  $L_i$  denota la posición de pasivos externos internacionales de la economía  $i$ .

Como se indica en el apéndice 4.1, los componentes de las ponderaciones se extraen de tres fuentes: 1) la base de datos *Treasury International Capital System* (TICS) de Estados Unidos sobre activos y pasivos bilaterales de Estados Unidos frente a otros países; 2) las estadísticas sobre la inversión extranjera directa de la Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos, y 3) las estadísticas sobre la posición de inversión internacional (PII) del FMI. La cobertura temporal de los datos completos de la base de datos TICS es irregular, y es coherente únicamente durante la última década. Por lo tanto, el promedio de los términos del numerador se toma de los años 1994 y 2003–07 para cada economía<sup>35</sup>. Luego, se divide por la suma de la posición promedio de activos y pasivos según la PII de la economía  $i$  en los mismos años para derivar la ponderación. Véase en el cuadro 4.4 el conjunto de las ponderaciones calculadas para las economías que forman parte de la muestra de la regresión completa.

### Identificación de las variaciones de la política monetaria estadounidense

Esta sección describe los pasos utilizados para estimar el componente imprevisto de las variaciones de la política monetaria estadounidense. Seguimos una versión modificada de Kuttner (2001), que sostiene que la medición puede hacerse utilizando variaciones del precio de los futuros sobre la tasa de fondos federales (es decir, derivados basados en las expectativas del mercado en torno a la política monetaria estadounidense) que ocurren cuando el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la

Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) toma sus decisiones.

El mercado de futuros sobre fondos federales fue creado en octubre de 1988 por la Bolsa de Comercio de Chicago; los contratos son mensuales y se liquidan de acuerdo con la historia de la tasa efectiva de fondos federales dentro del mes que abarca el contrato. Desde la creación de estos fondos, Kuttner (2001) utiliza la variación diaria del precio de mercado de los contratos de futuros del mes corriente alrededor de las fechas de las intervenciones de política monetaria de la Reserva Federal para inferir la magnitud del componente sorpresa de las variaciones de la política monetaria estadounidense. Como el precio de liquidación es una función de la tasa promedio mensual de fondos federales, el procedimiento requiere ajustar la escala de la diferencia diaria de los precios de cierre de los contratos de futuros del mes corriente el día de la intervención de la Reserva Federal. Concretamente, el componente imprevisto (sorpresa) se calcula de la siguiente manera:

$$u_{t,s} = -\left(\frac{D_s}{D_s - t + 1}\right)(f_{t,s} - f_{t-1,s}), \quad (4.9)$$

donde la intervención ocurre el día  $t$  del mes/año  $s$ ,  $D_s$  es el número de días del mes/año  $s$ ,  $f_{t,s}$  es el precio de cierre del contrato de futuros sobre fondos federales para el mes/año  $s$  y  $u_{t,s}$  es el componente imprevisto de la intervención.

Cerca de fin de mes, el factor de ajuste de la escala es extremadamente grande, lo cual podría exagerar la influencia del ruido en los movimientos de los precios. En base a las determinaciones de Hamilton (2008) sobre la influencia del ruido en los precios de los futuros sobre fondos federales, el capítulo toma la variación sin ajuste de escala del precio de los contratos del mes siguiente cada vez que la fecha de la intervención ocurre durante la última quinta parte de un mes<sup>36</sup>.

Este análisis incorpora dos modificaciones al método de Kuttner. Primero, considera únicamente la acción (o inacción) en torno a la política mone-

<sup>35</sup>El primer año en que se estableció un parámetro de referencia exhaustivo para las posiciones externas, bilaterales de activos, y de pasivos de Estados Unidos es 1994. Luego hay una brecha de varios años antes de que se restablezca un grado de cobertura parecido, lo cual lleva al conjunto de años utilizado aquí. Se elimina toda economía sobre la cual falta más del 75% de los datos que sustentan el promedio del numerador utilizado en el cálculo de las ponderaciones.

<sup>36</sup>En el artículo original de 2001, Kuttner soluciona esta dificultad utilizando la variación sin ajuste de escala del contrato de futuros sobre fondos federales del mes siguiente cada vez que la fecha de una intervención ocurre en los tres últimos días del mes.

**Cuadro 4.4. Ponderación de la exposición financiera directa***(Proporción del total de activos y pasivos externos que son activos o pasivos estadounidenses)*

Economía y código <i>IFS</i>	Exposición financiera directa estadounidense	Economía y código <i>IFS</i>	Exposición financiera directa estadounidense
Canadá (156)	0,470	Suecia (144)	0,138
México (273)	0,451	Indonesia (536)	0,135
Uruguay (298)	0,328	Bélgica (124)	0,133
China (924)	0,302	Sudáfrica (199)	0,130
Corea (542)	0,289	Rusia (922)	0,130
Israel (436)	0,289	Hungría (944)	0,127
Brasil (223)	0,276	Irlanda (178)	0,126
Guatemala (258)	0,274	Polonia (964)	0,108
Japón (158)	0,273	Finlandia (172)	0,104
Colombia (233)	0,246	Turquía (186)	0,102
Chile (228)	0,234	Alemania (134)	0,100
Reino Unido (112)	0,234	Francia (132)	0,094
Australia (193)	0,233	Dinamarca (128)	0,085
Filipinas (566)	0,218	Islandia (176)	0,076
El Salvador (253)	0,206	República Checa (935)	0,066
Perú (293)	0,182	España (184)	0,059
Tailandia (578)	0,182	Italia (136)	0,051
Países Bajos (138)	0,178	Austria (122)	0,043
India (534)	0,168	Rumanía (968)	0,041
Noruega (142)	0,160	Jordania (439)	0,039
Egipto (469)	0,156	Ucrania (926)	0,038
Malasia (548)	0,152	Grecia (174)	0,036
Argentina (213)	0,141	Bulgaria (918)	0,028
Ecuador (248)	0,139	Marruecos (686)	0,025
Nueva Zelanda (196)	0,139	Portugal (182)	0,023

Fuentes: Base de datos *Treasury International Capital System* de Estados Unidos; estadísticas sobre la inversión extranjera directa de la Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos; FMI, *International Investment Position Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las economías enumeradas aquí son las que integran la muestra de regresión completa. En una verificación de la solidez, incluimos también los centros financieros *offshore* sobre los que disponemos de datos. Se trata, junto con sus exposiciones estadounidenses, de Costa Rica (238) con 0,241, la RAE de Hong Kong (532) con 0,082, Singapur (576) con 0,216 y Suiza (146) con 0,224. Los datos y la construcción de las ponderaciones se describen en el apéndice 4.4.

taria estadounidense que está vinculada a reuniones programadas del FOMC. Segundo, las fechas en las cuales se anuncian al mercado las medidas sobre política monetaria se determinan de acuerdo con el método descrito en Bernanke y Kuttner (2005). Durante el período de octubre de 1988 a enero de 1994, eso significa, en términos generales, que el análisis utiliza la diferencia ajustada en escala entre el precio de cierre del día siguiente a la fecha de conclusión de una reunión del FOMC y el precio de la fecha de conclusión de la reunión del FOMC. Después de febrero de 1994, el análisis utiliza la diferencia ajustada en escala entre el precio de cierre

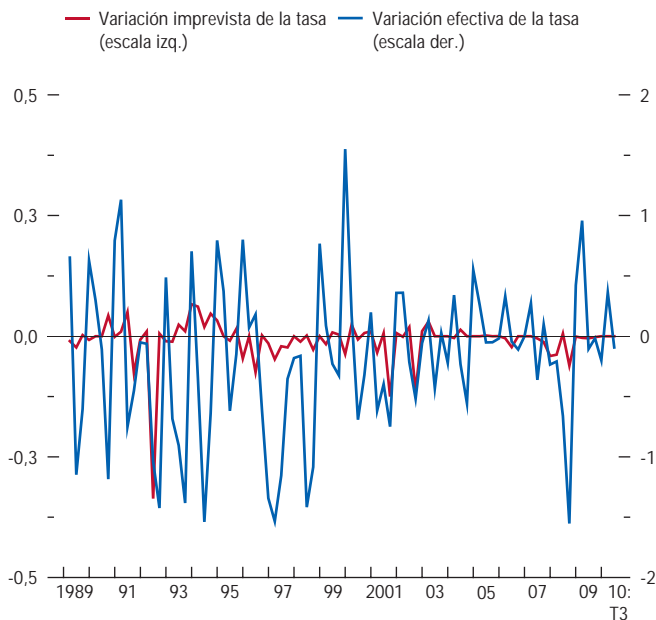
de la fecha de conclusión de una reunión del FOMC y el precio del día anterior a la fecha de conclusión de una reunión del FOMC<sup>37</sup>.

Como los datos sobre los flujos de capital netos son trimestrales, es necesario establecer una correlación con frecuencia trimestral para la serie de variaciones imprevistas de la política monetaria estadounidense, que sigue una frecuencia diaria de reuniones del FOMC. Para estimar correctamente los efectos contemporáneos y rezagados de esas

<sup>37</sup> El FOMC anuncia públicamente las decisiones de política que se adoptan en sus reuniones desde febrero de 1994.

**Gráfico 4.23. Variaciones efectivas e imprevistas de la política monetaria de Estados Unidos a lo largo del tiempo**  
(Puntos porcentuales)

Las variaciones efectivas de las tasas de política monetaria estadounidenses contienen una multitud de componentes ajenos al componente imprevisto. El componente imprevisto representa apenas una pequeña parte de las variaciones imprevistas de la tasa.



Fuentes: Datastream; Reserva Federal, y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Los datos y la construcción de las variaciones efectivas e imprevistas de la tasa de política monetaria, ponderadas según el tiempo, se describen en el apéndice 4.4.

variaciones de la política monetaria estadounidense, el análisis sigue una versión del método de agregación utilizado en Bluedorn y Bowdler (2011). Para el efecto contemporáneo, el análisis toma la suma de las variaciones ponderadas diarias de la política monetaria estadounidense dentro del trimestre. En cada caso, el promedio diario es el número de días que quedan en el trimestre en el momento de la variación de la política monetaria estadounidense dividido por el número total de días del trimestre. Para el efecto rezagado, se utiliza la suma no ponderada de las variaciones de la política dentro del trimestre. Se aplica el mismo método de agregación para calcular la variación efectiva trimestral de la tasa, utilizando datos diarios sobre la tasa efectiva de fondos federales. Las variaciones efectivas de la tasa nominal se transforman en variaciones de la tasa real sustrayendo la variación correspondiente de las proyecciones de la inflación a un trimestre publicadas en la encuesta de profesionales de la proyección macroeconómica (*Survey of Professional Forecasters*).

El gráfico 4.23 compara las series de variaciones imprevistas y efectivas contemporáneas de la tasa real a lo largo del tiempo. Muestra claramente que la variación efectiva de la tasa contiene una multitud de componentes ajenos a la variación imprevista; entre ellos, variaciones de las expectativas inflacionarias ajenas a la política monetaria, la respuesta endógena de las tasas reales a un auge de productividad, la respuesta endógena de las tasas reales a un aumento de la demanda agregada, etc.

Por último, como se señala en el texto principal, las respuestas al impulso se presentan como un aumento imprevisto de la tasa de 1 desviación estándar (calculado entre el primer trimestre de 1989 y el tercer trimestre de 2010). En el caso de la variación imprevista de la tasa, esto representa un impulso de aproximadamente 4,8 puntos básicos. En el caso de la variación efectiva de la tasa estadounidense, el impulso correspondiente es de aproximadamente 11,8 puntos básicos, tal como lo muestra una sencilla regresión con una variable de la variación efectiva de la tasa respecto de la variación imprevista de la tasa. Es decir, una variación efectiva de la tasa dentro de un trimestre de 12 puntos básicos corresponde aproximadamente a una variación imprevista de la tasa de 5 puntos básicos.



cos. El efecto de las variaciones imprevistas en las variaciones efectivas es más de uno a uno, lo cual se desprende del hecho de que cada variación imprevista de la tasa también altera la trayectoria prevista de las tasas más adelante durante el trimestre.

**Verificaciones de la solidez**

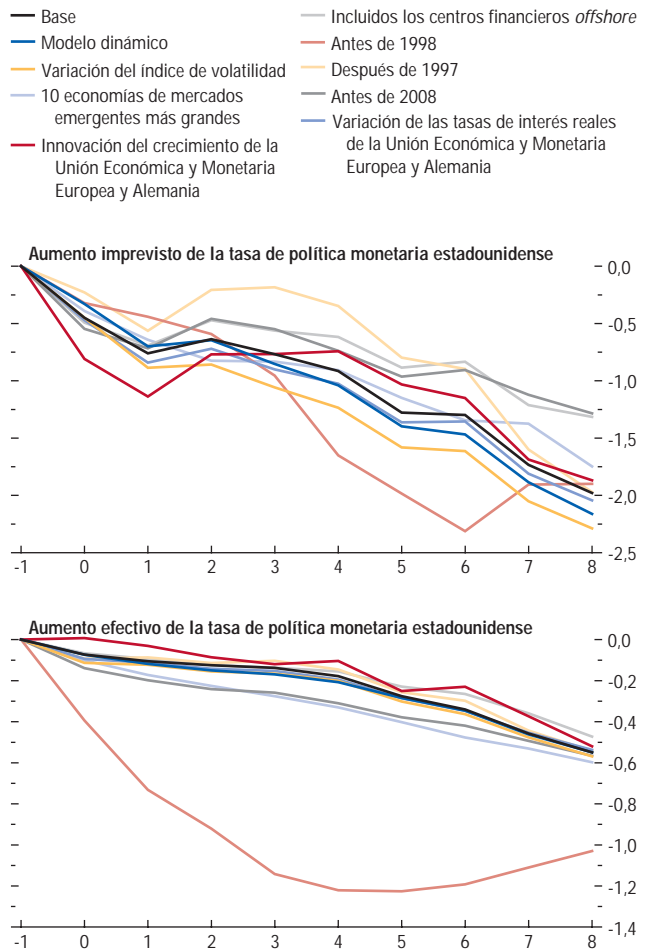
Se realizaron varias verificaciones de la solidez de los resultados de referencia del impacto adicional de una variación de la tasa de política monetaria estadounidense en los flujos netos hacia economías de mercados emergentes con una exposición financiera directa (gráfico 4.24). Entre ellas, cabe mencionar las siguientes:

- Un modelo de panel con efectos fijos (economía y tiempo) dinámicos: Se añadió un solo rezago de un trimestre de la variable dependiente a la especificación de referencia (las pruebas de autocorrelación estándar indican que esta especificación de rezago es suficiente). Las respuestas al impulso generadas por este modelo tienen en cuenta luego la dinámica adicional creada por la variable dependiente rezagada.
- Un conjunto más amplio de indicadores del crecimiento mundial: Ampliamos la especificación de referencia con innovaciones de crecimiento de la Unión Monetaria Europea (después de 1998) y Alemania (antes de 1999) con una frecuencia trimestral (valor contemporáneo y ocho rezagos). Para separar el efecto adicional de la exposición comercial directa a Europa del factor mundial general, ponderamos las innovaciones del crecimiento con la respectiva participación de cada economía en el comercio bilateral (análogamente a las innovaciones de crecimiento estadounidense). Las innovaciones de crecimiento de la Unión Monetaria Europea y de Alemania son los errores de las proyecciones de crecimiento a un año correspondientes a cada trimestre. (No hay información sobre los errores a un trimestre).
- Un indicador de la aversión mundial al riesgo: Ampliamos la especificación de referencia con variaciones del índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago (VIX) con una frecuencia trimestral (valor contemporáneo y ocho rezagos). Nuevamente, para aislar el efecto

**Gráfico 4.24. Verificaciones de la solidez de la diferencia de la respuesta de los flujos de capital privados netos dirigidos hacia economías de mercados emergentes con una exposición financiera directa**

(Porcentaje del PIB)

Bajo distintas verificaciones de la solidez se mantiene el resultado principal de un efecto adicional negativo del endurecimiento de la política monetaria estadounidense sobre los flujos netos dirigidos hacia economías de mercados emergentes con una exposición financiera directa a Estados Unidos.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: La variable dependiente es el total de flujos de capital privados netos como porcentaje del PIB. El eje de la abscisa muestra el número de trimestres después de un impulso. El impulso en el trimestre cero es un aumento permanente de la tasa de política monetaria estadounidense, normalizado a un aumento imprevisto de la tasa equivalente a 1 desviación estándar para la economía con la exposición financiera promedio del grupo. Las distintas verificaciones de la solidez se describen en el apéndice 4.4.

- adicional en las economías con una exposición financiera internacional del factor mundial, ponderamos las variaciones del VIX con la exposición financiera internacional de cada economía, medida según la suma de los activos más los pasivos externos de una economía divididos por el PIB interno.
- Tasa de interés real de la zona del euro: Ampliamos la especificación de referencia con las variaciones de la tasa de interés real de la zona del euro (construida como se describe en el texto principal) con una frecuencia trimestral (valor contemporáneo y ocho rezagos). Al igual que en la verificación de la solidez del indicador de la versión mundial al riesgo, ponderamos las variaciones de la tasa de interés real según la exposición financiera internacional de cada economía, medida según la suma de los activos más los pasivos externos de una economía divididos por el PIB interno.
  - Una estimación que utiliza únicamente las observaciones previas a 2008, antes de la crisis financiera internacional.
  - Una estimación que utiliza únicamente las observaciones previas a 1998, antes de la crisis asiática.
  - Una estimación que utiliza únicamente las observaciones a partir de 1998, período en el cual se registraron profundos cambios en los mercados de capital internacionales.
  - Una estimación que incluye centros financieros *offshore*<sup>38</sup>.
  - Una estimación que utiliza únicamente las 10 economías de mercados emergentes más grandes en la muestra de la regresión de referencia<sup>39</sup>.

Como muestra el gráfico 4.24, el patrón cualitativo general de la respuesta adicional de los flujos netos a un aumento imprevisto de la tasa de política monetaria estadounidense de 1 desviación estándar es —en el caso de las economías con una exposición financiera directa— aproximadamente el mismo en todas las verificaciones de la solidez. Por lo general, se observa una tendencia descendente a lo largo del tiempo, a partir de un efecto con un impacto negativo adicional. Todas las respuestas son negativas

<sup>38</sup> Véase la lista del apéndice 4.1.

<sup>39</sup> Las 10 economías de mercados emergentes más grandes de la muestra de la regresión de referencia son Argentina, Brasil, China, Corea, India, Indonesia, México, Polonia, Rusia y Turquía.

en las verificaciones de solidez del octavo trimestre, con un efecto a largo plazo que se ubica entre 1,25% y 2,5% del PIB. La respuesta adicional de los flujos netos a una variación efectiva de la tasa de una magnitud comparable es —en el caso de las economías con una exposición financiera directa— análogamente sólida, y exhibe una tendencia descendente hacia un efecto a largo plazo de alrededor de 0,5% del PIB. El único valor atípico marcado en este caso es la respuesta estimada tomando únicamente la muestra de economías de mercados emergentes previa a 1998. Ahí se observa un efecto adicional inicial mucho más fuerte, y luego un efecto adicional a largo plazo que ronda 1% del PIB.

## Referencias

- Abiad, Abdul, 1996, “Common and Country-Specific Components in Currency Movements: What’s Holding the Forint Up?”, en *Hungary: Selected Issues*, IMF Country Report No. 06/367 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Aizenman, Joshua, Menzi Chinn y Hiro Ito, 2010, “The Financial Crisis, Rethinking of the Global Financial Architecture, and the Trilemma”, ADBI Working Papers No. 213 (Tokio: Instituto del Banco Asiático de Desarrollo).
- Banco Central Europeo (BCE), 2004, “Financial FDI to the EU Accession Countries”, Working Paper No. 04/78 (Fráncfort).
- Basel Committee on the Global Financial System (BCGFS), 2004, “Foreign Direct Investment in the Financial Sector of Emerging Market Economies”, CGFS Publication No. 22 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales, marzo).
- Beck, Torsten, Asli Demirgüç-Kunt y Ross Levine, 2000 (versión revisada, 17 de octubre de 2007), “A New Database on Financial Development and Structure”, *World Bank Economic Review*, vol. 14 (septiembre), págs. 597–605.
- , 2009, “Financial Institutions and Markets Across Countries and Over Time: Data and Analysis”, Policy Research Working Paper No. 4943 (Washington: Banco Mundial, mayo).
- Becker, Chris, y Clare Noone, 2009, “Volatility and Persistence of Capital Flows”, Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper No. 2009-09 (Sídney: Banco de la Reserva de Australia). [www.rba.gov.au/publications/rdp/2009/pdr/rdp2009-09.pdf](http://www.rba.gov.au/publications/rdp/2009/pdr/rdp2009-09.pdf).

- Bernanke, Ben S., y Kenneth N. Kuttner, 2005, "What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?", *Journal of Finance*, vol. 60, No. 3, págs. 1221–58.
- Bluedorn, John C., y Christopher Bowdler, 2010, "The Empirics of International Monetary Transmission: Identification and the Impossible Trinity", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 42, No. 4, págs. 679–713.
- , 2011, "The Open Economy Consequences of U.S. Monetary Policy", *Journal of International Money and Finance*, vol. 30, No. 2, págs. 289–392.
- Broner, Fernando, y Roberto Rigobon, 2006, "Why Are Capital Flows So Much More Volatile in Emerging than in Developing Countries?", en *External Vulnerability and Preventive Policies*, compilado por Ricardo Caballero, César Calderón y Luis Céspedes (Santiago: Banco Central de Chile).
- Calderón, Cesar, y Megumi Kubota, 2011, "Sudden Stops: Are Global and Local Investors Alike?", World Bank Policy Research Working Paper No. 5569 (Washington: Banco Mundial).
- Calvo, Guillermo A., Eduardo Fernández-Arias, Carmen Reinhart y Ernesto Talvi, 2001, "The Growth-Interest Rate Cycle in the United States and its Consequences for Emerging Markets", Research Department Working Paper No. 458 (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo). [www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-458.pdf](http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-458.pdf).
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman y Carmen M. Reinhart, 1993, "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, No. 1, págs. 108–51.
- Chinn, Menzie, y Hiro Ito, 2006, "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions", *Journal of Development Economics*, vol. 81, No. 1, págs. 163–92.
- , 2008, "A New Measure of Financial Openness", *Journal of Comparative Policy Analysis*, vol. 10, No. 3, págs. 307–20.
- Chuhan, Punam, Gabriel Perez-Quiros y Helen Popper, 1996, "International Capital Flows: Do Short-Term Investment and Direct Investment Differ?", Policy Research Working Paper No. 1669 (Washington: Banco Mundial).
- Claessens, Stijn, Michael Dooley y Andrew Warner, 1995, "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?", *World Bank Economic Review*, vol. 9, No. 1, págs. 153–74.
- Dell'Ariccia, Giovanni, Julian di Giovanni, André Faria, M. Ayhan Kose, Paolo Mauro, Martin Schindler, Marco Terrones y Jonathan Ostry, 2007, *Reaping the Benefits of Financial Globalization*, IMF Occasional Paper 264 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Faria, André, Philip Lane, Paolo Mauro y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2007, "The Shifting Composition of External Liabilities", *Journal of the European Economic Association*, vol. 5, No. 2–3, págs. 480–90.
- Forbes, Kristin J., y Francis E. Warnock, 2010, "Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment" (inédito; Cambridge, Massachusetts: Massachusetts Institute of Technology, diciembre).
- Frankel, Jeffrey, y Andrew Rose, 1996, "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", *Journal of International Economics*, vol. 41, No. 3/4, págs. 351–66.
- Frankel, Jeffrey, y Shang-Jin Wei, 2005, "Managing Macroeconomic Crises: Policy Lessons", en *Managing Macroeconomic Volatility and Crises: A Practitioner's Guide*, compilado por Joshua Aizenman y Brian Pinto (Nueva York: Cambridge University Press).
- Fratzscher, Marcel, Christian Saborowski y Roland Straub, 2010, "Monetary Policy Shocks and Portfolio Choice", CEPR Discussion Paper No. 8099 (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry y Charalambos Tsangarides, 2010, *Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System*, IMF Occasional Paper No. 270 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Hamilton, James D., 2008, "Assessing Monetary Policy Effects Using Daily Federal Funds Futures Contracts", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 90, No. 4, págs. 377–93.
- Hartelius, Kristian, Kenichiro Kashiwase y Laura E. Kodres, 2008, "Emerging Market Spread Compression: Is It Real or Is It Liquidity?", IMF Working Paper 08/10 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ilzetzki, Ethan, Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, 2008, "The Country Chronologies and Background Material to Exchange Rate Arrangements in the 21st Century: Which Anchor Will Hold?" (inédito; College Park, Maryland: University of Maryland). <http://terpconnect.umd.edu/~creinhar/Papers/ERA-Country%20chronologies.pdf>.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2000, "Onshore Financial Centers", IMF Background Paper (Washington). [www.imf.org/external/np/mae/oshore/2000/eng/back.htm](http://www.imf.org/external/np/mae/oshore/2000/eng/back.htm).
- , 2011, "Recent Experiences in Managing Capital Flows: Cross-Cutting Themes and Proposed Guidelines for Emerging Markets", documento del Directorio Ejecutivo, preparado por el Departamento de Estrategias, Políticas y Evaluación del FMI (Washington).
- Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff y Shang-Jin Wei, 2006, "Financial Globalization: A Reappraisal", IMF Working Paper 06/189 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kuttner, Kenneth, 2001, "Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market", *Journal of Monetary Economics*, vol. 47, No. 3, págs. 523–44.

- Laeven, Luc, y Hui Tong, 2010, "U.S. Monetary Shocks and Global Stock Prices", IMF Working Paper 10/278 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Levchenko, Andrei, y Paolo Mauro, 2007, "Do Some Forms of Financial Flows Help Protect Against Sudden Stops?", *World Bank Economic Review*, vol. 21, No. 3, págs. 389–411.
- Milesi-Ferretti, Gian Maria, y Cédric Tille, 2010, "The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis" (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional; de próxima publicación, *Economic Policy*).
- Miniane, Jacques, y John H. Rogers, 2007, "Capital Controls and the International Transmission of U.S. Monetary Shocks", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, No. 5, págs. 1003–35.
- Mody, Ashoka, Mark Taylor y Jung Yeon Kim, 2001, "Modeling Economic Fundamentals for Forecasting Capital Flows to Emerging Markets", *International Journal of Finance and Economics*, vol. 6, No. 3, págs. 201–16.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Dennis B.S. Reinhardt, 2010, "Capital Inflows: The Role of Controls", IMF Staff Position Note 10/04 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Papaioannou, Elias, 2009, "What Drives International Financial Flows? Politics, Institutions, and Other Determinants", *Journal of Development Economics*, vol. 88, No. 2, págs. 269–81.
- Prasad, Eswar, Kenneth S. Rogoff, Shang-Jin Wei y Ayhan Kose, 2003, *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF Occasional Paper No. 220 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff, 2004, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 119 (febrero), págs. 1–48.
- Sarno, Lucio, y Mark Taylor, 1999, "Hot Money, Accounting Labels and the Permanence of Capital Flows to Developing Countries: An Empirical Investigation", *Journal of Development Economics*, vol. 59, No. 2, págs. 337–64.
- Stock, James H., y Mark W. Watson, 2008, "Heteroskedasticity-Robust Standard Errors for Fixed Effects Panel Data Regression", *Econometrica*, vol. 76, No. 1, págs. 155–74.
- Taylor, Mark P., y Lucio Sarno, 1997, "Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants", *The World Bank Economic Review*, vol. 11, No. 3, págs. 451–70.
- Tong, Hui, y Shang-Jin Wei, 2010, "The Composition Matters: Capital Inflows and Liquidity Crunch During a Global Economic Crisis", de próxima publicación, *Review of Financial Studies* (publicado en Internet el 26 de septiembre de 2010).

## DELIBERACIONES DEL DIRECTORIO EJECUTIVO DEL FMI SOBRE LAS PERSPECTIVAS, MARZO DE 2011

*El Presidente Interino formuló las siguientes observaciones al término de las deliberaciones del Directorio Ejecutivo sobre las Perspectivas de la economía mundial, el 28 de marzo de 2011.*

Los directores ejecutivos observaron que la recuperación mundial se está afianzando, aunque a distintas velocidades según los países. Muchas economías avanzadas que estuvieron en el centro de la crisis mundial o que tenían agudos desequilibrios antes de la crisis continúan experimentando un crecimiento relativamente anémico y tasas de desempleo elevadas. El crecimiento de muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo ha sido vigoroso, y en varios países se observan indicios de sobrecalentamiento. Aunque las vulnerabilidades restantes aún no han sido resueltas del todo, están surgiendo nuevos desafíos, lo cual muestra la urgencia de aplicar con más vigor las políticas necesarias para que la economía mundial sea más equilibrada y robusta.

Los directores señalaron que, aunque las perspectivas de recuperación mundial se han afianzado, continúan predominando los riesgos a la baja, derivados del elevado desempleo, la persistente debilidad de los balances soberanos y financieros, y la vulnerabilidad de los mercados inmobiliarios de muchas economías avanzadas. Entre tanto, el alza de los precios del petróleo, los alimentos y las materias primas, los sucesos acaecidos en Oriente Medio y Norte de África, y el reciente terremoto de Japón han creado nuevos retos. Por el lado positivo, la aceleración del repunte de la actividad del sector empresarial en algunas economías avanzadas y, a corto plazo, la vigorosa demanda de las economías de mercados emergentes y en desarrollo podrían infundir renovado impulso al crecimiento mundial.

Los directores resaltaron la importancia de acelerar el fortalecimiento de los balances de los gobiernos y del sector financiero en muchas economías avanzadas y algunas economías en desarrollo. La mejora de las condiciones económicas representa una buena oportunidad para poner en práctica los

planes de consolidación fiscal y las reformas de los programas de derechos a prestaciones —respaldados por marcos e instituciones fiscales sólidos— y encauzar la deuda pública hacia una trayectoria sostenible. Como el ritmo de la consolidación fiscal es más lento de lo previsto para 2011 en las economías avanzadas críticas, las estrategias de ajuste a mediano plazo más claras y más detalladas adquieren renovada importancia para el restablecimiento de la credibilidad fiscal. Para volver a instaurar la confianza, también es necesario acelerar en todos sus ámbitos el saneamiento y la reforma del sector financiero. El principal empeño debe estar puesto en pruebas de resistencia rigurosas, nuevas reestructuraciones y recapitalizaciones bancarias, y la reconstrucción de mercados de titulización y crédito hipotecario más sólidos. Otra prioridad consiste en eliminar las persistentes lagunas en los marcos de supervisión y regulación del sector financiero, abordando los riesgos generados por sistemas bancarios paralelos e instituciones “demasiado grandes para quebrar”, así como las deficiencias de los marcos transfronterizos de resolución.

En términos generales, los directores convinieron en que, en las economías avanzadas cuyos bancos centrales gozan de sólida credibilidad y donde las expectativas inflacionarias se encuentran bien ancladas, la política monetaria podría seguir siendo acomodaticia mientras siguen su curso la consolidación fiscal y las reformas del sector financiero, que son sumamente necesarias. Sin embargo, en algunos países los riesgos para la estabilidad de los precios merecen más atención. Aunque a corto plazo se podrían mantener las medidas extraordinarias lanzadas para solucionar determinadas tensiones de los mercados financieros, sus implicaciones para la reestructuración de los bancos deben ser evaluadas con cuidado.



Los directores recalcaron que muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo deben mantenerse alertas a las presiones de sobrecalentamiento y los riesgos de inflación derivados de los precios de los alimentos y de la energía, que ocupan un porcentaje elevado de las canastas de consumo, así como de la rápida recuperación del crédito interno. En los países con superávits externos y sin preocupaciones fiscales, la prioridad sería suprimir la orientación acomodaticia de la política monetaria y permitir que las monedas más fuertes anclen las expectativas inflacionarias, lo cual facilitará también el reequilibramiento externo. Los que tienen déficits externos deberían endurecer tanto las políticas fiscales como las monetarias. Además del ajuste macroeconómico, las economías cuyos mercados de crédito y de activos están en auge podrían adoptar medidas macroprudenciales para mantener la fortaleza y la estabilidad del sector financiero, complementándolas con otras medidas para gestionar las entradas de capital de considerarlo necesario.

Los directores reconocieron que, como los países se encuentran en distintas etapas de recuperación y en distintas posiciones dentro del ciclo económico, la respuesta de su política monetaria necesariamente varía, lo cual ensancha los diferenciales de las tasas de interés entre países. Más allá de los factores internos, las condiciones financieras mundiales contribuyen a explicar la variabilidad de los flujos de capital transfronterizos. Los directores señalaron la conclusión del personal técnico del FMI de que, mientras las políticas monetarias acomodaticias contribuyan a estabilizar el producto en las economías avanzadas, los efectos de contagio en las economías de mercados emergentes y en desarrollo serían beneficiosos en términos netos. Al mismo tiempo, muchos directores hicieron especial mención de los efectos de la política monetaria distendida prolongada de las grandes economías avanzadas, y de los riesgos de un cambio de dirección repentino, en

los flujos internacionales de capital. Opinaron que esa situación complica más la formulación de la política económica de muchos países destinatarios de esos capitales, lo cual pone de relieve, en opinión de algunos directores, la necesidad de coordinación monetaria internacional.

Los directores señalaron que el aumento persistente de los precios del petróleo refleja tanto la mayor escasez de la oferta como el rápido crecimiento del consumo de petróleo. Aunque los aumentos graduales y moderados de la escasez petrolera no impondrán fuertes limitaciones al crecimiento mundial a mediano y largo plazo, según las previsiones, la incertidumbre sigue siendo aguda y no se puede descartar la posibilidad de cambios abruptos. Los directores consideran que es beneficioso profundizar el análisis y el debate de la variedad de políticas que facilitarían el ajuste. Recalcaron la necesidad de que las autoridades les presten atención a los retos sociales que plantean los elevados precios de los alimentos y de las materias primas, y que la primera prioridad es la creación de redes de protección social bien focalizadas que protejan a los pobres.

Los directores enfatizaron que la mejora continuada de la salud económica y financiera mundial no debería restarle urgencia a la culminación de los planes de reforma de la política económica. Para sustentar un crecimiento mundial más sano y más equilibrado es crítico un avance mayor y decisivo del ajuste del sector fiscal y financiero, la eliminación de las distorsiones que frenan el reequilibramiento de la demanda mundial, y la adopción de políticas macroeconómicas más restrictivas en caso de que estén recrudesciendo las presiones inflacionarias. Si bien estas políticas benefician a los países individualmente y convendría proceder sin demora, la coordinación constante y las iniciativas mancomunadas facilitarán ajustes más ambiciosos de las políticas y resultados más favorables.



## APÉNDICE ESTADÍSTICO

**E**n el apéndice estadístico se presentan datos históricos y proyecciones. Se divide en cinco secciones: supuestos, novedades, datos y convenciones, clasificación de los países y cuadros estadísticos.

En la primera sección se resumen los supuestos en los que se basan las estimaciones y proyecciones para 2011–12, así como el escenario a mediano plazo para 2013–16. En la segunda sección se presenta una breve descripción de los cambios en la base de datos y los cuadros estadísticos. En la tercera sección se presenta una descripción general de los datos y de las convenciones utilizadas para calcular las cifras compuestas de los grupos de países. La clasificación de los países en los diferentes grupos que se presentan en *Perspectivas de la economía mundial* se resume en la cuarta sección.

La última sección, y la más importante, contiene los cuadros estadísticos. (En esta sección se incluye la parte A del apéndice estadístico, la parte B se puede consultar en Internet). Los datos que allí se presentan se han compilado sobre la base de la información disponible hasta fines de marzo de 2011. Para facilitar la comparación, las cifras correspondientes a 2011 y años posteriores tienen el mismo grado de precisión que las cifras históricas, pero, dado que se trata de proyecciones, no deberá inferirse que tienen el mismo grado de exactitud.

### Supuestos

Se adoptan los siguientes supuestos: los *tipos de cambio* efectivos reales de las economías avanzadas permanecen constantes en su nivel medio durante el período comprendido entre el 8 de febrero y el 8 de marzo de 2011. Para 2011 y 2012, dados estos supuestos, el tipo medio de conversión dólar de EE.UU./DEG es 1,565 y 1,562; el tipo medio de conversión dólar de EE.UU./euro es 1,369 y 1,362, y el de yen/dólar de EE.UU. es 82,3 y 82,5, respectivamente.

El *precio del petróleo* por barril será, en promedio, \$107,16 en 2011 y \$108,00 en 2012.

Las autoridades nacionales seguirán aplicando la *política económica* establecida. En el recuadro A1 se presentan en forma más detallada los supuestos de política económica en los que se basan las proyecciones para algunas economías avanzadas.

El nivel medio de las *tasas de interés* será, para la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) aplicable a los depósitos a seis meses en dólares de EE.UU., 0,6% en 2011 y 0,9% en 2012; para los depósitos a tres meses en euros, 1,7% en 2011 y 2,6% en 2012, y para los depósitos a seis meses en yenes, 0,6% en 2011 y 0,3% en 2012.

Con respecto a la *introducción del euro*, el 31 de diciembre de 1998 el Consejo de la Unión Europea decidió que, a partir del 1 de enero de 1999, los tipos de conversión irrevocablemente fijos entre el euro y las monedas de los Estados miembros que adopten el euro serán los que figuran a continuación.

1 euro	=	13,7603	chelines austríacos
	=	30,1260	coronas eslovacas <sup>1</sup>
	=	15,6466	coronas estonias <sup>2</sup>
	=	340,750	dracmas griegos <sup>3</sup>
	=	200,482	escudos portugueses
	=	40,3399	francos belgas
	=	6,55957	francos franceses
	=	40,3399	francos luxemburgueses
	=	2,20371	florines neerlandeses
	=	0,585274	libras chipriotas <sup>4</sup>
	=	0,787564	libras irlandesas
	=	0,42930	libras maltesas <sup>5</sup>
	=	1,936,27	liras italianas
	=	1,95583	marcos alemanes
	=	5,94573	marcos finlandeses
	=	166,386	pesetas españolas
	=	239,640	tólares eslovenos <sup>6</sup>

<sup>1</sup>Establecido el 1 de enero de 2008.

<sup>2</sup>Establecido el 1 de enero de 2011.

<sup>3</sup>Establecido el 1 de enero de 2001.

<sup>4</sup>Establecido el 1 de enero de 2008.

<sup>5</sup>Establecido el 1 de enero de 2009.

<sup>6</sup>Establecido el 1 de enero de 2007.

Véase en el recuadro 5.4 de la edición de octubre de 1998 de *Perspectivas de la economía mundial* la explicación sobre cómo se establecieron los tipos de conversión.

### Novedades

- El 1 de enero de 2011 Estonia ingresó en la zona del euro, y el grupo abarca actualmente un total de 17 países miembros; las cifras de Estonia no se incluyen en los agregados de datos de la zona del euro debido a que la base de datos no se ha convertido aún a euros, pero se incluyen en los datos agregados de las economías avanzadas.
- A partir de la edición de abril de 2011 de *Perspectivas de la economía mundial*, las cifras de Tuvalu se incluyen en los datos agregados económicos de las economías emergentes y en desarrollo.
- Los datos fiscales compuestos de los grupos de países se calculan como la suma de los valores individuales de los respectivos países en dólares de EE.UU. Hasta esta edición, se los había ponderado de acuerdo con el PIB ajustado a la paridad del poder adquisitivo (PPA) como porcentaje del PIB mundial total.
- Los datos agregados excluyen a Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política.
- Excepto en el caso del crecimiento del PIB y la inflación, no se incluyen proyecciones para Côte d'Ivoire debido a la incertidumbre de la situación política.

### Datos y convenciones

La base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* está constituida por datos y proyecciones sobre 184 economías. Estos datos los llevan conjuntamente el Departamento de Estudios y los departamentos regionales del FMI; estos últimos actualizan regularmente las proyecciones sobre los países en base a un conjunto coherente de supuestos sobre la economía mundial.

Aunque los datos históricos y las definiciones provienen en última instancia de los organismos nacionales de estadística, en materia de estadísticas también participan organismos internacionales con el fin de armonizar las metodologías para la compilación de datos nacionales, incluidos los marcos analíticos,

conceptos, definiciones, clasificaciones y procedimientos de valoración empleados para elaborar estadísticas económicas. En la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* se incluye información de fuentes nacionales y de organismos internacionales.

Los datos macroeconómicos de la mayoría de los países que se presentan en *Perspectivas de la economía mundial* se ajustan en términos generales, a la versión de 1993 del *Sistema de Cuentas Nacionales (SCN)*. Las normas del FMI en que se basan las estadísticas sectoriales —la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos (MBP5)*, el *Manual de estadísticas monetarias y financieras* y el *Manual de estadísticas de finanzas públicas 2001*— se han armonizado con el *SCN 1993*. Estas normas muestran el especial interés de la institución en la situación de las cuentas externas, la estabilidad del sector financiero y el estado de las finanzas públicas de los países. El proceso de adaptación de los datos de los países a las nuevas normas se inicia activamente cuando se publican los manuales. No obstante, la concordancia total depende, en última instancia, de que los compiladores de las estadísticas nacionales proporcionen datos revisados sobre los países; por consiguiente, las estimaciones que se presentan en esta publicación solo se ajustan parcialmente a las definiciones de estos manuales. Sin embargo, para muchos países los efectos de la adaptación a las normas actualizadas en los balances principales y los agregados serán poco significativos. Muchos otros países han adoptado parcialmente las normas más recientes, y continuarán este proceso durante un período de varios años.

Conforme a las recomendaciones del *SCN 1993*, varios países han abandonado progresivamente el método tradicional con base *ja a un año* que usaban para calcular las variables macroeconómicas reales y de crecimiento, y han pasado a adoptar un sistema de *encadenamiento ponderado* para el cálculo del crecimiento agregado. Este método actualiza con frecuencia las ponderaciones de los indicadores de precios y volumen y les permite a los países medir el crecimiento del PIB de forma más exacta porque reduce o elimina los sesgos a la baja en las series de volumen que caracteriza a los números índice que promedian los componentes del volumen usando ponderaciones provenientes de un año de un período no demasiado lejano.

Los datos compuestos sobre los grupos de países que se presentan en *Perspectivas de la economía mundial* se

calculan como la suma o el promedio ponderado de los datos de cada país. A menos que se indique lo contrario, los promedios multianuales de las tasas de crecimiento se expresan como tasas anuales compuestas de variación<sup>7</sup>. Se utiliza el promedio aritmético ponderado para todos los datos del grupo de economías emergentes y en desarrollo, salvo la inflación y el crecimiento de la masa monetaria, para los que se emplean promedios geométricos. Se aplican las convenciones siguientes:

- Los datos compuestos sobre los tipos de cambio, las tasas de interés y las tasas de crecimiento de los agregados monetarios en los grupos de países se ponderan por el PIB convertido a dólares de EE.UU., al promedio de los tipos de cambio de mercado del trienio anterior, como proporción del PIB del grupo de países en cuestión.
- Las cifras compuestas sobre otros datos de la economía interna, ya sean tasas de crecimiento o razones, se ponderan por el PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo (PPA) como proporción del PIB total mundial o el PIB del grupo de países en cuestión<sup>8</sup>.
- Las cifras compuestas sobre los datos de la economía interna de la zona del euro (16 países durante todo el período, salvo indicación en contrario)<sup>9</sup> son agregados de datos provenientes de fuentes nacionales ponderados según el PIB. Las cifras anteriores a 1999 son agregados de datos para los que se usan los tipos de cambio de la unidad de cuenta europea de 1995.
- Las cifras compuestas correspondientes a los datos fiscales se calculan como la suma de las cifras de los distintos países convertidas a dólares de EE.UU. al promedio de los tipos de cambio de mercado de los años indicados.

<sup>7</sup> Los promedios del PIB real y sus componentes, el empleo, el PIB per cápita, la inflación, la productividad de los factores, el comercio y los precios de las materias primas se calculan con base en la tasa anual compuesta de variación; salvo el promedio de la tasa de desempleo, cuyo cálculo se basa en un promedio aritmético simple.

<sup>8</sup> Véanse el recuadro A2 de la edición de abril de 2004 de *Perspectivas de la economía mundial*, que presenta un resumen de las ponderaciones revisadas basadas en la PPA, y el anexo IV de la edición de mayo de 1993 de *Perspectivas de la economía mundial*. Véase también Anne-Marie Gulde y Marianne Schulze-Ghattas, "Purchasing Power Parity Based Weights for the *World Economic Outlook*", en *Staff Studies for the World Economic Outlook* (FMI, diciembre de 1993), págs. 106–23.

<sup>9</sup> Las cifras de Estonia no se incluyen en los agregados de datos de la zona del euro debido a que la base de datos no se ha convertido aún a euros.

- Los datos compuestos sobre las tasas de desempleo y el aumento del empleo se ponderan por la población activa de cada país como proporción de la población activa del correspondiente grupo de países.
- Los datos compuestos sobre el sector externo de la economía son las sumas de los datos de los distintos países convertidos a dólares de EE.UU. al promedio de los tipos de cambio de mercado de los años indicados en el caso de la balanza de pagos, y a los tipos de cambio de mercado vigentes al final del año en el caso de la deuda denominada en otras monedas. Las cifras compuestas correspondientes al comercio exterior, tanto en lo que se refiere al volumen como a los precios, son promedios aritméticos de las variaciones porcentuales de los distintos países ponderadas por el valor en dólares de EE.UU. de sus respectivos niveles de exportación o importación como proporción de la exportación o importación total mundial o del grupo (en el año anterior).
- A menos que se indique lo contrario, los datos compuestos de los grupos de países se calculan cuando los datos ponderados están representados en un 90% o más.

## Clasificación de los países

### Resumen

En *Perspectivas de la economía mundial*, el mundo se divide en dos grandes grupos de países: economías avanzadas, y economías emergentes y en desarrollo<sup>10</sup>. Esta clasificación no se basa en criterios estrictos, económicos o de otro tipo, sino que ha ido evolucionando con el tiempo a fin de facilitar el análisis presentando los datos en forma razonablemente significativa. En el cuadro A se presenta un esquema general de la clasificación de países, en el que se indica el número de países de cada grupo por región y se resumen algunos indicadores importantes de su tamaño relativo (PIB valorado con base en la PPA, exportación total de bienes y servicios y población).

En estos grupos no se incluyen actualmente algunos países, como Cuba y la República Democrática

<sup>10</sup> En el presente informe, los términos "país" y "economía" se usan no solo para referirse a entidades territoriales que constituyen un Estado según la acepción de esa palabra en el derecho y el uso internacionales, sino también para referirse a entidades territoriales que no son Estados, pero para las cuales se mantienen datos estadísticos en forma separada e independiente.

Popular de Corea, porque no son miembros del FMI y este no efectúa un seguimiento de la evolución de sus economías, o porque aún no se han compilado completamente bases de datos, como en el caso de San Marino, país clasificado en el grupo de economías avanzadas, o los Estados Federados de Micronesia, Islas Marshall, Palau y Somalia, países que integran la composición del grupo de economías en desarrollo.

## Características generales y composición de los grupos que conforman la clasificación de *Perspectivas de la economía mundial*

### Economías avanzadas

En el cuadro B se presenta la composición de las economías avanzadas (34 países). Los siete países más importantes de este grupo por el nivel del PIB —Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia, el Reino Unido y Canadá— integran el subgrupo de las *principales economías avanzadas*, conocidas también como países del Grupo de los Siete (G-7). Los miembros de la *zona del euro* y las *economías asiáticas recientemente industrializadas* también forman subgrupos. Los datos compuestos que aparecen en los cuadros bajo “zona del euro” se refieren, en todos los años, a los países miembros actuales, a pesar de que la composición ha aumentado en el transcurso de los años<sup>11</sup>.

En el cuadro C figuran los países miembros de la Unión Europea; no todos están clasificados como economías avanzadas en *Perspectivas de la economía mundial*.

### Economías emergentes y en desarrollo

El grupo de las economías emergentes y en desarrollo (150 países) está integrado por todos los países no clasificados como economías avanzadas.

El *desglose regional* de las economías emergentes y en desarrollo es el siguiente: *África subsahariana, América Latina y el Caribe, Comunidad de Estados Independientes (CEI), economías en desarrollo de Asia, Europa central y oriental y Oriente Medio y Norte de África (OMNA)*.

Las economías emergentes y en desarrollo también se han clasificado conforme a *criterios analíticos*. Los criterios analíticos reflejan la composición de los

<sup>11</sup> Las cifras de Estonia no se incluyen en los agregados de datos de la zona del euro debido a que la base de datos no se ha convertido aún a euros.

ingresos de exportación y otra renta que reciben los países del exterior, la distinción entre países acreedores netos y deudores netos y, en el caso de estos últimos, los criterios financieros basados en las fuentes de financiamiento externo y en el cumplimiento del servicio de la deuda externa. En los cuadros D y E se presenta la composición detallada de las economías emergentes y en desarrollo clasificadas por regiones y por criterios analíticos.

Según el criterio analítico, por *fuentes de ingresos de exportación*, se distinguen: *combustibles* (Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI 3)) y *otros productos*, dentro de estos se centra la atención en los *productos primarios no combustibles* (CUCI 0, 1, 2, 4 y 68). Los países se incluyen en uno de estos grupos cuando su principal fuente de ingresos de exportación supera, en promedio, el 50% del total de sus exportaciones entre 2005 y 2009.

Los criterios financieros se centran en las *economías acreedoras netas, economías deudoras netas y países pobres muy endeudados* (PPME). Los países se clasifican como deudores netos cuando la acumulación en la balanza en cuenta corriente es negativa desde 1972 (o desde una fecha anterior si estuviera disponible) hasta 2009. Los países deudores netos se distinguen según otros dos criterios financieros: por *nanciamiento oficial externo* y por *cumplimiento del servicio de la deuda*<sup>12</sup>. Los países se incluyen en la categoría “financiamiento oficial externo” cuando el 65% o más de su deuda total, en promedio, entre 2005 y 2009, se financió con recursos de acreedores oficiales.

El grupo de los PPME comprende los países que han sido o están siendo considerados por el FMI y el Banco Mundial en la Iniciativa para la Reducción de la Deuda de los Países Pobres Muy Endeudados, que tiene como objetivo la reducción de la carga de la deuda de todos los PPME habilitados hasta un nivel “sostenible”, en un período de tiempo razonablemente corto<sup>13</sup>. Muchos de estos países ya se han beneficiado del alivio de la deuda o se han graduado de la Iniciativa.

<sup>12</sup> En 2005–09, 44 países incurrieron en atrasos en los pagos externos o celebraron acuerdos de reprogramación de deudas con acreedores oficiales o bancos comerciales. Este grupo se denomina *economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2005–09*.

<sup>13</sup> Véase David Andrews, Anthony R. Boote, Syed S. Rizavi y Sukwinder Singh, *Alivio de la deuda para los países de bajo ingreso: Iniciativa reforzada para los países pobres muy endeudados*, Serie de folletos, No. 51-S del FMI (Washington: FMI, noviembre de 1999).

**Cuadro A. Clasificación según los grupos utilizados en *Perspectivas de la economía mundial* y la participación de cada grupo en el PIB agregado, la exportación de bienes y servicios y la población, 2010<sup>1</sup>**  
(Porcentaje del total del grupo o del total mundial)

	Número de países	PIB		Exportación de bienes y servicios		Población	
		Economías avanzadas	Mundo	Economías avanzadas	Mundo	Economías avanzadas	Mundo
<b>Economías avanzadas</b>	<b>34</b>	<b>100,0</b>	<b>52,3</b>	<b>100,0</b>	<b>63,7</b>	<b>100,0</b>	<b>15,0</b>
Estados Unidos		37,7	19,7	15,4	9,8	30,4	4,5
Zona del euro <sup>2</sup>	16	27,8	14,6	40,9	26,1	32,1	4,8
Alemania		7,6	4,0	12,6	8,0	8,0	1,2
Francia		5,5	2,9	5,5	3,5	6,2	0,9
Italia		4,6	2,4	4,6	2,9	5,9	0,9
España		3,5	1,8	3,1	2,0	4,5	0,7
Japón		11,1	5,8	7,3	4,6	12,5	1,9
Reino Unido		5,6	2,9	5,6	3,5	6,1	0,9
Canadá		3,4	1,8	3,9	2,5	3,3	0,5
Otras economías avanzadas	14	14,3	7,5	27,0	17,2	15,5	2,3
<i>Partidas informativas</i>							
Principales economías avanzadas	7	75,5	39,5	54,8	34,9	72,4	10,8
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4	7,4	3,9	15,4	9,8	8,3	1,2
		Economías emergentes y en desarrollo	Mundo	Economías emergentes y en desarrollo	Mundo	Economías emergentes y en desarrollo	Mundo
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	<b>150</b>	<b>100,0</b>	<b>47,7</b>	<b>100,0</b>	<b>36,3</b>	<b>100,0</b>	<b>85,0</b>
<b>Por regiones</b>							
África subsahariana	44	5,1	2,4	5,4	2,0	13,8	11,7
Excluidos Nigeria y Sudáfrica	42	2,5	1,2	2,8	1,0	10,2	8,7
América Latina y el Caribe	32	18,0	8,6	14,7	5,3	9,8	8,3
Brasil		6,2	2,9	3,4	1,2	3,3	2,8
México		4,4	2,1	4,6	1,7	1,9	1,6
Comunidad de Estados Independientes <sup>3</sup>	13	8,9	4,2	10,1	3,7	4,8	4,1
Rusia		6,3	3,0	6,7	2,4	2,4	2,1
Economías en desarrollo de Asia	27	50,4	24,0	43,6	15,8	61,5	52,3
China		28,6	13,6	26,0	9,4	23,1	19,7
India		11,3	5,4	4,8	1,7	21,0	17,8
Excluidos China e India	25	10,5	5,0	12,9	4,7	17,4	14,8
Europa central y oriental	14	7,2	3,4	9,4	3,4	3,0	2,6
Oriente Medio y Norte de África	20	10,4	5,0	16,8	6,1	7,1	6,0
<b>Por criterios analíticos</b>							
<b>Por fuentes de ingresos de exportación</b>							
Combustibles	27	17,9	8,5	26,6	9,6	11,4	9,7
Otros productos	123	82,1	39,1	73,4	26,6	88,6	75,3
Productos primarios	20	2,3	1,1	2,6	1,0	4,8	4,1
<b>Por fuentes de financiamiento externo</b>							
Economías deudoras netas	121	50,4	24,0	42,9	15,6	62,0	52,7
Financiamiento oficial	28	2,5	1,2	1,8	0,6	9,7	8,2
<b>Economías deudoras netas según el cumplimiento de la deuda</b>							
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2004–08							
Otras economías deudoras netas	44	4,9	2,4	4,4	1,6	9,6	8,1
<b>Otros grupos</b>	<b>77</b>	<b>45,5</b>	<b>21,7</b>	<b>38,5</b>	<b>14,0</b>	<b>52,4</b>	<b>44,5</b>
Países pobres muy endeudados	39	2,4	1,2	1,9	0,7	10,7	9,1

<sup>1</sup>Las participaciones en el PIB se basan en la valoración del PIB de los distintos países con base en la paridad del poder adquisitivo (PPA). Los datos agregados corresponden a los países de cada grupo sobre los que se dispone de datos.

<sup>2</sup>Los datos de la zona del euro no incluyen a Estonia, pero los datos agregados de las economías avanzadas sí lo incluyen.

<sup>3</sup>Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.



## Cuadro B. Economías avanzadas por subgrupos

Principales zonas monetarias		
Estados Unidos		
Zona del euro		
Japón		
Zona del euro <sup>1</sup>		
Alemania	Finlandia	Malta
Austria	Francia	Países Bajos
Bélgica	Grecia	Portugal
Chipre	Irlanda	República Eslovaca
Eslovenia	Italia	
España	Luxemburgo	
Economías asiáticas recientemente industrializadas		
Corea	Singapur	
Hong Kong, RAE de <sup>2</sup>	Taiwan, provincia china de	
Principales economías avanzadas		
Alemania	Francia	Reino Unido
Canadá	Italia	
Estados Unidos	Japón	
Otras economías avanzadas		
Australia	Islandia	Singapur
Corea	Israel	Suecia
Dinamarca	Noruega	Suiza
Estonia	Nueva Zelandia	Taiwan, provincia china de
Hong Kong, RAE de <sup>2</sup>	República Checa	

<sup>1</sup>Las cifras de Estonia no se incluyen en los agregados de datos de la zona del euro debido a que la base de datos no se ha convertido aún a euros.

<sup>2</sup>El 1 de julio de 1997, la República Popular China recuperó su soberanía sobre Hong Kong, que se convirtió en una Región Administrativa Especial de China.

## Cuadro C. Unión Europea

Alemania	Finlandia	Malta
Austria	Francia	Países Bajos
Bélgica	Grecia	Polonia
Bulgaria	Hungría	Portugal
Chipre	Irlanda	Reino Unido
Dinamarca	Italia	República Checa
Eslovenia	Letonia	República Eslovaca
España	Lituania	Rumania
Estonia	Luxemburgo	Suecia



**Cuadro D. Economías emergentes y en desarrollo por regiones y fuentes principales de ingresos de exportación**

	Combustibles	Otros productos primarios
<b>África subsahariana</b>		
	Angola	Burkina Faso
	Chad	Burundi
	Congo, República del	Congo, República Democrática del
	Gabón	Guinea
	Guinea Ecuatorial	Guinea-Bissau
	Nigeria	Malawi
		Malí
		Mozambique
		Sierra Leona
		Zambia
		Zimbabwe
<b>América Latina y el Caribe</b>		
	Ecuador	Chile
	Trinidad y Tabago	Guyana
	Venezuela, República Bolivariana de	Perú
		Suriname
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>1</sup></b>		
	Azerbaiyán	Mongolia
	Kazajstán	Uzbekistán
	Rusia	
	Turkmenistán	
<b>Economías en desarrollo de Asia</b>		
	Brunei Darussalam	Islas Salomón
	Timor-Leste	Papua Nueva Guinea
<b>Oriente Medio y Norte de África</b>		
	Arabia Saudita	Mauritania
	Argelia	
	Bahrein	
	Emiratos Árabes Unidos	
	Irán, República Islámica del	
	Iraq	
	Kuwait	
	Libia	
	Omán	
	Qatar	
	Sudán	
	Yemen, República del	

<sup>1</sup>Mongolia, que no es Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

**Cuadro E. Economías emergentes y en desarrollo por regiones, posición externa neta y clasificación de países pobres muy endeudados**

	Posición externa neta		Países pobres muy endeudados <sup>2</sup>		Posición externa neta		Países pobres muy endeudados <sup>2</sup>
	Acreedor neto	Deudor neto <sup>1</sup>			Acreedor neto	Deudor neto <sup>1</sup>	
<b>África subsahariana</b>				Togo		•	•
Angola	*			Uganda		*	•
Benin		*	•	Zambia		*	•
Botswana	*			Zimbabwe		•	
Burkina Faso		•	•	<b>América Latina y el Caribe</b>			
Burundi		•	•	Antigua y Barbuda	*	*	
Camerún		*	•	Argentina	*	*	
Cabo Verde		*		Bahamas, Las	*	*	
Chad		*	*	Barbados	*	*	
Comoras		•	*	Belice	*	*	
Congo, República del		•	•	Bolivia *	*		•
Congo, República Democrática del		•	•	Brasil		*	
Côte d'Ivoire		*	*	Chile		*	
Eritrea		•	*	Colombia		*	
Etiopía		•	•	Costa Rica		*	
Gabón	*			Dominica		*	
Gambia		•	•	Ecuador		•	
Ghana		•	•	El Salvador		*	
Guinea		*	*	Granada		*	
Guinea-Bissau		*	•	Guatemala		*	
Guinea Ecuatorial		*		Guyana		•	•
Kenya		*		Haití		•	•
Lesotho		*		Honduras		*	•
Liberia		*	•	Jamaica		*	
Madagascar		•	•	México		*	
Malawi		*	•	Nicaragua		*	•
Mali		•	•	Panamá		*	
Mauricio		*		Paraguay		*	
Mozambique		*	•	Perú		*	
Namibia	*			República Dominicana		*	
Níger		*	•	Saint Kitts y Nevis		*	
Nigeria	*			San Vicente y las Granadinas		•	
República Centroafricana		•	•	Santa Lucía		*	
Rwanda		•	•	Suriname		•	
Santo Tomé y Príncipe		*	•	Trinidad y Tabago	*		
Senegal		*	•	Uruguay		*	
Seychelles		*		Venezuela	*		
Sierra Leona		*	•	<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>3</sup></b>			
Sudáfrica		*		Armenia		*	
Swazilandia		*		Azerbaiyán	*		
Tanzania		*	•	Belarús		*	
				Georgia		*	

	Posición externa neta		Países pobres muy endeudados <sup>2</sup>		Posición externa neta		Países pobres muy endeudados <sup>2</sup>
	Acreedor neto	Deudor neto <sup>1</sup>			Acreedor neto	Deudor neto <sup>1</sup>	
Kazajstán		*					
Moldova		*					
Mongolia		•					
República Kirguisa		•	*				
Rusia	*						
Tayikistán		*					
Turkmenistán	*						
Ucrania		*					
Uzbekistán	*						
<b>Economías en desarrollo de Asia</b>							
Afganistán, República Islámica del		•	•				
Bangladesh		•					
Bhután		*					
Brunei Darussalam	*						
Camboya		*					
China	*						
Fiji		*					
Filipinas		*					
India		*					
Indonesia	*						
Islas Salomón		*					
Kiribati	*						
Malasia	*						
Maldivas		*					
Myanmar		*					
Nepal		•					
Pakistán		*					
Papua Nueva Guinea	*						
República Democrática Popular Lao		*					
Samoa		•					
Sri Lanka		*					
Tailandia		*					
Timor-Leste	*						
Tonga		*					
Tuvalu		•					
Vanuatu		*					
Vietnam		*					
<b>Europa central y oriental</b>							
Albania		*					
Bosnia y Herzegovina		*					
Bulgaria		*					
Croacia		*					
Hungría		*					
Kosovo		*					
Letonia		*					
Lituania		*					
Macedonia, ex República Yugoslava de		*					
Montenegro		*					
Polonia		*					
Rumania		*					
Serbia		*					
Turquía		*					
<b>Oriente Medio y Norte de África</b>							
Arabia Saudita	*						
Argelia	*						
Bahrein	*						
Djibouti		*					
Egipto		*					
Emiratos Árabes Unidos	*						
Irán, República Islámica del	*						
Iraq	*						
Jordania		*					
Kuwait	*						
Líbano		*					
Libia	*						
Marruecos		*					
Mauritania		*	•				
Omán	*						
Qatar	*						
República Árabe Siria		•					
Sudán		*	*				
Túnez		*					
Yemen, República del		*					

<sup>1</sup>Un punto en lugar de una estrella indica que la principal fuente de financiamiento externo del deudor neto es el financiamiento oficial.

<sup>2</sup>Un punto en lugar de una estrella indica que el país ha alcanzado el punto de culminación.

<sup>3</sup>Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

## Recuadro A1. Supuestos de política económica en que se basan las proyecciones para algunas economías

### *Supuestos en materia de política fiscal*

Los supuestos sobre la política fiscal a corto plazo que se utilizan en *Perspectivas de la economía mundial* se basan en los presupuestos anunciados oficialmente, ajustados teniendo en cuenta las diferencias que pueda haber entre los supuestos macroeconómicos y los resultados fiscales proyectados por el personal técnico del FMI y por las autoridades nacionales. En las proyecciones fiscales a mediano plazo se toman en consideración las medidas de política económica cuya aplicación se considera probable. En los casos en que el personal técnico del FMI no cuenta con datos suficientes para evaluar las intenciones de las autoridades en cuanto al presupuesto y las perspectivas de que se apliquen las políticas, se supone que no hay variación alguna del saldo primario estructural, salvo indicación en contrario. A continuación se mencionan ciertos supuestos específicos que se emplean en el caso de algunas economías avanzadas (véanse también los cuadros B5, B6, B7 y B9 en la sección del apéndice estadístico publicada en Internet, donde figuran datos sobre el préstamo/endeudamiento fiscal neto y los saldos estructurales)<sup>7</sup>.

*Argentina.* Los pronósticos para 2011 se basan en los resultados presupuestarios de 2010 y los supuestos del personal técnico del FMI. Para los años siguientes, el personal técnico del FMI supone que no habrá modificaciones en las políticas.

<sup>7</sup>La brecha de producción se calcula restando el producto potencial del producto efectivo y se expresa como porcentaje del producto potencial. Los saldos estructurales se expresan como porcentaje del producto potencial. El saldo estructural es el préstamo/endeudamiento neto efectivo que se observaría si el nivel del producto efectivo coincidiera con el del producto potencial. En consecuencia, las variaciones del saldo estructural incluyen los efectos de las medidas fiscales temporales, el impacto de las fluctuaciones de las tasas de interés y del costo del servicio de la deuda, así como otras fluctuaciones no cíclicas del préstamo/endeudamiento neto. Los cálculos del saldo estructural se basan en las estimaciones del PIB potencial y de las elasticidades del ingreso y el gasto efectuadas por el personal técnico del FMI (véase el anexo I de la edición de octubre de 1993 de *Perspectivas de la economía mundial*). La deuda neta se define como la deuda bruta menos los activos financieros del gobierno general, que incluyen los activos que constituyen tenencias del sistema de seguridad social. Las estimaciones de la brecha del producto y del saldo estructural están sujetas a gran incertidumbre.

*Alemania.* Las estimaciones para 2010 son preliminares y fueron elaboradas por la Oficina Federal de Estadísticas de Alemania. Las proyecciones del personal técnico del FMI para 2011 y años posteriores reflejan el plan presupuestario básico del gobierno federal adoptado por las autoridades, ajustadas para tener en cuenta las diferencias en el marco macroeconómico y los supuestos del personal técnico del FMI sobre la evolución fiscal de los gobiernos estatales y locales, el sistema de seguro social y los fondos especiales. La estimación de la deuda bruta a fines de 2010 incluye la transferencia de los pasivos de los bancos “tóxicos” al balance del gobierno.

*Arabia Saudita.* Dado que las autoridades adoptan un supuesto conservador para los precios del petróleo —el presupuesto de 2011 está basado en un precio de \$54 el barril—, los resultados fiscales suelen diferir significativamente del presupuesto. Las proyecciones del personal técnico del FMI sobre los ingresos petroleros se basan en los precios de referencia del petróleo según *Perspectivas de la economía mundial* que se descuentan en un 5% debido al contenido más alto de azufre del petróleo crudo de Arabia Saudita. En lo que se refiere a los ingresos no petroleros, se supone que los ingresos aduaneros aumentan en proporción con las importaciones, la renta de la inversión de acuerdo con la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR), y las comisiones y cargos en función del PIB no petrolero. Por el lado del gasto, se supone que los salarios suben por encima de la tasa natural de aumento debido a un incremento salarial de 15% distribuido a lo largo de 2008–10, y se proyecta que los bienes y servicios crecerán a tono con la inflación a mediano plazo. En 2010 y 2013, se conceden 13 meses de salario según el calendario lunar. Se prevé que los pagos de intereses disminuirán de acuerdo con la política de las autoridades de amortizar la deuda pública. Se proyecta que el gasto de capital en 2010 será un 32% mayor a lo presupuestado, de conformidad con el anuncio de las autoridades de mantener el gasto en \$400.000 millones a mediano plazo. Se proyecta que el ritmo de gasto disminuirá a mediano plazo, lo que imprimirá una orientación más restrictiva a la política fiscal.

*Australia.* Las proyecciones fiscales se basan en proyecciones del personal técnico del FMI y las

### Recuadro A1 (continuación)

perspectivas económicas y fiscales de mitad de año de 2010–11.

*Austria.* Las cifras históricas y las proyecciones de la deuda y del déficit del gobierno general aún no reflejan del todo las últimas revisiones efectuadas por la Oficina de Estadísticas de Austria en el contexto de la notificación fiscal a Eurostat.

*Bélgica.* Las estimaciones de 2010 son preliminares y fueron elaboradas por el Banco Nacional de Bélgica. Las proyecciones para 2011 y los años siguientes fueron elaboradas por el personal técnico del FMI y están basadas en el supuesto de que no habrá un cambio de política. Sin embargo, las proyecciones de 2011 incluyen algunas de las medidas planificadas para el presupuesto federal de 2011 que aún está en elaboración y las metas presupuestarias de 2011 para las regiones y las comunidades, y la administración de seguridad social. En el caso de los gobiernos locales, la ausencia de cambios en las políticas implica la continuación de su ciclo electoral.

*Brasil.* Los pronósticos para 2010 se basan en la ley presupuestaria y en supuestos del personal técnico del FMI. Para los años siguientes, el personal técnico del FMI supone que no habrá modificaciones en las políticas, con un nuevo aumento de la inversión pública acorde con las intenciones de las autoridades.

*Canadá.* Las proyecciones se basan en los pronósticos de referencia del último “Presupuesto para 2011: Un plan de baja tributación para el empleo y el crecimiento”. El personal técnico del FMI ajusta este pronóstico para tener en cuenta las diferencias en las proyecciones macroeconómicas. Las proyecciones del FMI también incorporan los datos más recientes dados a conocer por el Ministerio de Finanzas de Canadá (actualización de octubre de 2010 de las proyecciones económicas y fiscales) y la Oficina de Estadística de Canadá, incluidos los resultados presupuestarios federales, de las provincias y de los territorios hasta el final del cuarto trimestre de 2010.

*China.* Para 2010–11 se supone que el gobierno continuará y finalizará el programa de estímulo anunciado a finales de 2008 (aunque la falta de detalles publicados sobre este programa complica

el análisis del personal técnico del FMI). Concretamente, el personal técnico del FMI supone que no se retirará el estímulo en 2010 y, por lo tanto, no habrá un impulso fiscal significativo. El estímulo se retirará en 2011, lo que dará lugar a un impulso fiscal negativo equivalente a alrededor del 1% del PIB (lo que reflejará un aumento del ingreso y una reducción del gasto).

*Corea.* Las proyecciones fiscales se basan en el supuesto de que las políticas fiscales se aplicarán en 2011, conforme a lo anunciado por el gobierno. La proyección para 2010 está basada principalmente en los resultados actualizados en noviembre de 2010 y suponen que en los 11 primeros meses se recaudó y se utilizó alrededor de 92% del total de ingresos/gastos. En consecuencia, el impulso fiscal proyectado es de –3% del PIB en 2010. Las cifras de gasto de 2011 coinciden en líneas generales con el presupuesto del gobierno. Las proyecciones de ingresos se basan en los supuestos macroeconómicos del personal técnico del FMI, ajustados para tener en cuenta las medidas tributarias que forman parte del programa de estímulo multianual adoptado en 2009 y las medidas discrecionales para aumentar el gasto incluidas en el presupuesto de 2010. Las proyecciones a mediano plazo suponen que el gobierno continuará sus planes de consolidación y equilibrará el presupuesto (excluidos los fondos de seguridad social) para 2013.

*Dinamarca.* Las proyecciones para 2010–11 coinciden con las últimas estimaciones presupuestarias oficiales y las proyecciones económicas que les sirven de base, ajustadas de acuerdo con los supuestos macroeconómicos del personal técnico del FMI. Para 2012–16, las proyecciones llevan incorporados elementos críticos del plan fiscal a mediano plazo, que forma parte del programa de convergencia de 2009 presentado a la Unión Europea.

*España.* Las cifras para 2010 son los resultados estimados por las autoridades correspondientes al gobierno general para el año. Para 2011 y años posteriores, las proyecciones se basan en el presupuesto de 2011 y en el plan a mediano plazo de las autoridades, con ajustes para tener en cuenta las proyecciones macroeconómicas del personal técnico del FMI.

### Recuadro A1 (continuación)

*Estados Unidos.* Las proyecciones fiscales se basan en el proyecto de presupuesto del Presidente para el ejercicio 2012, ajustado en función de las políticas que, según la evaluación del personal técnico del FMI, tienen probabilidades de ser adoptadas por el Congreso. En comparación con el presupuesto del Presidente, el personal técnico del FMI supone que los recortes del gasto discrecional estarán más adelantados, que se prolongarán nuevamente las prestaciones de emergencia por desempleo y que se postergarán las medidas propuestas sobre recaudación de ingresos. Las estimaciones de los déficits fiscales elaboradas por el personal técnico del FMI también excluyen ciertas medidas aún no especificadas por las autoridades y están ajustadas para tener en cuenta el tratamiento contable diferente aplicado al respaldo al sector financiero. Las proyecciones resultantes se ajustan para reflejar las proyecciones de las principales variables financieras y macroeconómicas elaboradas por el personal técnico del FMI y se convierten sobre la base del gobierno general.

*Francia.* Las estimaciones sobre el gobierno general en 2010 son preliminares y se elaboraron a partir del presupuesto de 2011; en el caso del gobierno central, reflejan los resultados efectivos. Las proyecciones para 2011 y los años siguientes reflejan el presupuesto plurianual (2011–14) de las autoridades, y se ajustaron para tener en cuenta las diferencias en torno a los supuestos aplicados a las variables macroeconómicas y financieras y las proyecciones de ingreso.

*Grecia.* Las proyecciones fiscales y macroeconómicas para 2011 y a mediano plazo son compatibles con las políticas que el FMI acordó respaldar en el contexto del Acuerdo *Stand-By*. Las proyecciones fiscales se basan en el supuesto de que se implementará un fuerte ajuste fiscal concentrado al principio del programa, que ya se puso en marcha en 2010 y que estará seguido de nuevas medidas en 2011–13. Se prevé que el crecimiento tocará fondo a finales de 2010 y que después repuntará de manera gradual, alcanzando un nivel positivo en 2012. Los datos incluyen revisiones de los datos fiscales del período 2006–09, que corrigen una serie de defectos en las estadísticas anteriores. Primero, siguiendo las pautas de Eurostat, se

han reclasificado como parte del sector gobierno general las empresas controladas por el gobierno cuyas ventas saldan menos del 50% de los costos de producción. Se vieron afectadas un total de 17 entidades, entre ellas varias entidades grandes en situación de pérdida. La deuda de esas entidades (7¼% del PIB) ahora se incluye en los datos del nivel general de deuda del gobierno general, y sus pérdidas anuales incrementan el déficit anual (en la medida en que sus garantías activadas no estaban reflejadas en los datos previos sobre el déficit). Segundo, las revisiones reflejan mejor la información sobre los pagos en mora (reembolsos impositivos, pagos en una sola suma a funcionarios públicos que se jubilan y pagos a proveedores de servicios de atención de la salud) y los saldos revisados de la seguridad social que reflejan correcciones por pagos de intereses imputados, conteo doble de ingresos y otras imprecisiones. Por último, los datos nuevos sobre los *swaps* también explican en parte la revisión al alza de los datos sobre la deuda.

*Hungría.* Las proyecciones fiscales incluyen los supuestos del personal técnico del FMI sobre el marco macroeconómico y el impacto de las medidas legislativas actuales y de los planes de política fiscal anunciados hasta fines de diciembre de 2010.

*India.* Los datos históricos se basan en los datos sobre la ejecución presupuestaria. Las proyecciones se basan en la información publicada sobre los planes fiscales de las autoridades, con ajustes en función de los supuestos del personal técnico del FMI. Los datos subnacionales se incluyen con un rezago de hasta dos años; por lo tanto, los datos sobre el gobierno general se completan mucho después de los correspondientes al gobierno central. La presentación del FMI difiere de los datos sobre las cuentas nacionales de India, especialmente en lo que respecta al producto de ventas y subastas de licencias, el registro neto o bruto de los ingresos en ciertas categorías de menor importancia, y algunos préstamos en el sector público.

*Indonesia.* El déficit de 2010 fue inferior al esperado (0,6% del PIB) debido al menor nivel de gasto, sobre todo en inversión pública. El déficit de 2011 está estimado en 1,5% del PIB y es inferior al presupuesto estimado de 1,8% del PIB. Aunque el alza



### Recuadro A1 (continuación)

de los precios del petróleo tendrá un impacto presupuestario negativo si no se reforman los subsidios a los combustibles, este efecto probablemente quedará compensado por el menor nivel de gasto, sobre todo en inversión pública, dados los significativos aumentos presupuestados. Las proyecciones fiscales para 2012–16 giran en torno a las principales reformas de política necesarias para respaldar el crecimiento económico; a saber, medidas encaminadas a mejorar la ejecución del presupuesto para lograr una política fiscal eficaz, reducción de los subsidios energéticos a través de aumentos administrativos graduales de los precios, y esfuerzos ininterrumpidos de movilización del ingreso para ampliar el espacio dedicado al desarrollo de la infraestructura.

*Irlanda.* Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de 2011 y el ajuste a mediano plazo contemplado en el programa de la UE y del FMI de diciembre de 2010. Eso incluye €15.000 millones en medidas de consolidación en 2011–14, y €6.000 millones en ahorros programados para 2011. Las proyecciones están ajustadas para tener en cuenta las diferencias entre las proyecciones macroeconómicas del personal técnico del FMI y las de las autoridades irlandesas. El nuevo gobierno que entró en funciones a comienzos de marzo de 2011 también ha anunciado su compromiso con el programa fiscal de 2011–12 y con la profundización de la consolidación a mediano plazo.

*Italia.* Las proyecciones fiscales incluyen el impacto de la ley presupuestaria de 2010 y las medidas de ajuste fiscal para 2011–13 aprobadas por el gobierno en mayo de 2010 y modificadas durante la aprobación parlamentaria en junio–julio de 2010. Las estimaciones para 2010 son los datos preliminares sobre los resultados elaborados por el Instituto Nacional de Estadísticas de Italia (Istat). Las proyecciones del personal técnico del FMI se basan en las estimaciones de las autoridades con respecto al escenario de política económica, incluido el programa de consolidación fiscal a mediano plazo mencionado anteriormente, ajustadas principalmente para tener en cuenta las diferencias en los supuestos macroeconómicos y los supuestos menos optimistas con respecto al impacto de las medidas de administración del ingreso público (para combatir la evasión

de impuestos). Después de 2013, se presume un saldo primario estructural (excluidas las partidas extraordinarias) constante en términos generales.

*Japón.* Las proyecciones para 2011 suponen las medidas fiscales ya anunciadas por el gobierno y el gasto en reconstrucción de alrededor de 1% del PIB. Las proyecciones a mediano plazo también suponen que los gastos y los ingresos del gobierno general se ajustan de acuerdo con las tendencias económicas y demográficas subyacentes (excluido el estímulo fiscal).

*México.* Las proyecciones fiscales se basan en lo siguiente: 1) las proyecciones macroeconómicas del personal técnico del FMI, 2) la regla modificada de presupuesto equilibrado en virtud de la Ley de Responsabilidad Fiscal del Gobierno Federal, incluido el uso de la cláusula excepcional, y 3) las proyecciones de las autoridades sobre el gasto, incluidas las pensiones y la atención de la salud, y sobre la restricción salarial. Para 2010–11, las proyecciones toman en cuenta la desviación con respecto a la meta del equilibrio presupuestario en el marco de la cláusula excepcional del marco fiscal, que permite un pequeño déficit que refleja un deterioro cíclico de los ingresos.

*Nueva Zelandia.* Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de 2010 presentado por las autoridades y en estimaciones del personal técnico del FMI. A partir del ejercicio fiscal 2006/07 las cuentas fiscales de Nueva Zelandia se basan en los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados y no se dispone de datos históricos comparables.

*Países Bajos.* Las proyecciones para el período 2010–15 se basan en las proyecciones presupuestarias de la Dirección de Análisis de Política Económica, después de realizar ajustes para tener en cuenta las diferencias en los supuestos macroeconómicos. Para 2016, las proyecciones suponen que la consolidación fiscal continuará al mismo ritmo que en 2015.

*Portugal.* Los datos de 2010 son preliminares. Para 2011 y años posteriores, el personal técnico del FMI incorpora todas las medidas fiscales aprobadas (es decir, excluye las medidas propuestas en marzo de 2011, que fueron rechazadas por el Parlamento). Las cifras fiscales incorporan también

### Recuadro A1 (conclusión)

el impacto de las proyecciones macroeconómicas del personal técnico del FMI.

*Región Administrativa Especial de Hong Kong.* Las proyecciones se basan en las proyecciones fiscales a mediano plazo de las autoridades.

*Reino Unido.* Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de 2011 anunciado por las autoridades en marzo de 2011 y las perspectivas económicas y fiscales de la Oficina de Responsabilidad Presupuestaria publicadas junto con el presupuesto. Estas proyecciones incluyen los planes anunciados de consolidación a mediano plazo a partir de 2011. Las proyecciones fiscales se ajustan para tener en cuenta las diferencias en las proyecciones de las variables macroeconómicas y financieras.

*Rusia.* Las proyecciones para 2011–13 se basan en el déficit no petrolero en porcentaje del PIB implícito en el proyecto de presupuesto a mediano plazo y las proyecciones del personal técnico del FMI sobre el ingreso. El personal técnico del FMI supone que el saldo no petrolero del gobierno federal en porcentaje del PIB no variará en el período 2013–16.

*Singapur.* Para el ejercicio 2011/12, las proyecciones se basan en las cifras presupuestarias. Para el resto del período de proyección, el personal técnico del FMI supone que no habrá modificaciones en las políticas.

*Sudáfrica.* Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto de 2011 y las intenciones de política de las autoridades establecidas en la revisión presupuestaria, publicadas el 23 de febrero de 2011.

*Suecia.* Las proyecciones fiscales para 2010 coinciden con las de las autoridades. El impacto de la evolución cíclica en las cuentas fiscales se calcula

utilizando la semielasticidad más reciente de la OCDE.

*Suiza.* Las proyecciones correspondientes a 2009–15 se basan en los cálculos del personal técnico del FMI, que incluyen medidas para restablecer el equilibrio en las cuentas federales y fortalecer las finanzas de la seguridad social.

*Turquía.* Las proyecciones fiscales se basan en el supuesto de que las autoridades cumplirán las metas de equilibrio presupuestario establecidas en el programa a mediano plazo de 2011–2013.

#### *Supuestos en materia de política monetaria*

Los supuestos en materia de política monetaria se basan en el marco de la política económica de cada país. En la mayoría de los casos, ello implica una orientación no acomodaticia con respecto al ciclo económico: las tasas de interés oficiales suben cuando los indicadores económicos muestran que la inflación prevista se elevará por encima de la tasa o banda de valores aceptables, y bajan cuando, según los indicadores, la inflación prevista no excederá de la tasa o banda de valores aceptables, el crecimiento del producto previsto es inferior a la tasa de crecimiento potencial y el margen de capacidad ociosa de la economía es considerable. A partir de esta base, se supone que la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) para los depósitos en dólares de EE.UU. a seis meses alcanzará un promedio de 0,6% en 2011 y 0,9% en 2012 (véase el cuadro 1.1). Se supone que la tasa de interés de los depósitos en euros a tres meses se situará en promedio en 1,7% en 2011 y 2,6% en 2012. Para la tasa de los depósitos en yenes a seis meses se supone un promedio de 0,6% en 2011 y 0,3% en 2012.

## Lista de cuadros

### Producto

A1. Resumen del producto mundial	203
A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total	204
A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real	205
A4. Economías emergentes y en desarrollo: PIB real	207

### Inflación

A5. Resumen de la inflación	211
A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor	212
A7. Economías emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor	213

### Política fiscal

A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general	217
---	-----

### Comercio exterior

A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial	218
---	-----

### Transacciones en cuenta corriente

A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente	220
A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente	221
A12. Economías emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente	222

### Balanza de pagos y financiamiento externo

A13. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos financieros netos	226
A14. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos financieros privados	227
A15. Economías emergentes y en desarrollo: Reservas	228

### Flujo de fondos

A16. Resumen del origen y destino del ahorro mundial	230
--	-----

### Escenario de referencia a mediano plazo

A17. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo	234
--	-----



**Cuadro A1. Resumen del producto mundial<sup>1</sup>***(Variación porcentual anual)*

	Promedio										Proyecciones		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016	
<b>Mundo</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>2,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	
Estados Unidos	3,4	2,5	3,6	3,1	2,7	1,9	0,0	-2,6	2,8	2,8	2,9	2,7	
Zona del euro <sup>2</sup>	2,1	0,8	2,2	1,7	3,1	2,9	0,4	-4,1	1,7	1,6	1,8	1,7	
Japón	0,8	1,4	2,7	1,9	2,0	2,4	-1,2	-6,3	3,9	1,4	2,1	1,2	
Otras economías avanzadas <sup>3</sup>	3,8	2,6	4,1	3,4	3,9	4,0	1,1	-2,3	4,3	3,2	3,3	3,1	
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	<b>4,1</b>	<b>6,2</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,8</b>	<b>6,1</b>	<b>2,7</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>	
<b>Por regiones</b>													
África subsahariana	3,7	4,9	7,1	6,2	6,4	7,2	5,6	2,8	5,0	5,5	5,9	5,4	
América Latina y el Caribe	2,7	2,1	6,0	4,7	5,6	5,7	4,3	-1,7	6,1	4,7	4,2	3,9	
Comunidad de Estados Independientes <sup>4</sup>	-1,2	7,7	8,1	6,7	8,9	9,0	5,3	-6,4	4,6	5,0	4,7	4,3	
Economías en desarrollo de Asia	7,1	8,1	8,6	9,5	10,4	11,4	7,7	7,2	9,5	8,4	8,4	8,6	
Europa central y oriental	3,3	4,8	7,3	5,9	6,4	5,5	3,2	-3,6	4,2	3,7	4,0	3,9	
Oriente Medio y Norte de África	3,3	7,3	6,0	5,4	5,8	6,2	5,1	1,8	3,8	4,1	4,2	5,1	
<i>Partida informativa</i>													
Unión Europea	2,4	1,5	2,6	2,2	3,5	3,2	0,7	-4,1	1,8	1,8	2,1	2,1	
<b>Por criterios analíticos</b>													
<b>Por fuentes de ingresos de exportación</b>													
Combustibles	1,3	7,2	7,9	6,7	7,5	7,7	5,2	-1,9	3,8	4,9	4,4	4,4	
Otros productos	4,9	6,0	7,4	7,4	8,4	9,1	6,3	3,8	8,0	6,9	6,9	7,2	
Productos primarios	3,9	4,1	5,5	6,1	6,2	6,6	6,6	1,5	7,0	6,7	5,7	5,6	
<b>Por fuentes de financiamiento externo</b>													
Economías deudoras netas	3,5	4,5	6,6	5,9	6,7	6,8	4,6	0,9	6,8	5,3	5,3	5,6	
Financiamiento oficial	3,5	3,3	6,3	6,4	5,9	5,8	6,3	5,2	5,1	6,2	5,9	6,1	
<b>Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda</b>													
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda de 2005–09	2,4	6,1	7,5	7,8	7,7	7,7	6,1	2,2	6,5	5,3	5,0	4,9	
<i>Partidas informativas</i>													
<b>Mediana de la tasa de crecimiento</b>													
Economías avanzadas	3,2	2,2	4,0	3,1	3,8	4,1	0,9	-3,5	2,4	2,4	2,4	2,5	
Economías emergentes y en desarrollo	3,8	4,7	5,4	5,4	5,6	6,3	5,1	1,8	4,3	4,6	4,7	4,7	
<b>Producto per cápita</b>													
Economías avanzadas	2,1	1,2	2,4	2,0	2,3	2,0	-0,5	-4,0	2,4	1,7	2,0	1,8	
Economías emergentes y en desarrollo	2,8	5,0	6,4	6,1	7,1	7,6	4,9	1,6	6,3	5,5	5,5	5,8	
<b>Crecimiento mundial con base en los tipos de cambio del mercado</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>1,6</b>	<b>-2,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	
<b>Valor del producto mundial en miles de millones de dólares de EE.UU.</b>													
A tipos de cambio del mercado	30.111	37.416	42.119	45.562	49.349	55.702	61.268	57.920	62.909	68.652	72.486	90.452	
En paridades del poder adquisitivo	37.220	48.797	52.655	56.729	61.583	66.715	70.038	70.124	74.265	78.291	82.913	105.546	

<sup>1</sup> PIB real.<sup>2</sup> Excluido Estonia.<sup>3</sup> En este cuadro "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón, e incluido Estonia.<sup>4</sup> Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

**Cuadro A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total<sup>1</sup>**

(Variación porcentual anual)

	Promedio										Proyecciones			Cuarto trimestre <sup>2</sup>		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016	2010:T4	Proyecciones		
														2011:T4	2012:T4	
<b>PIB real</b>																
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	
Estados Unidos	3,4	2,5	3,6	3,1	2,7	1,9	0,0	-2,6	2,8	2,8	2,9	2,7	2,7	3,0	2,7	
Zona del euro <sup>3</sup>	2,1	0,8	2,2	1,7	3,1	2,9	0,4	-4,1	1,7	1,6	1,8	1,7	2,0	1,5	2,1	
Alemania	1,5	-0,2	0,7	0,9	3,6	2,8	0,7	-4,7	3,5	2,5	2,1	1,3	4,0	1,9	2,5	
Francia	2,0	1,1	2,3	2,0	2,4	2,3	0,1	-2,5	1,5	1,6	1,8	2,1	1,5	1,7	2,0	
Italia	1,6	0,0	1,5	0,7	2,0	1,5	-1,3	-5,2	1,3	1,1	1,3	1,4	1,5	1,3	1,2	
España	3,2	3,1	3,3	3,6	4,0	3,6	0,9	-3,7	-0,1	0,8	1,6	1,7	0,6	1,1	1,9	
Países Bajos	2,9	0,3	2,2	2,0	3,4	3,9	1,9	-3,9	1,7	1,5	1,5	1,8	2,1	0,6	2,8	
Bélgica	2,3	0,8	3,1	2,0	2,7	2,8	0,8	-2,7	2,0	1,7	1,9	1,9	1,6	1,9	2,1	
Austria	2,2	0,8	2,5	2,5	3,6	3,7	2,2	-3,9	2,0	2,4	2,3	1,8	3,1	1,3	3,1	
Grecia	2,7	5,9	4,4	2,3	5,2	4,3	1,0	-2,0	-4,5	-3,0	1,1	2,9	-6,6	-0,6	1,6	
Portugal	2,7	-0,9	1,6	0,8	1,4	2,4	0,0	-2,5	1,4	-1,5	-0,5	1,2	1,2	-2,0	0,3	
Finlandia	3,5	2,0	4,1	2,9	4,4	5,3	0,9	-8,2	3,1	3,1	2,5	2,0	5,0	1,4	3,5	
Irlanda	7,7	4,4	4,6	6,0	5,3	5,6	-3,5	-7,6	-1,0	0,5	1,9	3,4	-0,6	2,6	1,9	
República Eslovaca	...	4,8	5,1	6,7	8,5	10,5	5,8	-4,8	4,0	3,8	4,2	4,2	3,4	3,9	4,2	
Eslovenia	4,1	2,8	4,3	4,5	5,9	6,9	3,7	-8,1	1,2	2,0	2,4	1,9	1,9	3,9	2,2	
Luxemburgo	4,7	1,5	4,4	5,4	5,0	6,6	1,4	-3,7	3,4	3,0	3,1	3,1	3,2	2,7	3,7	
Estonia	...	7,6	7,2	9,4	10,6	6,9	-5,1	-13,9	3,1	3,3	3,7	3,6	6,8	1,7	4,8	
Chipre	4,1	1,9	4,2	3,9	4,1	5,1	3,6	-1,7	1,0	1,7	2,2	2,7	2,6	1,7	2,2	
Malta	...	-0,3	1,1	4,7	2,1	4,4	5,3	-3,4	3,6	2,5	2,2	2,4	4,0	5,1	2,0	
Japón	0,8	1,4	2,7	1,9	2,0	2,4	-1,2	-6,3	3,9	1,4	2,1	1,2	2,5	2,5	1,3	
Reino Unido	3,1	2,8	3,0	2,2	2,8	2,7	-0,1	-4,9	1,3	1,7	2,3	2,6	1,5	2,2	2,4	
Canadá	3,5	1,9	3,1	3,0	2,8	2,2	0,5	-2,5	3,1	2,8	2,6	1,9	3,2	2,8	2,5	
Corea	6,1	2,8	4,6	4,0	5,2	5,1	2,3	0,2	6,1	4,5	4,2	4,0	4,9	4,6	4,2	
Australia	4,0	3,3	3,8	3,1	2,6	4,6	2,6	1,3	2,7	3,0	3,5	3,0	2,7	3,5	3,2	
Taiwan, provincia china de	5,0	3,7	6,2	4,7	5,4	6,0	0,7	-1,9	10,8	5,4	5,2	4,9	5,6	8,3	3,7	
Suecia	2,6	2,3	4,2	3,2	4,3	3,3	-0,6	-5,3	5,5	3,8	3,5	3,4	7,2	1,8	5,7	
Suiza	1,3	-0,2	2,5	2,6	3,6	3,6	1,9	-1,9	2,6	2,4	1,8	1,8	3,2	1,8	1,8	
Hong Kong, RAE de	3,0	3,0	8,5	7,1	7,0	6,4	2,3	-2,7	6,8	5,4	4,2	4,3	6,0	5,7	2,9	
Singapur	6,1	4,6	9,2	7,4	8,7	8,8	1,5	-0,8	14,5	5,2	4,4	4,0	13,7	6,3	3,3	
República Checa	...	3,6	4,5	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,1	2,3	1,7	2,9	3,2	2,6	1,4	4,4	
Noruega	3,4	1,0	3,9	2,7	2,3	2,7	0,8	-1,4	0,4	2,9	2,5	2,1	1,5	2,7	2,5	
Israel	4,5	1,5	5,1	4,9	5,7	5,3	4,2	0,8	4,6	3,8	3,8	3,3	5,6	2,4	4,7	
Dinamarca	2,4	0,4	2,3	2,4	3,4	1,6	-1,1	-5,2	2,1	2,0	2,0	1,9	2,7	2,3	2,1	
Nueva Zelanda	3,8	4,2	4,5	3,3	1,0	2,8	-0,2	-2,1	1,5	0,9	4,1	2,4	0,8	2,0	4,4	
Islandia	3,3	2,4	7,7	7,5	4,6	6,0	1,4	-6,9	-3,5	2,3	2,9	3,0	0,0	3,3	2,3	
<i>Partidas informativas</i>																
Principales economías avanzadas	2,5	1,8	2,9	2,4	2,6	2,2	-0,2	-3,7	2,8	2,3	2,5	2,2	2,6	2,5	2,3	
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,4	3,2	5,9	4,8	5,8	5,9	1,8	-0,8	8,4	4,9	4,5	4,3	6,1	5,9	3,8	
<b>Demanda interna real total</b>																
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	
Estados Unidos	3,8	2,8	4,0	3,2	2,6	1,3	-1,1	-3,6	3,2	2,4	2,7	2,9	3,1	2,8	2,7	
Zona del euro <sup>3</sup>	...	1,4	1,9	1,9	2,9	2,6	0,4	-3,4	0,9	0,8	1,3	1,6	1,4	1,1	1,6	
Alemania	1,0	0,6	-0,1	0,0	2,4	1,3	1,2	-1,9	2,5	1,3	1,6	1,2	3,4	1,5	1,7	
Francia	1,9	1,8	3,1	2,8	2,7	3,3	0,4	-2,4	1,1	1,5	1,8	2,1	0,9	1,7	1,9	
Italia	1,3	0,8	1,3	0,9	2,0	1,3	-1,4	-3,9	1,6	1,4	0,9	1,2	2,3	0,9	1,3	
España	3,1	3,8	4,8	5,1	5,2	4,1	-0,6	-6,0	-1,1	-0,1	1,3	1,5	-0,6	1,1	1,4	
Japón	0,8	0,8	1,9	1,7	1,2	1,3	-1,4	-4,8	2,1	1,8	2,0	1,0	2,1	2,7	1,1	
Reino Unido	3,3	2,9	3,5	2,1	2,5	3,1	-0,7	-5,5	2,4	0,9	1,6	2,3	2,8	0,5	2,1	
Canadá	2,9	4,5	4,1	5,0	4,4	3,9	2,5	-2,6	5,2	2,8	2,5	1,8	4,1	3,1	2,5	
Otras economías avanzadas <sup>4</sup>	3,9	2,0	4,6	3,3	4,0	4,7	1,6	-2,9	5,7	4,1	3,8	3,8	4,9	4,0	4,5	
<i>Partidas informativas</i>																
Principales economías avanzadas	2,6	2,2	3,0	2,5	2,4	1,7	-0,6	-3,6	2,8	2,0	2,2	2,2	2,8	2,3	2,1	
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,7	0,8	4,8	2,9	4,2	4,3	1,7	-3,2	7,9	4,8	4,3	4,5	5,5	5,2	5,1	

<sup>1</sup>En los casos en que los países no se enumeran en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de sus economías.

<sup>2</sup>Con respecto al cuarto trimestre del año anterior.

<sup>3</sup>Excluido Estonia.

<sup>4</sup>En este cuadro "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón, e incluido Estonia.



**Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real***(Variación porcentual anual)*

	Promedios										Proyecciones	
	1993–2002	2003–12	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Gasto de consumo privado</b>												
<b>Economías avanzadas</b>	<b>3,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>
Estados Unidos	3,8	2,0	2,8	3,5	3,4	2,9	2,4	-0,3	-1,2	1,8	2,9	2,2
Zona del euro <sup>1</sup>	...	1,1	1,2	1,6	1,8	2,1	1,7	0,4	-1,1	0,8	1,1	1,3
Alemania	1,5	0,5	0,1	0,1	0,3	1,4	-0,2	0,7	-0,2	0,4	1,2	1,1
Francia	2,0	1,8	2,1	2,4	2,5	2,6	2,5	0,5	0,6	1,7	1,4	1,6
Italia	1,3	0,6	1,0	0,7	1,1	1,2	1,1	-0,8	-1,8	1,0	1,4	1,4
España	2,8	1,8	2,9	4,2	4,2	3,8	3,7	-0,6	-4,2	1,2	1,3	1,4
Japón	1,2	0,7	0,4	1,6	1,3	1,5	1,6	-0,7	-1,9	1,8	-0,2	1,6
Reino Unido	3,6	1,2	3,0	3,1	2,2	1,8	2,2	0,4	-3,2	0,6	0,4	1,5
Canadá	3,1	3,1	3,0	3,3	3,7	4,2	4,6	2,9	0,4	3,4	3,2	2,6
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	4,2	3,0	1,8	3,7	3,5	3,7	4,7	1,2	0,2	3,4	3,7	3,7
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	2,8	1,6	2,0	2,6	2,5	2,4	2,0	0,0	-1,2	1,6	1,9	1,9
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,5	3,1	0,6	3,0	3,9	3,8	4,7	1,0	0,5	4,2	4,6	4,4
<b>Consumo público</b>												
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,5</b>
Estados Unidos	1,7	0,8	2,2	1,4	0,6	1,0	1,3	2,5	1,9	1,0	-1,7	-2,0
Zona del euro <sup>1</sup>	...	1,5	1,7	1,6	1,6	2,2	2,2	2,4	2,4	0,7	-0,1	-0,1
Alemania	1,4	1,2	0,4	-0,7	0,4	1,0	1,6	2,3	2,9	2,3	1,1	0,6
Francia	1,3	1,5	2,0	2,2	1,2	1,3	1,5	1,6	2,8	1,4	0,5	0,5
Italia	0,5	0,8	1,9	2,2	1,9	0,5	0,9	0,5	1,0	-0,6	0,1	-0,3
España	3,1	3,2	4,8	6,3	5,5	4,6	5,5	5,8	3,2	-0,7	-1,1	-1,6
Japón	2,9	1,5	2,3	1,9	1,6	0,4	1,5	0,5	3,0	2,3	1,2	0,6
Reino Unido	1,6	1,3	3,4	3,0	2,0	1,4	1,3	1,6	1,0	0,8	-0,5	-1,3
Canadá	1,1	2,7	3,1	2,0	1,4	3,0	2,7	3,9	3,5	3,4	2,9	1,1
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	2,9	2,6	2,4	1,9	2,0	3,2	3,1	2,9	3,2	2,9	2,3	2,0
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	1,7	1,1	2,1	1,5	1,0	1,0	1,4	2,0	2,2	1,3	-0,4	-0,9
Economías asiáticas recientemente industrializadas	3,8	3,2	2,2	2,4	2,4	3,9	4,0	3,3	4,2	3,7	2,9	2,8
<b>Consumo público</b>												
<b>Economías avanzadas</b>	<b>3,4</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>2,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>-12,1</b>	<b>2,5</b>	<b>4,2</b>	<b>6,2</b>
Estados Unidos	5,6	1,2	3,1	6,2	5,3	2,5	-1,2	-4,5	-14,8	3,2	5,3	9,7
Zona del euro <sup>1</sup>	...	0,8	1,3	2,3	3,2	5,4	4,7	-0,8	-11,4	-0,7	1,9	3,0
Alemania	0,2	1,8	-0,3	-0,3	0,9	8,0	4,7	2,5	-10,1	6,0	4,2	3,7
Francia	2,1	1,6	2,2	3,3	4,4	4,5	6,0	0,5	-7,1	-1,6	1,5	2,6
Italia	1,9	-0,3	-1,2	2,3	0,8	2,9	1,7	-3,8	-11,9	2,5	2,6	2,6
España	4,4	0,0	5,9	5,1	7,0	7,2	4,5	-4,8	-16,0	-7,6	-2,7	4,0
Japón	-1,2	-0,3	-0,5	1,4	3,1	0,5	-1,2	-3,6	-11,7	-0,2	6,3	4,3
Reino Unido	4,5	1,4	1,1	5,1	2,4	6,4	7,8	-5,0	-15,4	3,0	3,9	6,4
Canadá	4,2	3,7	6,2	7,8	9,3	7,1	3,5	1,4	-11,7	8,3	3,2	3,3
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	4,3	3,7	2,8	6,2	4,7	5,8	6,7	-0,3	-5,9	7,2	5,5	5,5
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	3,3	1,1	1,8	4,4	4,2	3,4	1,0	-3,0	-13,0	2,8	4,7	6,8
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,1	3,3	1,9	6,2	2,2	3,9	4,6	-3,0	-3,9	11,4	5,8	5,2

**Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real (conclusión)**

	Promedios										Proyecciones	
	1993–2002	2003–12	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Demanda interna final</b>												
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>
Estados Unidos	3,8	1,7	2,8	3,6	3,3	2,5	1,5	-0,6	-3,1	1,8	2,5	2,6
Zona del euro <sup>1</sup>	...	1,1	1,3	1,8	2,1	2,8	2,4	0,6	-2,6	0,5	1,0	1,3
Alemania	1,2	0,9	0,1	-0,1	0,4	2,6	1,1	1,4	-1,8	1,9	1,9	1,6
Francia	1,9	1,7	2,1	2,5	2,6	2,7	3,0	0,7	-0,5	1,0	1,2	1,5
Italia	1,3	0,5	0,7	1,4	1,2	1,4	1,2	-1,2	-3,4	0,9	1,4	1,3
España	3,2	1,6	4,0	4,8	5,2	4,9	4,2	-0,7	-6,0	-1,2	-0,1	1,4
Japón	0,8	0,6	0,5	1,6	1,9	1,1	1,0	-1,1	-3,4	1,5	1,4	2,0
Reino Unido	3,3	1,2	2,8	3,4	2,2	2,5	2,9	-0,3	-4,3	1,0	0,8	1,6
Canadá	2,8	3,1	3,7	3,9	4,4	4,6	4,0	2,8	-1,8	4,4	3,1	2,4
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	3,9	3,1	2,1	3,9	3,4	4,0	4,9	1,2	-0,7	4,2	3,9	3,8
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	2,7	1,4	2,0	2,7	2,6	2,3	1,7	-0,3	-2,9	1,7	2,0	2,2
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,8	3,2	1,2	3,7	3,2	3,9	4,7	0,4	0,0	5,7	4,6	4,3
<b>Acumulación de existencias<sup>3</sup></b>												
<b>Economías avanzadas</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
Estados Unidos	0,0	0,0	0,1	0,4	-0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,7	1,4	-0,1	0,1
Zona del euro <sup>1</sup>	...	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,1	0,2	-0,2	-0,8	0,4	-0,2	0,0
Alemania	-0,2	0,0	0,5	0,0	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,5	-0,8	0,0
Francia	0,1	-0,1	-0,3	0,6	0,2	0,0	0,4	-0,3	-1,9	0,1	0,3	0,2
Italia	0,0	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,5	0,1	-0,2	-0,6	0,9	0,0	0,0
España	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Japón	0,0	0,0	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,3	-0,2	-1,5	0,6	0,3	0,0
Reino Unido	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,5	-1,2	1,4	0,3	0,0
Canadá	0,1	0,0	0,7	0,1	0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,9	0,8	-0,3	0,1
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	0,0	0,0	-0,1	0,6	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-2,0	1,3	0,3	0,1
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,1	0,1	0,0	-0,4	-0,8	1,0	0,0	0,1
Economías asiáticas recientemente industrializadas	-0,1	0,0	-0,2	0,8	-0,2	0,2	-0,3	1,0	-3,0	1,9	0,2	0,0
<b>Saldo de la balanza de pagos<sup>3</sup></b>												
<b>Economías avanzadas</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
Estados Unidos	-0,5	0,1	-0,5	-0,7	-0,3	-0,1	0,6	1,2	1,3	-0,4	0,3	0,0
Zona del euro <sup>1</sup>	...	0,1	-0,6	0,3	-0,2	0,2	0,3	0,1	-0,7	0,8	0,8	0,4
Alemania	0,5	0,4	-0,8	1,3	0,7	1,1	1,6	-0,1	-3,2	1,2	1,3	0,6
Francia	0,1	-0,4	-0,7	-0,8	-0,8	-0,3	-1,0	-0,3	-0,2	0,4	0,1	0,0
Italia	0,3	-0,2	-0,8	0,2	-0,3	0,0	0,2	0,1	-1,3	-0,5	-0,2	0,4
España	-0,1	0,0	-0,8	-1,7	-1,7	-1,4	-0,8	1,5	2,7	1,0	0,9	0,2
Japón	0,1	0,4	0,7	0,8	0,3	0,8	1,1	0,2	-1,5	1,8	-0,3	0,2
Reino Unido	-0,3	0,1	-0,1	-0,7	0,0	0,2	-0,5	0,7	0,9	-1,0	0,6	0,7
Canadá	0,6	-1,2	-2,3	-0,8	-1,6	-1,4	-1,5	-1,9	0,2	-2,2	-0,2	0,0
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	0,3	0,7	0,6	0,4	1,0	0,9	0,8	0,2	1,7	0,5	0,3	0,2
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	-0,2	0,1	-0,4	-0,2	-0,2	0,1	0,4	0,5	0,1	0,0	0,2	0,2
Economías asiáticas recientemente industrializadas	0,4	1,5	2,0	1,3	2,1	1,9	2,2	0,5	2,0	1,5	0,8	0,7

<sup>1</sup>Excluido Estonia.

<sup>2</sup>En este cuadro "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón, e incluido Estonia.

<sup>3</sup>Variaciones expresadas como porcentaje del PIB del periodo anterior.

**Cuadro A4. Economías emergentes y en desarrollo: PIB real<sup>1</sup>***(Variación porcentual anual)*

	Promedio									Proyecciones		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016
<b>África subsahariana</b>	<b>3,7</b>	<b>4,9</b>	<b>7,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>7,2</b>	<b>5,6</b>	<b>2,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>
Angola	3,5	3,3	11,2	20,6	19,5	23,9	13,8	2,4	1,6	7,8	10,5	5,8
Benin	4,9	4,0	3,0	2,9	3,8	4,6	5,0	2,7	2,5	3,4	4,3	5,0
Botswana	6,3	6,3	6,0	1,6	5,1	4,8	3,1	-3,7	8,6	6,0	6,6	3,4
Burkina Faso	5,5	7,8	4,5	8,7	5,5	3,6	5,2	3,2	5,8	5,5	5,6	6,5
Burundi	-1,7	-1,2	4,8	0,9	5,1	3,6	4,5	3,5	3,9	4,5	4,8	5,0
Camerún <sup>2</sup>	2,9	4,0	3,7	2,3	3,2	3,4	2,6	2,0	3,0	3,5	4,5	4,5
Cabo Verde	7,5	4,7	4,3	6,5	10,1	8,6	6,2	3,6	5,4	5,5	6,8	5,5
Chad	3,5	14,7	33,6	7,9	0,2	0,2	-0,4	0,3	5,1	4,1	6,0	2,7
Comoras	1,6	2,5	-0,2	4,2	1,2	0,5	1,0	1,8	2,1	2,4	3,5	4,0
Congo, República Democrática del	-3,6	5,8	6,6	7,8	5,6	6,3	6,2	2,8	7,2	6,5	6,0	6,1
Congo, República del	1,8	0,8	3,5	7,8	6,2	-1,6	5,6	7,5	9,1	7,8	4,7	5,5
Côte d'Ivoire	3,2	-1,7	1,6	1,9	0,7	1,6	2,3	3,8	2,6	-7,5	6,0	6,0
Eritrea	5,1	-2,7	1,5	2,6	-1,0	1,4	-9,8	3,9	2,2	7,9	6,1	1,9
Etiopía	5,6	-2,1	11,7	12,6	11,5	11,8	11,2	10,0	8,0	8,5	8,0	8,0
Gabón	1,6	2,5	1,4	3,0	1,2	5,6	2,3	-1,4	5,7	5,6	3,3	3,4
Gambia	3,8	6,9	7,0	0,3	3,4	6,0	6,3	6,7	5,7	5,5	5,5	5,5
Ghana	4,6	5,2	5,4	6,2	4,6	6,5	8,4	4,7	5,7	13,7	7,3	4,4
Guinea	4,4	1,2	2,3	3,0	2,5	1,8	4,9	-0,3	1,9	4,0	4,5	5,1
Guinea-Bissau	0,4	0,4	2,8	4,3	2,1	3,2	3,2	3,0	3,5	4,3	4,5	4,7
Guinea Ecuatorial	36,7	14,0	38,0	9,7	1,3	21,4	10,7	5,7	-0,8	7,2	4,0	-3,4
Kenya	2,2	2,8	4,6	6,0	6,3	7,0	1,6	2,6	5,0	5,7	6,5	6,6
Lesotho	3,5	4,7	2,3	2,4	4,7	4,5	4,7	3,0	2,4	3,1	4,1	5,0
Liberia	...	-31,3	2,6	5,3	7,8	9,4	7,1	4,6	5,1	5,9	9,8	5,0
Madagascar	1,5	9,8	5,3	4,6	5,0	6,2	7,1	-3,7	-2,0	0,6	4,7	5,1
Malawi	3,0	5,5	5,5	2,6	7,7	5,8	8,6	7,6	6,6	6,1	5,7	5,0
Mali	4,5	7,6	2,3	6,1	5,3	4,3	5,0	4,5	4,5	6,0	5,4	5,0
Mauricio	4,8	4,3	5,5	1,5	4,5	5,9	5,5	3,0	4,0	4,1	4,2	4,5
Mozambique	8,5	6,5	7,9	8,4	8,7	7,3	6,8	6,3	7,0	7,5	7,8	7,3
Namibia	3,0	4,3	12,3	2,5	7,1	5,4	4,3	-0,8	4,4	4,8	4,5	4,4
Níger	2,8	7,1	-0,8	8,4	5,8	3,3	9,3	-0,9	7,5	5,5	15,4	9,7
Nigeria	4,7	10,3	10,6	5,4	6,2	7,0	6,0	7,0	8,4	6,9	6,6	6,0
República Centroafricana	1,5	-7,1	1,0	2,4	3,8	3,7	2,0	1,7	3,3	4,1	5,0	5,7
Rwanda	2,2	2,2	7,4	9,4	9,2	5,5	11,2	4,1	6,5	6,5	7,0	6,5
Santo Tomé y Príncipe	2,7	5,4	6,6	5,7	6,7	6,0	5,8	4,0	4,5	5,0	6,0	5,6
Senegal	3,2	6,7	5,9	5,6	2,4	5,0	3,2	2,2	4,2	4,5	4,8	5,4
Seychelles	3,4	-5,9	-2,9	6,7	6,4	9,6	-1,3	0,7	6,2	4,0	4,7	4,6
Sierra Leona	-1,9	9,5	7,4	7,2	7,3	6,4	5,5	3,2	5,0	5,1	6,0	5,5
Sudáfrica	2,8	2,9	4,6	5,3	5,6	5,6	3,6	-1,7	2,8	3,5	3,8	4,5
Swazilandia	2,7	3,9	2,5	2,2	2,9	2,8	3,1	1,2	2,0	0,5	1,5	2,5
Tanzania	4,0	6,9	7,8	7,4	7,0	6,9	7,3	6,7	6,5	6,4	6,6	6,9
Togo	1,0	5,0	2,1	1,2	4,1	2,3	2,4	3,2	3,4	3,6	4,0	4,2
Uganda	7,2	6,5	6,8	6,3	10,8	8,4	8,7	7,2	5,2	6,0	6,5	7,0
Zambia	0,5	5,1	5,4	5,3	6,2	6,2	5,7	6,4	7,6	6,8	7,4	7,3
Zimbabwe <sup>3</sup>	...	-17,2	-6,9	-2,2	-3,5	-3,7	-17,7	6,0	9,0	7,3	5,7	4,7

**Cuadro A4. Economías emergentes y en desarrollo: PIB real (continuación)**

	Promedio										Proyecciones		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016	
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>6,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>4,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>6,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	
Antigua y Barbuda	3,4	4,3	5,4	5,0	12,9	6,5	1,8	-8,9	-4,1	3,1	2,5	4,6	
Argentina <sup>4</sup>	0,6	9,0	8,9	9,2	8,5	8,6	6,8	0,8	9,2	6,0	4,6	4,0	
Bahamas, Las	3,6	0,7	1,6	5,0	3,5	1,9	-1,7	-4,3	0,5	1,3	2,3	2,3	
Barbados	1,8	2,0	4,8	3,9	3,6	3,8	-0,2	-4,7	-0,5	2,0	2,5	3,5	
Belice	4,7	9,3	4,6	3,0	4,7	1,2	3,8	0,0	2,0	2,3	2,5	2,5	
Bolivia	3,5	2,7	4,2	4,4	4,8	4,6	6,1	3,4	4,2	4,5	4,5	4,5	
Brasil	2,9	1,1	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,6	7,5	4,5	4,1	4,2	
Chile	5,0	4,0	6,0	5,5	4,6	4,6	3,7	-1,7	5,3	5,9	4,9	4,3	
Colombia	2,5	3,9	5,3	4,7	6,7	6,9	3,5	1,5	4,3	4,6	4,5	4,5	
Costa Rica	4,5	6,4	4,3	5,9	8,8	7,9	2,7	-1,3	4,2	4,3	4,4	4,5	
Dominica	0,7	0,1	3,0	3,3	4,8	2,5	3,2	-0,3	1,0	1,6	2,5	3,0	
Ecuador	2,2	3,3	8,8	5,7	4,8	2,0	7,2	0,4	3,2	3,2	2,8	2,3	
El Salvador	3,9	2,3	1,9	3,3	4,2	4,3	2,4	-3,5	0,7	2,5	3,0	4,0	
Granada	3,9	7,1	-5,7	11,0	-2,3	4,9	2,2	-7,6	-1,4	1,0	2,8	4,0	
Guatemala	3,5	2,5	3,2	3,3	5,4	6,3	3,3	0,5	2,6	3,0	3,2	3,5	
Guyana	3,9	-0,7	1,6	-1,9	5,1	7,0	2,0	3,3	3,6	4,7	5,9	3,1	
Haití	0,3	0,4	-3,5	1,8	2,2	3,3	0,8	2,9	-5,1	8,6	8,8	5,7	
Honduras	3,0	4,5	6,2	6,1	6,6	6,2	4,1	-2,1	2,8	3,5	4,0	4,0	
Jamaica	0,6	3,5	1,4	1,1	3,0	1,4	-0,9	-3,0	-1,1	1,6	2,4	3,8	
México	2,7	1,4	4,0	3,2	5,2	3,2	1,5	-6,1	5,5	4,6	4,0	3,2	
Nicaragua	3,9	2,5	5,3	4,3	4,2	3,1	2,8	-1,5	4,5	3,5	3,7	4,0	
Panamá	4,0	4,2	7,5	7,2	8,5	12,1	10,1	3,2	7,5	7,4	7,2	5,0	
Paraguay	1,4	3,8	4,1	2,9	4,3	6,8	5,8	-3,8	15,3	5,6	4,5	4,0	
Perú	4,3	4,0	5,0	6,8	7,7	8,9	9,8	0,9	8,8	7,5	5,8	5,7	
República Dominicana	5,7	-0,3	1,3	9,3	10,7	8,5	5,3	3,5	7,8	5,5	5,5	6,0	
Saint Kitts y Nevis	4,0	-1,2	7,3	5,2	2,6	4,2	4,6	-9,6	-1,5	1,5	1,5	2,0	
San Vicente y las Granadinas	2,5	2,8	6,8	2,6	7,6	8,0	-0,6	-1,1	-2,3	2,5	2,5	4,0	
Santa Lucía	1,1	3,5	3,6	5,0	4,4	1,5	0,7	-3,6	0,8	4,2	3,9	3,1	
Suriname	1,1	6,3	8,5	4,5	3,8	5,1	4,7	3,1	4,4	5,0	5,0	5,4	
Trinidad y Tabago	5,6	14,4	7,9	6,2	13,2	4,8	2,4	-3,5	0,0	2,2	2,4	2,6	
Uruguay	0,7	2,3	4,6	6,8	4,3	7,3	8,6	2,6	8,5	5,0	4,2	4,0	
Venezuela	0,0	-7,8	18,3	10,3	9,9	8,2	4,8	-3,3	-1,9	1,8	1,6	1,8	
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>5,6</sup></b>	<b>-1,2</b>	<b>7,7</b>	<b>8,1</b>	<b>6,7</b>	<b>8,9</b>	<b>9,0</b>	<b>5,3</b>	<b>-6,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>	
Rusia	-0,9	7,3	7,2	6,4	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,0	4,8	4,5	4,0	
Excluido Rusia	-2,0	9,1	10,8	7,6	10,6	10,0	5,5	-3,1	6,0	5,5	5,1	5,1	
Armenia	4,4	14,0	10,5	13,9	13,2	13,7	6,9	-14,2	2,6	4,6	4,3	4,0	
Azerbaiyán	-1,4	10,5	10,2	26,4	34,5	25,0	10,8	9,3	5,0	2,8	2,5	2,8	
Belarús	0,8	7,0	11,4	9,4	10,0	8,6	10,2	0,2	7,6	6,8	4,8	4,5	
Georgia	...	11,1	5,9	9,6	9,4	12,3	2,4	-3,8	6,4	5,5	4,8	4,7	
Kazajistán	0,3	9,3	9,6	9,7	10,7	8,9	3,2	1,2	7,0	5,9	5,6	6,4	
Moldova	-3,8	6,6	7,4	7,5	4,8	3,0	7,8	-6,0	6,9	4,5	4,8	4,5	
Mongolia	2,7	7,0	10,6	7,3	18,8	10,2	8,9	-1,3	6,1	9,8	7,1	15,6	
República Kirguisa	-0,9	7,0	7,0	-0,2	3,1	8,5	7,6	2,9	-1,4	5,0	6,0	5,0	
Tayikistán	-1,7	10,2	10,6	6,7	7,0	7,8	7,9	3,9	6,5	5,8	5,0	5,0	
Turkmenistán	1,6	17,1	14,7	13,0	11,0	11,1	14,7	6,1	9,2	9,0	6,4	6,9	
Ucrania	-5,0	9,6	12,1	2,7	7,4	7,9	1,9	-14,8	4,2	4,5	4,9	4,0	
Uzbekistán	1,9	4,2	7,4	7,0	7,5	9,5	9,0	8,1	8,5	7,0	7,0	6,0	

Cuadro A4. Economías emergentes y en desarrollo: PIB real (continuación)

	Promedio									Proyecciones		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016
<b>Economías en desarrollo</b>												
<b>de Asia</b>	<b>7,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,6</b>	<b>9,5</b>	<b>10,4</b>	<b>11,4</b>	<b>7,7</b>	<b>7,2</b>	<b>9,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,4</b>	<b>8,6</b>
Afganistán, República Islámica del	...	8,4	1,1	11,2	5,6	13,7	3,6	20,9	8,2	8,0	7,5	9,6
Bangladesh	5,0	5,8	6,1	6,3	6,5	6,3	6,0	5,8	6,0	6,3	6,6	7,0
Bhután	6,2	4,0	8,0	7,0	6,4	20,1	3,0	8,7	6,7	6,5	6,0	17,4
Brunei Darussalam	2,1	2,9	0,5	0,4	4,4	0,2	-1,9	-1,8	4,1	3,1	2,6	3,4
Camboya	7,0	8,5	10,3	13,3	10,8	10,2	6,7	-2,0	6,0	6,5	6,5	6,7
China	9,8	10,0	10,1	11,3	12,7	14,2	9,6	9,2	10,3	9,6	9,5	9,5
Fiji	2,8	1,0	5,5	0,6	1,9	-0,5	-0,1	-3,0	0,1	1,3	1,2	2,6
Filipinas	3,7	4,9	6,4	5,0	5,3	7,1	3,7	1,1	7,3	5,0	5,0	5,0
India	5,8	6,9	8,1	9,2	9,7	9,9	6,2	6,8	10,4	8,2	7,8	8,1
Indonesia	3,4	4,8	5,0	5,7	5,5	6,3	6,0	4,6	6,1	6,2	6,5	7,0
Islas Salomón	-0,4	6,5	4,9	5,4	6,9	10,7	7,3	-1,3	5,6	5,8	5,9	5,8
Kiribati	4,4	2,3	2,2	3,9	1,9	0,4	-1,1	-0,7	1,8	3,0	3,5	2,0
Malasia	5,8	5,8	6,8	5,3	5,8	6,5	4,7	-1,7	7,2	5,5	5,2	5,0
Maldivas	7,1	14,0	12,4	-7,1	21,4	12,6	12,8	-4,8	8,0	6,0	5,0	3,5
Myanmar	8,6	13,8	13,6	13,6	13,1	12,0	3,6	5,1	5,3	5,5	5,5	5,7
Nepal	4,5	3,9	4,7	3,5	3,4	3,4	6,1	4,9	4,6	4,5	3,8	5,0
Pakistán	3,1	4,9	7,4	7,7	6,1	5,6	1,6	3,4	4,8	2,8	4,0	6,0
Papua Nueva Guinea	2,5	4,4	0,6	3,9	2,3	7,2	6,6	5,5	7,0	8,0	5,0	5,0
República Democrática Popular Lao	6,1	6,2	7,0	6,8	8,6	7,8	7,8	7,6	7,7	7,5	7,3	7,3
Samoa	4,2	3,8	4,2	7,0	2,2	2,1	5,1	-5,1	0,0	2,8	2,1	3,0
Sri Lanka	4,5	5,9	5,4	6,2	7,7	6,8	6,0	3,8	9,1	6,9	6,5	6,5
Tailandia	3,6	7,1	6,3	4,6	5,1	5,0	2,5	-2,3	7,8	4,0	4,5	5,0
Timor-Leste	...	0,1	4,2	6,2	-5,8	9,1	11,0	12,9	6,0	7,3	8,6	7,9
Tonga	1,9	1,8	0,0	-0,4	-0,4	0,9	1,3	-0,3	0,3	1,4	1,7	1,8
Tuvalu	...	-3,3	-1,5	-3,9	3,3	4,8	7,0	-1,7	0,2	0,0	0,6	1,8
Vanuatu	1,7	3,7	4,5	5,2	7,4	6,5	6,2	3,5	2,2	3,8	4,2	4,0
Vietnam	7,5	7,3	7,8	8,4	8,2	8,5	6,3	5,3	6,8	6,3	6,8	7,5
<b>Europa central y oriental<sup>5</sup></b>	<b>3,3</b>	<b>4,8</b>	<b>7,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,4</b>	<b>5,5</b>	<b>3,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>
Albania	6,7	5,8	5,7	5,8	5,4	5,9	7,7	3,3	3,5	3,4	3,6	4,5
Bosnia y Herzegovina	...	3,5	6,3	4,0	6,1	6,1	5,7	-3,1	0,8	2,2	4,0	5,0
Bulgaria	-1,2	5,5	6,7	6,4	6,5	6,4	6,2	-5,5	0,2	3,0	3,5	4,0
Croacia	2,9	5,0	4,2	4,2	4,7	5,5	2,4	-5,8	-1,4	1,3	1,8	3,0
Hungría	3,1	4,0	4,5	3,5	3,3	0,8	0,8	-6,7	1,2	2,8	2,8	3,2
Kosovo	...	5,4	2,6	3,8	3,4	6,3	6,9	2,9	4,0	5,5	5,2	4,5
Letonia	2,9	7,2	8,7	10,6	12,2	10,0	-4,2	-18,0	-0,3	3,3	4,0	4,0
Lituania	...	10,2	7,4	7,8	7,8	9,8	2,9	-14,7	1,3	4,6	3,8	3,6
Macedonia, ex República Yugoslava de	0,0	2,8	4,6	4,4	5,0	6,1	5,0	-0,9	0,7	3,0	3,7	4,0
Montenegro	...	2,5	4,4	4,2	8,6	10,7	6,9	-5,7	1,1	2,0	3,5	3,8
Polonia	4,6	3,9	5,3	3,6	6,2	6,8	5,1	1,7	3,8	3,8	3,6	3,9
Rumania	1,7	5,2	8,5	4,2	7,9	6,3	7,3	-7,1	-1,3	1,5	4,4	4,0
Serbia	...	2,4	8,3	5,6	5,2	6,9	5,5	-3,1	1,8	3,0	5,0	5,0
Turquía	3,0	5,3	9,4	8,4	6,9	4,7	0,7	-4,7	8,2	4,6	4,5	4,0

**Cuadro A4. Economías emergentes y en desarrollo: PIB real (conclusión)**

	Promedio									Proyecciones		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016
<b>Oriente Medio y Norte de África</b>	<b>3,3</b>	<b>7,3</b>	<b>6,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,8</b>	<b>6,2</b>	<b>5,1</b>	<b>1,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>
Arabia Saudita	1,4	7,7	5,3	5,6	3,2	2,0	4,2	0,6	3,7	7,5	3,0	4,9
Argelia	2,3	6,9	5,2	5,1	2,0	3,0	2,4	2,4	3,3	3,6	3,2	3,5
Bahrein	4,8	7,2	5,6	7,9	6,7	8,4	6,3	3,1	4,1	3,1	5,1	5,4
Djibouti	-0,8	3,2	3,0	3,2	4,8	5,1	5,8	5,0	4,5	4,8	5,7	5,8
Egipto	4,8	3,2	4,1	4,5	6,8	7,1	7,2	4,7	5,1	1,0	4,0	6,5
Emiratos Árabes Unidos	4,5	16,4	10,1	8,6	8,8	6,5	5,3	-3,2	3,2	3,3	3,8	4,2
Irán, República Islámica del	3,2	7,2	5,1	4,7	5,8	7,8	1,0	0,1	1,0	0,0	3,0	4,3
Iraq	...	...	...	-0,7	6,2	1,5	9,5	4,2	0,8	9,6	12,6	9,8
Jordania	4,3	4,2	8,6	8,1	7,9	8,5	7,6	2,3	3,1	3,3	3,9	5,5
Kuwait	4,8	17,4	11,2	10,4	5,3	4,5	5,0	-5,2	2,0	5,3	5,1	5,4
Líbano	4,0	3,2	7,5	1,0	0,6	7,5	9,3	8,5	7,5	2,5	5,0	4,0
Libia <sup>7</sup>	-1,6	13,0	4,4	10,3	6,7	7,5	2,3	-2,3	4,2	...	...	...
Mauritania	2,9	5,6	5,2	5,4	11,4	1,0	3,5	-1,2	4,7	5,2	5,8	5,5
Marruecos	3,2	6,3	4,8	3,0	7,8	2,7	5,6	4,9	3,2	3,9	4,6	5,0
Omán	3,8	0,3	3,4	4,0	5,5	6,7	12,9	1,1	4,2	4,4	4,1	4,4
Qatar	7,4	6,3	17,7	7,6	18,6	26,8	25,4	8,6	16,3	20,0	7,1	4,3
República Árabe Siria	3,4	-2,0	6,9	6,2	5,0	5,7	4,5	6,0	3,2	3,0	5,1	5,5
Sudán	5,5	7,1	5,1	6,3	11,3	10,2	6,8	6,0	5,1	4,7	5,6	5,9
Túnez	4,2	5,5	6,0	4,0	5,7	6,3	4,5	3,1	3,7	1,3	5,6	6,5
Yemen, República del	5,0	3,7	4,0	5,6	3,2	3,3	3,6	3,9	8,0	3,4	4,0	4,7

<sup>1</sup>Para muchos países, las cifras de los últimos años son estimaciones del personal técnico del FMI. Los datos de algunos países son los del ejercicio correspondiente.

<sup>2</sup>Las variaciones porcentuales se calculan a lo largo de un período de 18 meses en 2002, debido a la modificación del ciclo del ejercicio (de julio–junio a enero–diciembre).

<sup>3</sup>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.

<sup>4</sup>Los analistas privados también opinan que el crecimiento del PIB real fue significativamente inferior a lo indicado en las estimaciones oficiales en 2008 y 2009. Sin embargo, la diferencia entre las estimaciones privadas y oficiales del crecimiento del PIB real ha disminuido en 2010.

<sup>5</sup>Los datos de algunos países corresponden al producto material neto (PMN) real o son estimaciones basadas en el PMN. Para muchos países, las cifras de los últimos años son estimaciones del personal técnico del FMI. Los datos deben interpretarse solo como indicativos del orden de magnitud, ya que en general no se dispone de datos que sean fiables y comparables. Específicamente, el crecimiento de la producción de las nuevas empresas privadas de la economía informal no se refleja enteramente en las cifras más recientes.

<sup>6</sup>Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

<sup>7</sup>Se excluye a Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política.



**Cuadro A5. Resumen de la inflación***(Porcentaje)*

	Promedio										Proyecciones		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016	
<b>Deflatores del PIB</b>													
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	
Estados Unidos	1,9	2,2	2,8	3,3	3,3	2,9	2,2	0,9	1,0	1,1	1,4	1,8	
Zona del euro <sup>1</sup>	1,9	2,2	1,9	2,0	1,9	2,4	2,0	1,0	0,8	1,2	1,5	1,7	
Japón	-0,6	-1,6	-1,1	-1,2	-0,9	-0,7	-1,0	-0,4	-2,1	-1,4	-0,1	0,6	
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	2,4	2,1	2,4	1,9	2,2	2,7	2,9	0,8	2,3	3,4	2,0	2,0	
<b>Precios al consumidor</b>													
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>0,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	
Estados Unidos	2,5	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	2,2	1,6	2,0	
Zona del euro <sup>1,3</sup>	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,3	1,7	1,9	
Japón	0,2	-0,3	0,0	-0,3	0,3	0,0	1,4	-1,4	-0,7	0,2	0,2	1,0	
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	2,4	1,8	1,8	2,1	2,1	2,1	3,8	1,5	2,5	3,3	2,4	2,2	
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>													
	<b>28,6</b>	<b>6,7</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>5,6</b>	<b>6,5</b>	<b>9,2</b>	<b>5,2</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>	<b>5,3</b>	<b>3,8</b>	
<b>Por regiones</b>													
África subsahariana	22,9	10,8	7,6	8,9	6,9	6,9	11,7	10,5	7,5	7,8	7,3	5,7	
América Latina y el Caribe	39,3	10,4	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	6,0	6,0	6,7	6,0	5,1	
Comunidad de Estados Independientes <sup>4</sup>	108,2	12,3	10,4	12,1	9,5	9,7	15,6	11,2	7,2	9,6	8,1	6,0	
Economías en desarrollo de Asia	6,8	2,7	4,1	3,8	4,1	5,4	7,4	3,1	6,0	6,0	4,2	2,8	
Europa central y oriental	44,9	10,9	6,6	5,9	5,9	6,0	8,0	4,7	5,3	5,1	4,2	3,5	
Oriente Medio y Norte de África	8,9	5,5	6,5	6,4	7,5	10,0	13,4	6,5	6,9	10,0	7,3	4,8	
<i>Partida informativa</i>													
Unión Europea	4,9	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	3,7	0,9	2,0	2,7	1,9	2,0	
<b>Por criterios analíticos</b>													
<b>Por fuentes de ingresos de exportación</b>													
Combustibles	48,4	11,3	9,7	10,0	9,0	10,1	14,9	9,3	8,2	10,9	8,6	6,2	
Otros productos	23,6	5,6	5,0	4,9	4,7	5,6	7,9	4,3	5,8	6,0	4,6	3,3	
Productos primarios	27,0	5,0	3,8	5,2	5,2	5,1	9,1	5,2	4,0	5,3	5,2	3,9	
<b>Por fuentes de financiamiento externo</b>													
Economías deudoras netas	30,6	7,4	5,5	5,9	5,8	6,0	9,0	7,2	7,4	6,7	5,9	4,3	
Financiamiento oficial	21,1	8,5	6,3	7,6	7,5	7,8	12,9	9,3	6,5	7,7	6,7	5,2	
<b>Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda</b>													
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda 2005–09	24,1	12,0	7,9	8,1	8,7	8,2	11,4	6,5	8,0	8,6	8,1	6,8	
<i>Partida informativa</i>													
<b>Mediana de la tasa de inflación</b>													
Economías avanzadas	2,4	2,1	2,1	2,2	2,3	2,1	3,9	0,7	2,0	2,5	2,1	2,0	
Economías emergentes y en desarrollo	8,2	4,3	4,4	6,0	6,0	6,3	10,3	3,7	4,5	6,0	5,4	4,0	

<sup>1</sup>Excluido Estonia.<sup>2</sup>En este cuadro, "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón, e incluido Estonia.<sup>3</sup>Basados en el Índice de Precios de Consumo Armonizado de Eurostat.<sup>4</sup>Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

### Cuadro A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor

(Variación porcentual anual)

	Promedio										Proyecciones			Fin del período <sup>1</sup>		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016	2010	Proyecciones		
														2011	2012	
<b>Precios al consumidor</b>																
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>3,4</b>	<b>0,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	
Estados Unidos	2,5	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	2,2	1,6	2,0	1,4	2,1	1,4	
Zona del euro <sup>2,3</sup>	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,3	1,7	1,9	2,2	2,1	1,7	
Alemania	1,7	1,0	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,2	1,2	2,2	1,5	2,0	1,9	2,2	1,5	
Francia	1,6	2,2	2,3	1,9	1,9	1,6	3,2	0,1	1,7	2,1	1,7	1,9	1,7	2,1	1,7	
Italia	3,1	2,8	2,3	2,2	2,2	2,0	3,5	0,8	1,6	2,0	2,1	2,0	1,9	2,0	2,1	
España	3,3	3,1	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	-0,2	2,0	2,6	1,5	1,8	2,9	2,1	1,4	
Países Bajos	2,6	2,2	1,4	1,5	1,7	1,6	2,2	1,0	0,9	2,3	2,2	1,8	1,8	2,2	2,1	
Bélgica	1,8	1,5	1,9	2,5	2,3	1,8	4,5	0,0	2,3	2,9	2,3	2,0	3,3	2,9	2,3	
Austria	1,8	1,3	2,0	2,1	1,7	2,2	3,2	0,4	1,7	2,5	2,0	1,9	2,2	2,2	1,8	
Grecia	6,4	3,4	3,0	3,5	3,3	3,0	4,2	1,4	4,7	2,5	0,5	1,2	5,1	1,4	0,5	
Portugal	3,5	3,3	2,5	2,1	3,0	2,4	2,7	-0,9	1,4	2,4	1,4	1,8	2,4	1,4	2,1	
Finlandia	1,7	1,3	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	1,6	1,7	3,0	2,1	2,0	2,8	2,2	2,2	
Irlanda	2,8	4,0	2,3	2,2	2,7	2,9	3,1	-1,7	-1,6	0,5	0,5	1,7	-0,2	0,7	1,0	
República Eslovaca	...	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7	3,4	2,7	2,8	1,3	3,4	2,9	
Eslovenia	12,1	5,6	3,6	2,5	2,5	3,6	5,7	0,9	1,8	2,2	3,1	2,4	1,9	3,0	2,7	
Luxemburgo	2,0	2,0	2,2	2,5	2,7	2,3	3,4	0,4	2,3	3,5	1,7	2,1	2,8	3,6	1,7	
Estonia	...	1,3	3,0	4,1	4,4	6,6	10,4	-0,1	2,9	4,7	2,1	2,5	5,4	3,5	2,0	
Chipre	3,1	4,0	1,9	2,0	2,2	2,2	4,4	0,2	2,6	3,9	2,8	2,2	1,9	4,1	2,6	
Malta	3,2	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7	4,7	1,8	2,0	3,0	2,6	2,5	4,0	2,0	2,6	
Japón	0,2	-0,3	0,0	-0,3	0,3	0,0	1,4	-1,4	-0,7	0,2	0,2	1,0	0,0	0,1	0,3	
Reino Unido <sup>2</sup>	1,8	1,4	1,3	2,0	2,3	2,3	3,6	2,1	3,3	4,2	2,0	2,0	3,4	3,9	1,9	
Canadá	1,8	2,7	1,8	2,2	2,0	2,1	2,4	0,3	1,8	2,2	1,9	2,0	2,2	2,0	2,0	
Corea	4,2	3,5	3,6	2,8	2,2	2,5	4,7	2,8	3,0	4,5	3,0	3,0	3,5	4,1	3,0	
Australia	2,5	2,8	2,3	2,7	3,5	2,3	4,4	1,8	2,8	3,0	3,0	2,6	2,7	3,4	2,9	
Taiwan, provincia china de	1,7	-0,3	1,6	2,3	0,6	1,8	3,5	-0,9	1,0	2,0	2,0	2,0	7,4	2,3	2,0	
Suecia	1,7	2,3	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	1,7	2,0	
Suiza	1,1	0,6	0,8	1,2	1,1	0,7	2,4	-0,5	0,7	0,9	1,0	1,0	0,7	0,9	1,0	
Hong Kong, RAE de	2,8	-2,6	-0,4	0,9	2,0	2,0	4,3	0,5	2,4	5,8	4,4	2,5	3,1	4,0	4,4	
Singapur	1,2	0,5	1,7	0,5	1,0	2,1	6,6	0,6	2,8	3,3	3,0	2,0	4,0	2,8	3,1	
República Checa	...	0,1	2,8	1,8	2,5	2,9	6,3	1,0	1,5	2,0	2,0	2,0	2,3	2,2	2,0	
Noruega	2,2	2,5	0,5	1,5	2,3	0,7	3,8	2,2	2,4	1,8	2,2	2,5	2,8	2,0	2,4	
Israel	7,1	0,7	-0,4	1,3	2,1	0,5	4,6	3,3	2,7	3,0	2,5	1,7	2,6	2,7	2,4	
Dinamarca	2,1	2,1	1,2	1,8	1,9	1,7	3,4	1,3	2,3	2,0	2,0	2,0	2,9	2,1	2,0	
Nueva Zelanda	1,9	1,7	2,3	3,0	3,4	2,4	4,0	2,1	2,3	4,1	2,7	2,1	4,0	0,7	4,7	
Islandia	3,3	2,1	3,2	4,0	6,8	5,0	12,4	12,0	5,4	2,6	2,6	2,5	2,4	3,0	2,5	
<i>Partidas informativas</i>																
Principales economías avanzadas	1,9	1,7	2,0	2,3	2,4	2,2	3,2	-0,1	1,4	2,0	1,5	1,8	1,5	1,9	1,4	
Economías asiáticas recientemente industrializadas	3,1	1,5	2,4	2,2	1,6	2,2	4,5	1,3	2,3	3,8	2,9	2,6	4,6	3,5	2,9	

<sup>1</sup>Variaciones de diciembre a diciembre. Varios países declaran variaciones de T4-T4.

<sup>2</sup>Basados en el Índice de Precios de Consumo Armonizado de Eurostat.

<sup>3</sup>Excluido Estonia.

**Cuadro A7. Economías emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor<sup>1</sup>***(Variación porcentual anual)*

	Promedio									Proyecciones			Fin del período <sup>2</sup>		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016	Proyecciones		
													2010	2011	2012
<b>África subsahariana</b>	<b>22,9</b>	<b>10,8</b>	<b>7,6</b>	<b>8,9</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>	<b>11,7</b>	<b>10,5</b>	<b>7,5</b>	<b>7,8</b>	<b>7,3</b>	<b>5,7</b>	<b>6,9</b>	<b>8,1</b>	<b>6,6</b>
Angola	527,9	98,3	43,6	23,0	13,3	12,2	12,5	13,7	14,5	14,6	12,4	5,2	15,3	13,0	11,2
Benin	7,4	1,5	0,9	5,4	3,8	1,3	8,0	2,2	2,1	4,2	3,0	3,0	4,0	4,5	3,0
Botswana	9,2	9,2	7,0	8,6	11,6	7,1	12,6	8,1	6,9	7,8	7,0	6,1	7,4	7,5	6,4
Burkina Faso	5,1	2,0	-0,4	6,4	2,4	-0,2	10,7	2,6	0,4	2,0	2,0	2,0	1,4	2,0	2,0
Burundi	14,5	10,7	8,0	13,5	2,7	8,3	24,4	10,7	6,4	8,4	13,4	5,0	4,1	13,9	12,9
Camerún <sup>3</sup>	5,7	0,6	0,3	2,0	4,9	1,1	5,3	3,0	1,3	3,0	2,5	2,5	2,6	3,0	2,5
Cabo Verde	4,4	1,2	-1,9	0,4	4,8	4,4	6,8	1,0	2,1	4,4	5,4	2,0	3,4	5,7	4,3
Chad	6,2	-1,8	-4,8	3,7	7,7	-7,4	8,3	10,1	1,0	3,0	3,0	3,0	-2,2	-2,0	-2,0
Comoras	4,8	3,7	4,5	3,0	3,4	4,5	4,8	4,8	2,7	3,9	3,6	3,0	3,2	4,3	2,9
Congo, República del	7,1	1,7	3,7	2,5	4,7	2,6	6,0	4,3	5,0	5,9	5,2	3,1	5,4	5,0	4,2
Congo, República Democrática del	546,2	12,8	4,0	21,4	13,2	16,7	18,0	46,2	23,5	12,0	11,0	7,7	9,8	13,0	9,0
Côte d'Ivoire	6,2	3,3	1,5	3,9	2,5	1,9	6,3	1,0	1,4	5,0	2,5	2,5	5,1	5,0	2,5
Eritrea	11,2	22,7	25,1	12,5	15,1	9,3	19,9	33,0	12,7	13,3	12,3	12,3	14,2	12,3	12,3
Etiopía	1,9	15,1	8,6	6,8	12,3	15,8	25,3	36,4	2,8	12,9	11,2	9,0	7,3	16,0	9,0
Gabón	4,9	2,1	0,4	1,2	-1,4	5,0	5,3	1,9	0,6	2,3	3,4	3,0	0,7	3,5	3,2
Gambia	3,8	17,0	14,3	5,0	2,1	5,4	4,5	4,6	5,0	5,9	5,5	5,0	5,8	6,0	5,0
Ghana	27,6	26,7	12,6	15,1	10,2	10,7	16,5	19,3	10,7	8,7	8,7	6,5	8,6	9,0	8,5
Guinea	4,6	11,0	17,5	31,4	34,7	22,9	18,4	4,7	15,5	19,6	15,1	3,7	20,8	17,1	12,3
Guinea-Bissau	21,2	-3,5	0,8	3,2	0,7	4,6	10,4	-1,6	1,1	4,0	2,0	2,0	5,7	1,8	2,0
Guinea Ecuatorial	9,1	7,3	4,2	5,7	4,5	2,8	4,3	7,2	7,5	7,3	7,0	6,5	7,5	7,3	7,0
Kenya	12,0	9,8	11,8	9,9	6,0	4,3	16,2	9,3	3,9	7,2	5,0	5,0	4,5	6,7	5,5
Lesotho	9,0	7,3	5,0	3,4	6,1	8,0	10,7	7,2	3,8	5,4	5,6	5,6	3,1	5,6	5,7
Liberia	...	10,3	3,6	6,9	7,2	13,7	17,5	7,4	7,3	9,7	6,0	5,0	6,6	9,0	4,7
Madagascar	16,2	-1,1	14,0	18,4	10,8	10,4	9,2	9,0	9,0	8,8	7,5	5,0	9,2	8,5	6,5
Malawi	32,4	9,6	11,4	15,5	13,9	8,0	8,8	8,7	6,9	6,6	6,9	5,4	6,3	7,0	6,8
Malí	5,1	-1,2	-3,1	6,4	1,5	1,5	9,1	2,2	1,2	4,5	2,7	2,8	1,9	5,0	3,1
Mauricio	7,1	3,9	4,7	4,9	8,7	8,6	9,7	2,5	2,9	7,4	4,6	4,4	6,1	5,8	4,4
Mozambique	23,4	13,5	12,6	6,4	13,2	8,2	10,3	3,3	12,7	9,5	7,2	5,6	16,6	8,4	5,6
Namibia	9,1	7,2	4,1	2,3	5,1	6,7	10,4	8,8	4,5	5,9	5,6	4,5	3,1	5,7	5,5
Níger	6,2	-1,8	0,4	7,8	0,1	0,1	10,5	1,1	0,9	3,8	2,0	2,0	2,7	3,5	2,0
Nigeria	26,0	14,0	15,0	17,9	8,2	5,4	11,6	12,5	13,7	11,1	9,5	8,5	11,7	10,5	8,5
República Centroafricana	4,9	4,4	-2,2	2,9	6,7	0,9	9,3	3,5	1,5	2,7	2,9	2,0	2,3	3,4	2,4
Rwanda	13,8	7,4	12,0	9,1	8,8	9,1	15,4	10,3	2,3	3,1	5,5	5,0	0,2	6,0	5,0
Santo Tomé y Príncipe	29,3	9,6	12,8	17,2	23,1	18,5	26,0	17,0	14,4	10,6	6,7	3,0	12,9	8,5	5,0
Senegal	4,8	0,0	0,5	1,7	2,1	5,9	5,8	-1,7	1,2	3,9	2,5	2,1	4,3	2,7	2,3
Seychelles	2,4	3,3	3,9	0,6	-1,9	5,3	37,0	31,9	-2,4	3,1	4,3	2,6	0,4	5,5	3,5
Sierra Leona	17,0	7,5	14,2	12,0	9,5	11,6	14,8	9,2	17,8	14,7	8,8	5,4	18,4	13,1	8,0
Sudáfrica	7,6	5,8	1,4	3,4	4,7	7,1	11,5	7,1	4,3	4,9	5,8	4,5	3,5	5,9	5,6
Swazilandia	9,2	7,3	3,5	4,8	5,3	9,7	13,1	7,5	4,5	7,9	6,1	4,5	4,5	7,3	5,4
Tanzania	15,3	4,4	4,1	4,4	5,6	6,3	8,4	11,8	10,5	6,3	7,0	5,0	7,2	7,5	5,5
Togo	6,6	-0,9	0,4	6,8	2,2	0,9	8,7	1,9	3,2	6,2	2,0	1,9	6,9	6,9	-2,1
Uganda	6,9	5,7	5,0	8,0	6,6	6,8	7,3	14,2	9,4	6,1	11,0	5,0	4,2	12,0	10,0
Zambia	41,0	21,4	18,0	18,3	9,0	10,7	12,4	13,4	8,5	9,0	6,5	5,0	7,9	7,0	6,0
Zimbabwe <sup>4</sup>	...	...	...	...	...	...	...	6,5	3,0	4,8	6,1	5,0	3,2	7,1	6,5

**Cuadro A7. Economías emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor<sup>1</sup> (continuación)**

	Promedio									Proyecciones			Fin del período <sup>2</sup>		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016	2010	2011	2012
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>39,3</b>	<b>10,4</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>7,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>6,6</b>	<b>6,8</b>	<b>5,8</b>
Antigua y Barbuda	2,3	2,0	2,0	2,1	1,8	1,4	5,3	-0,6	3,4	3,7	2,7	2,2	2,9	3,0	3,1
Argentina <sup>5</sup>	4,7	13,4	4,4	9,6	10,9	8,8	8,6	6,3	10,5	10,2	11,5	11,0	10,9	11,0	11,0
Bahamas, Las	1,7	3,0	1,0	2,2	1,8	2,5	4,5	2,1	1,7	2,0	1,4	2,0	1,7	2,0	1,7
Barbados	1,8	1,6	1,4	6,1	7,3	4,0	8,1	3,7	5,1	6,1	4,6	1,9	5,1	7,0	2,3
Belice	1,6	2,6	3,1	3,7	4,2	2,3	6,4	2,0	0,5	2,9	3,5	2,5	1,3	4,4	2,5
Bolivia	6,0	3,3	4,4	5,4	4,3	8,7	14,0	3,3	2,5	10,4	5,4	4,0	7,2	7,9	5,0
Brasil	103,5	14,8	6,6	6,9	4,2	3,6	5,7	4,9	5,0	6,3	4,8	4,5	5,9	5,9	4,5
Chile	6,4	2,8	1,1	3,1	3,4	4,4	8,7	1,7	1,5	3,6	3,2	3,0	3,0	4,5	3,2
Colombia	15,7	7,1	5,9	5,0	4,3	5,5	7,0	4,2	2,3	3,6	2,8	2,8	3,2	3,2	3,1
Costa Rica	13,0	9,4	12,3	13,8	11,5	9,4	13,4	7,8	5,7	5,6	5,4	4,0	5,8	6,0	5,5
Dominica	1,2	1,6	2,4	1,6	2,6	3,2	6,4	0,0	2,8	3,6	1,1	1,5	2,4	3,5	1,3
Ecuador	37,0	7,9	2,7	2,1	3,3	2,3	8,4	5,2	3,6	3,5	3,2	3,0	3,3	3,4	3,1
El Salvador	6,3	2,1	4,5	4,7	4,0	4,6	7,3	0,4	1,2	3,5	3,8	2,8	2,1	4,8	2,8
Granada	1,9	2,2	2,3	3,5	4,2	3,9	8,0	-0,3	5,0	5,8	4,5	2,0	6,3	5,0	4,0
Guatemala	8,7	5,6	7,6	9,1	6,6	6,8	11,4	1,9	3,9	5,1	5,9	4,0	5,4	6,3	5,5
Guyana	6,9	6,0	4,7	6,9	6,7	12,2	8,1	3,0	3,7	6,2	6,1	5,4	4,5	6,9	5,4
Haití	18,6	26,7	28,3	16,8	14,2	9,0	14,4	3,4	4,1	6,4	8,0	5,0	4,7	9,1	6,5
Honduras	15,4	7,7	8,0	8,8	5,6	6,9	11,5	8,7	4,7	7,6	7,1	6,0	6,5	8,0	6,5
Jamaica	14,8	10,1	13,5	15,1	8,5	9,3	22,0	9,6	12,6	9,0	6,0	5,5	11,7	7,4	5,7
México	15,6	4,6	4,7	4,0	3,6	4,0	5,1	5,3	4,2	3,6	3,1	3,0	4,4	3,5	3,0
Nicaragua	9,0	5,3	8,5	9,6	9,1	11,1	19,8	3,7	5,5	8,7	8,4	7,0	9,2	8,6	7,3
Panamá	1,0	0,6	0,5	2,9	2,5	4,2	8,8	2,4	3,5	5,0	3,5	2,5	4,9	4,4	3,3
Paraguay	11,3	14,2	4,3	6,8	9,6	8,1	10,2	2,6	4,7	9,6	9,0	4,0	7,2	10,7	7,5
Perú	11,2	2,3	3,7	1,6	2,0	1,8	5,8	2,9	1,5	2,7	3,2	2,0	2,1	3,5	3,0
República Dominicana	7,3	27,4	51,5	4,2	7,6	6,1	10,6	1,4	6,3	6,1	5,8	4,0	6,2	6,0	5,5
Saint Kitts y Nevis	3,0	2,3	2,2	3,4	8,5	4,5	5,4	1,9	2,5	3,5	2,9	2,5	2,2	3,8	2,9
San Vicente y las Granadinas	1,7	0,2	3,0	3,7	3,1	6,9	10,1	0,4	1,5	5,0	3,6	2,5	2,0	5,9	1,9
Santa Lucía	2,5	1,0	1,5	3,9	3,6	2,8	7,2	1,0	1,8	3,2	2,8	2,4	-0,6	5,2	1,9
Suriname	73,5	23,0	9,1	9,9	11,3	6,4	14,6	-0,1	6,9	17,9	10,4	4,0	10,3	19,9	7,5
Trinidad y Tabago	5,1	3,8	3,7	6,9	8,3	7,9	12,0	7,0	10,7	11,5	7,5	5,0	13,4	9,5	5,5
Uruguay	21,7	19,4	9,2	4,7	6,4	8,1	7,9	7,1	6,7	7,2	6,0	6,0	6,9	6,8	6,5
Venezuela	39,9	31,1	21,7	16,0	13,7	18,7	30,4	27,1	28,2	29,8	31,3	22,1	27,2	32,4	30,1
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>6,7</sup></b>	<b>108,2</b>	<b>12,3</b>	<b>10,4</b>	<b>12,1</b>	<b>9,5</b>	<b>9,7</b>	<b>15,6</b>	<b>11,2</b>	<b>7,2</b>	<b>9,6</b>	<b>8,1</b>	<b>6,0</b>	<b>8,9</b>	<b>9,1</b>	<b>7,5</b>
Rusia	95,3	13,7	10,9	12,7	9,7	9,0	14,1	11,7	6,9	9,3	8,0	6,0	8,8	8,5	7,5
Excluido Rusia	147,1	8,7	9,1	10,7	8,9	11,6	19,5	10,1	8,0	10,2	8,4	5,9	9,2	10,5	7,6
Armenia	147,8	4,7	7,0	0,6	2,9	4,4	9,0	3,5	8,2	9,3	5,5	4,0	9,4	7,0	4,0
Azerbaiyán	108,2	2,2	6,7	9,7	8,4	16,6	20,8	1,5	5,7	10,3	7,5	5,0	7,9	10,0	5,0
Belarús	247,2	28,4	18,1	10,3	7,0	8,4	14,8	13,0	7,7	12,9	9,7	5,5	9,9	13,0	9,0
Georgia	...	4,8	5,7	8,3	9,2	9,2	10,0	1,7	7,1	12,6	7,9	5,4	11,2	9,4	6,5
Kazajistán	111,7	6,6	7,1	7,9	8,7	10,8	17,1	7,4	7,4	9,1	6,4	6,0	8,0	8,9	6,3
Moldova	65,7	11,7	12,4	11,9	12,7	12,4	12,7	0,0	7,4	7,5	6,3	5,0	8,1	7,5	5,0
Mongolia	40,8	5,1	7,9	12,5	4,5	8,2	26,8	6,3	10,2	16,4	16,0	5,0	14,3	20,0	12,0
República Kirguisa	65,2	3,1	4,1	4,3	5,6	10,2	24,5	6,8	7,8	18,8	9,3	6,0	18,9	12,6	8,0
Tayikistán	182,0	16,4	7,2	7,3	10,0	13,2	20,4	6,5	6,5	13,9	9,7	5,0	9,8	12,6	9,8
Turkmenistán	246,3	5,6	5,9	10,7	8,2	6,3	14,5	-2,7	4,4	6,1	7,3	6,0	4,8	7,5	7,0
Ucrania	149,3	5,2	9,0	13,5	9,1	12,8	25,2	15,9	9,4	9,2	8,3	5,0	9,1	10,2	7,7
Uzbekistán	128,0	11,6	6,6	10,0	14,2	12,3	12,7	14,1	9,4	11,6	12,3	11,0	12,1	12,4	11,0

Cuadro A7. Economías emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor<sup>1</sup> (continuación)

	Promedio										Proyecciones			Fin del período <sup>2</sup>		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016	2010	2011	2012	
											Proyecciones			Proyecciones		
<b>Economías en desarrollo de Asia</b>	<b>6,8</b>	<b>2,7</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>5,4</b>	<b>7,4</b>	<b>3,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>4,2</b>	<b>2,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,6</b>	<b>3,5</b>	
Afganistán, República Islámica del	...	24,1	13,2	12,3	5,1	13,0	26,8	-12,2	8,0	9,8	1,0	5,0	20,4	-0,1	5,0	
Bangladesh	4,9	5,4	6,1	7,0	6,8	9,1	8,9	5,4	8,2	7,6	7,3	5,0	6,9	8,3	6,3	
Bhután	7,0	2,1	4,6	5,3	5,0	5,2	8,4	8,6	7,1	6,5	6,0	4,5	9,1	6,3	5,5	
Brunei Darussalam	1,5	0,3	0,9	1,1	0,2	1,0	2,1	1,0	0,5	1,2	1,2	1,2	0,5	1,2	1,2	
Camboya	13,6	1,0	3,9	6,3	6,1	7,7	25,0	-0,7	4,0	5,1	5,2	3,0	3,1	6,5	4,1	
China	6,2	1,2	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9	-0,7	3,3	5,0	2,5	2,0	4,7	4,2	2,0	
Fiji	2,8	4,2	2,8	2,4	2,5	4,8	7,7	3,1	5,4	3,8	3,9	3,0	4,0	3,3	3,3	
Filipinas	6,9	3,5	6,0	7,6	6,2	2,8	9,3	3,2	3,8	4,9	4,3	4,0	3,0	5,1	4,2	
India	7,2	3,8	3,8	4,2	6,2	6,4	8,3	10,9	13,2	7,5	6,9	4,0	8,6	7,7	5,9	
Indonesia	13,8	6,8	6,1	10,5	13,1	6,0	9,8	4,8	5,1	7,1	5,9	3,0	7,0	7,3	5,5	
Islas Salomón	9,5	10,5	6,9	7,0	11,1	7,7	17,4	7,1	1,0	3,3	5,0	4,5	0,8	6,1	4,3	
Kiribati	3,0	1,9	-0,9	-0,3	-1,5	4,2	11,0	8,8	-1,4	2,5	2,5	2,5	-1,4	8,0	4,0	
Malasia	3,0	1,1	1,4	3,0	3,6	2,0	5,4	0,6	1,7	2,8	2,5	2,3	2,4	2,8	2,5	
Maldivas	4,3	-2,8	6,3	2,5	3,5	7,4	12,3	4,0	5,0	6,5	5,8	3,0	5,0	8,0	3,5	
Myanmar	27,9	24,9	3,8	10,7	26,3	32,9	22,5	8,2	7,3	8,0	8,3	8,0	7,4	8,5	8,0	
Nepal	6,9	4,7	4,0	4,5	8,0	6,4	7,7	13,0	9,3	9,9	8,0	4,2	8,3	10,0	6,9	
Pakistán	8,0	3,1	4,6	9,3	7,9	7,8	12,0	20,8	11,7	15,5	14,0	7,0	12,7	16,0	12,0	
Papua Nueva Guinea	10,5	14,7	2,1	1,8	2,4	0,9	10,8	6,9	6,6	8,3	8,0	6,8	7,5	9,0	7,0	
República Democrática Popular Lao	28,5	15,5	10,5	7,2	6,8	4,5	7,6	0,0	5,4	5,7	5,2	3,1	5,5	5,7	5,2	
Samoa	3,8	4,3	7,8	7,8	3,2	4,5	6,2	14,4	-0,2	3,0	4,0	4,0	-0,6	6,0	4,0	
Sri Lanka	9,7	9,0	9,0	11,0	10,0	15,8	22,6	3,4	5,9	7,9	6,2	5,5	6,9	6,5	5,8	
Tailandia	3,8	1,8	2,8	4,5	4,6	2,2	5,5	-0,8	3,3	4,0	3,4	2,9	3,0	5,1	2,4	
Timor-Leste	...	7,2	3,2	1,8	4,1	8,9	7,6	0,1	4,9	6,0	6,0	5,0	8,0	6,0	6,0	
Tonga	4,2	11,5	10,6	8,3	6,0	7,5	7,3	3,4	4,0	5,9	4,8	6,0	6,6	5,8	3,9	
Tuvalu	...	3,3	2,8	3,2	3,8	2,2	10,5	-0,3	-1,9	1,2	1,6	2,2	-1,8	2,4	1,6	
Vanuatu	2,5	3,0	1,4	1,2	2,0	3,9	4,8	4,3	2,8	4,0	3,5	3,0	3,4	4,0	3,5	
Vietnam	5,6	3,3	7,9	8,4	7,5	8,3	23,1	6,7	9,2	13,5	6,7	5,0	11,8	9,5	6,2	
<b>Europa central y oriental<sup>6</sup></b>	<b>44,9</b>	<b>10,9</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>8,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>3,8</b>	
Albania	17,0	2,3	2,9	2,4	2,4	2,9	3,4	2,2	3,6	4,5	3,5	3,0	3,4	4,0	2,9	
Bosnia y Herzegovina	...	0,5	0,3	3,6	6,1	1,5	7,4	-0,4	2,1	5,0	2,5	2,7	3,1	5,0	2,5	
Bulgaria	71,2	2,3	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	2,5	3,0	4,8	3,7	3,0	4,4	5,3	2,4	
Croacia	45,9	1,8	2,0	3,3	3,2	2,9	6,1	2,4	1,0	3,5	2,4	3,0	1,9	3,5	2,4	
Hungría	15,8	4,4	6,8	3,6	3,9	7,9	6,1	4,2	4,9	4,1	3,5	3,0	4,2	3,9	3,2	
Kosovo	...	0,3	-1,1	-1,4	0,6	4,4	9,4	-2,4	3,5	8,2	2,1	1,4	6,6	5,6	2,0	
Letonia	17,8	2,9	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	3,3	-1,2	3,0	1,7	1,9	2,4	1,9	2,3	
Lituania	...	-1,1	1,2	2,7	3,7	5,7	11,0	4,4	1,2	3,1	2,9	2,5	3,6	3,5	2,5	
Macedonia, ex República Yugoslava de	30,1	1,2	-0,4	0,5	3,2	2,3	8,4	-0,8	1,5	5,2	2,0	1,9	3,0	7,5	2,0	
Montenegro	...	7,5	3,1	3,4	3,0	4,2	8,5	3,4	0,5	3,1	2,0	2,0	0,7	3,0	1,8	
Polonia	16,2	0,8	3,5	2,1	1,0	2,5	4,2	3,5	2,6	4,1	2,9	2,5	3,1	3,8	2,7	
Rumania	71,4	15,4	11,9	9,0	6,6	4,8	7,8	5,6	6,1	6,1	3,4	3,0	8,0	4,0	3,0	
Serbia	...	2,9	10,6	17,3	12,7	6,5	12,4	8,1	6,2	9,9	4,1	4,0	10,3	6,0	4,0	
Turquía	72,0	25,3	8,6	8,2	9,6	8,8	10,4	6,3	8,6	5,7	6,0	4,7	6,4	7,0	5,4	

**Cuadro A7. Economías emergentes y en desarrollo: Precios al consumidor<sup>1</sup> (conclusión)**

	Promedio										Proyecciones			Fin del periodo <sup>2</sup>		
	1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016	Proyecciones			
													2010	2011	2012	
<b>Oriente Medio y Norte de África</b>	<b>8,9</b>	<b>5,5</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>10,0</b>	<b>13,4</b>	<b>6,5</b>	<b>6,9</b>	<b>10,0</b>	<b>7,3</b>	<b>4,8</b>	<b>8,7</b>	<b>8,6</b>	<b>6,5</b>	
Arabia Saudita	0,3	0,6	0,4	0,6	2,3	4,1	9,9	5,1	5,4	6,0	5,5	4,0	5,4	6,6	4,5	
Argelia	11,2	2,6	3,6	1,6	2,3	3,6	4,9	5,7	4,3	5,0	4,3	3,7	4,5	4,5	4,1	
Bahrein	1,0	1,7	2,2	2,6	2,0	3,3	3,5	2,8	2,0	3,0	2,7	2,5	2,0	2,7	2,5	
Djibouti	2,8	2,0	3,1	3,1	3,5	5,0	12,0	1,7	4,0	4,6	2,3	2,5	2,8	4,0	2,1	
Egipto	5,9	3,2	8,1	8,8	4,2	11,0	11,7	16,2	11,7	11,5	12,0	6,5	10,7	13,5	10,5	
Emiratos Árabes Unidos	3,2	3,1	5,0	6,2	9,3	11,1	12,3	1,6	0,9	4,5	3,0	2,2	2,7	3,7	2,7	
Irán, República Islámica del	22,1	15,6	15,3	10,4	11,9	18,4	25,4	10,8	12,5	22,5	12,5	7,0	20,0	15,0	11,0	
Iraq	...	...	...	37,0	53,2	30,8	2,7	-2,8	5,1	5,0	5,0	4,0	3,3	5,0	5,0	
Jordania	2,7	1,6	3,4	3,5	6,3	4,7	13,9	-0,7	5,0	6,1	5,6	2,3	6,1	5,7	3,6	
Kuwait	1,7	1,0	1,3	4,1	3,1	5,5	10,6	4,0	4,1	6,1	2,7	3,2	4,1	6,1	2,7	
Libano	6,3	1,3	1,7	-0,7	5,6	4,1	10,8	1,2	4,5	6,5	3,0	2,2	4,5	5,5	2,6	
Libia <sup>8</sup>	1,7	-2,1	1,0	2,9	1,4	6,2	10,4	2,8	2,4	...	...	...	2,4	...	...	
Mauritania	5,5	5,3	10,4	12,1	6,2	7,3	7,3	2,2	6,1	7,3	6,7	0,0	6,3	7,5	6,9	
Marruecos	2,9	1,2	1,5	1,0	3,3	2,0	3,9	1,0	1,0	2,9	2,9	2,9	2,2	2,9	2,9	
Omán	-0,2	0,2	0,7	1,9	3,4	5,9	12,6	3,5	3,3	3,5	3,0	3,0	3,4	3,3	3,0	
Qatar	2,2	2,3	6,8	8,8	11,8	13,8	15,0	-4,9	-2,4	4,2	4,1	4,0	0,4	4,2	4,1	
Sudán	45,2	7,7	8,4	8,5	7,2	8,0	14,3	11,3	13,0	9,0	7,0	6,0	15,4	8,0	6,0	
República Árabe Siria	3,9	5,8	4,4	7,2	10,4	4,7	15,2	2,8	4,4	6,0	5,0	5,0	6,3	6,0	5,0	
Túnez	3,6	2,7	3,6	2,0	4,1	3,4	4,9	3,5	4,4	4,0	3,3	3,0	4,1	4,0	3,3	
Yemen, República del	27,3	10,8	12,5	9,9	10,8	7,9	19,0	3,7	12,1	13,0	11,0	6,4	12,5	13,5	8,6	

<sup>1</sup>En conformidad con la práctica habitual de *Perspectivas de la economía mundial*, las variaciones de los precios al consumidor se indican el año transcurrido de diciembre a diciembre, como se suele hacer en algunos países. Para muchos países, las cifras de los últimos años son estimaciones del personal técnico del FMI. Los datos de algunos países son los del ejercicio correspondiente.

<sup>2</sup>Variaciones de diciembre a diciembre. Varios países declaran variaciones de T4-T4.

<sup>3</sup>Las variaciones porcentuales para 2002 se calcularon usando un período de 18 meses debido a una modificación del ciclo del año fiscal (de julio-junio a enero-diciembre).

<sup>4</sup>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 personal técnico del FMI del dólar de EE.UU. pueden diferir de las estimaciones preparadas por las autoridades.

<sup>5</sup>Las estimaciones de analistas privados indican que la inflación de precios al consumidor ha sido considerablemente más alta que las estimaciones oficiales desde 2007 en adelante. Las autoridades argentinas han anunciado que están elaborando un índice de precios al consumidor (IPC) nacional para reemplazar al IPC del Gran Buenos Aires actualmente en uso. A solicitud de las autoridades, el FMI está brindando asistencia técnica en ese sentido.

<sup>6</sup>Para muchos países se ha utilizado el índice de precios al por menor para medir la inflación en los primeros años. En los últimos años, se han utilizado en general los índices de precios al consumidor, cuya cobertura es más amplia y actualizada.

<sup>7</sup>Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

<sup>8</sup>Se excluye a Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política.



**Cuadro A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general<sup>1</sup>***(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)*

	Promedio							Proyecciones		
	1995–2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016
<b>Principales economías avanzadas</b>										
Préstamo neto/endeudamiento neto	...	-3,4	-2,3	-2,1	-4,4	-9,8	-8,8	-8,5	-6,3	-4,4
Brecha del producto <sup>2</sup>	-0,1	-0,2	0,4	0,6	-0,9	-5,5	-4,0	-3,1	-2,2	-0,2
Saldo estructural <sup>2</sup>	...	-2,9	-2,4	-2,2	-3,7	-5,8	-6,4	-6,5	-4,9	-4,1
<b>Estados Unidos</b>										
Préstamo neto/endeudamiento neto	...	-3,2	-2,0	-2,7	-6,5	-12,7	-10,6	-10,8	-7,5	-6,0
Brecha del producto <sup>2</sup>	0,1	0,0	0,3	0,0	-1,8	-6,0	-4,8	-3,7	-2,7	-0,4
Saldo estructural <sup>2</sup>	...	-2,3	-2,0	-2,3	-4,7	-6,8	-7,5	-8,1	-5,7	-5,3
Deuda neta	43,2	42,7	41,9	42,6	48,4	59,9	64,8	72,4	76,7	85,7
Deuda bruta	62,3	61,7	61,1	62,2	71,2	84,6	91,6	99,5	102,9	111,9
<b>Zona del euro<sup>3</sup></b>										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-2,5	-2,5	-1,3	-0,6	-2,0	-6,3	-6,1	-4,4	-3,6	-1,9
Brecha del producto <sup>2</sup>	-0,5	-0,4	1,0	2,1	1,1	-3,5	-2,8	-2,3	-1,7	0,0
Saldo estructural <sup>2</sup>	-2,7	-2,8	-2,3	-2,1	-2,7	-4,3	-4,1	-3,2	-2,7	-1,7
Deuda neta	54,7	54,7	53,1	50,7	52,9	61,0	64,4	66,9	68,2	68,1
Deuda bruta	70,7	70,0	68,5	66,2	69,8	79,3	85,0	87,3	88,3	86,3
<b>Alemania<sup>4</sup></b>										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-3,2	-3,4	-1,6	0,3	0,1	-3,0	-3,3	-2,3	-1,5	0,0
Brecha del producto <sup>2</sup>	-0,6	-1,3	0,9	2,4	2,0	-3,7	-1,6	-0,5	-0,1	0,2
Saldo estructural <sup>2,5</sup>	-2,4	-2,6	-2,2	-0,9	-0,7	-1,0	-2,2	-2,1	-1,5	-0,1
Deuda neta	43,5	53,1	52,7	50,1	49,7	55,9	53,8	54,7	54,7	52,6
Deuda bruta	60,4	68,0	67,6	64,9	66,3	73,5	80,0	80,1	79,4	71,9
<b>Francia</b>										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-3,1	-3,0	-2,3	-2,7	-3,3	-7,6	-7,7	-6,0	-5,0	-1,5
Brecha del producto <sup>2</sup>	0,2	0,3	0,8	1,1	-0,4	-4,0	-3,6	-3,1	-2,5	0,2
Saldo estructural <sup>2,5</sup>	-3,1	-3,3	-2,6	-3,1	-3,1	-5,0	-5,1	-4,0	-3,3	-1,5
Deuda neta	49,8	56,7	53,9	54,1	57,8	68,4	74,6	77,9	80,0	77,0
Deuda bruta	59,2	66,4	63,7	63,8	67,5	78,1	84,3	87,6	89,7	86,7
<b>Italia</b>										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-3,6	-4,4	-3,3	-1,5	-2,7	-5,3	-4,6	-4,3	-3,5	-2,9
Brecha del producto <sup>2</sup>	0,0	-0,4	0,8	1,5	-0,5	-3,9	-3,3	-3,0	-2,5	0,0
Saldo estructural <sup>2,6</sup>	-4,1	-4,6	-3,4	-2,5	-2,6	-3,9	-2,9	-2,8	-2,2	-3,0
Deuda neta	97,1	89,3	89,8	87,3	89,2	97,1	99,6	100,6	100,4	98,9
Deuda bruta	112,1	105,9	106,6	103,6	106,3	116,1	119,0	120,3	120,0	118,0
<b>Japón</b>										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-6,3	-4,8	-4,0	-2,4	-4,2	-10,3	-9,5	-10,0	-8,4	-7,4
Brecha del producto <sup>2</sup>	-0,9	-0,7	-0,3	0,4	-1,5	-8,0	-4,8	-3,8	-2,3	0,0
Saldo estructural <sup>2</sup>	-5,9	-4,6	-3,9	-2,5	-3,6	-7,0	-7,5	-8,3	-7,4	-7,4
Deuda neta	54,6	84,6	84,3	81,5	96,5	110,0	117,5	127,8	135,1	163,9
Deuda bruta <sup>7</sup>	135,4	191,6	191,3	187,7	195,0	216,3	220,3	229,1	233,4	250,5
<b>Reino Unido</b>										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-1,8	-3,3	-2,6	-2,7	-4,9	-10,3	-10,4	-8,6	-6,9	-1,3
Brecha del producto <sup>2</sup>	-0,1	-0,3	0,3	1,0	0,7	-3,7	-2,7	-2,6	-2,3	-0,3
Saldo estructural <sup>2</sup>	-1,7	-3,1	-2,8	-3,3	-5,9	-8,5	-8,3	-6,6	-5,1	-1,1
Deuda neta	37,6	37,3	38,0	38,2	45,6	60,9	69,4	75,1	78,6	73,5
Deuda bruta	42,8	42,1	43,1	43,9	52,0	68,3	77,2	83,0	86,5	81,3
<b>Canadá</b>										
Préstamo neto/endeudamiento neto	-0,2	1,5	1,6	1,6	0,1	-5,5	-5,5	-4,6	-2,8	0,0
Brecha del producto <sup>2</sup>	0,5	1,5	1,7	1,7	0,1	-3,8	-2,4	-1,5	-0,8	0,0
Saldo estructural <sup>2</sup>	-0,4	0,9	0,8	0,6	0,0	-3,2	-4,0	-3,6	-2,2	0,0
Deuda neta	52,9	31,0	26,3	22,9	22,4	28,4	32,2	35,1	36,3	33,0
Deuda bruta	88,1	71,6	70,3	66,5	71,3	83,4	84,0	84,2	83,1	72,6

Nota: La metodología y los supuestos específicos para cada país se analizan en el recuadro A1 del apéndice estadístico. Los datos fiscales compuestos de los grupos de países se calculan como la suma de los valores individuales de los respectivos países en dólares de EE.UU. Hasta esta edición, se los había ponderado de acuerdo con el PIB ajustado a la paridad del poder adquisitivo (PPA) como porcentaje del PIB mundial total.

<sup>1</sup>Los datos de la deuda se refieren al final del año. No siempre es posible comparar los datos de la deuda de los distintos países.

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB potencial.

<sup>3</sup>Excluido Estonia.

<sup>4</sup>A partir de 1995, el gobierno general se hizo cargo de las obligaciones de amortización y servicio de la deuda del Fondo Fiduciario Alemán (y de varios otros organismos). Esta deuda es equivalente al 8% del PIB, y el correspondiente servicio de la deuda representa entre 1/2% y 1% del PIB.

<sup>5</sup>No incluye ingresos de carácter excepcional provenientes de transacciones de activos sustanciales, incluidas las licencias.

<sup>6</sup>Excluye las medidas excepcionales basadas en los datos de las autoridades y, cuando no se dispone de datos, los ingresos provenientes de la venta de activos.

<sup>7</sup>Incluye las participaciones de capital.

### Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial

(Variación porcentual anual)

	Promedios										Proyecciones	
	1993–2002	2003–12	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Comercio de bienes y servicios</b>												
<b>Comercio mundial<sup>1</sup></b>												
Volumen	6,6	5,7	5,6	10,8	7,7	8,7	7,5	2,7	-10,9	12,4	7,4	6,9
Deflactor de precios												
En dólares de EE.UU.	-1,3	5,3	10,2	9,5	5,4	5,8	8,1	11,3	-10,3	5,8	8,5	0,8
En DEG	-0,5	3,4	1,9	3,6	5,7	6,3	3,9	7,8	-8,0	7,0	5,8	1,0
<b>Volumen del comercio</b>												
<b>Exportaciones</b>												
Economías avanzadas	6,2	4,7	3,4	9,2	6,2	8,7	6,6	1,9	-12,2	12,0	6,8	5,9
Economías emergentes y en desarrollo	8,3	8,3	11,5	14,5	11,2	9,4	9,6	4,0	-7,5	14,5	8,8	8,7
<b>Importaciones</b>												
Economías avanzadas	6,5	4,1	4,2	9,3	6,5	7,7	5,1	0,4	-12,6	11,2	5,8	5,5
Economías emergentes y en desarrollo	7,3	9,4	10,7	16,1	11,6	10,3	13,3	8,8	-8,3	13,5	10,2	9,4
<b>Términos de intercambio</b>												
Economías avanzadas	-0,1	-0,3	1,0	-0,2	-1,4	-1,1	0,4	-2,0	2,7	-1,2	-1,1	-0,5
Economías emergentes y en desarrollo	0,4	1,5	0,6	2,9	5,1	3,2	0,5	3,7	-5,1	0,2	4,7	-0,3
<b>Comercio de bienes</b>												
<b>Comercio mundial<sup>1</sup></b>												
Volumen	6,5	5,8	7,0	11,3	7,4	8,6	7,1	2,7	-11,7	13,6	7,7	6,9
Deflactor de precios												
En dólares de EE.UU.	-1,0	5,4	9,2	9,4	6,2	6,5	7,8	11,7	-11,9	7,2	9,2	0,9
En DEG	-0,2	3,4	1,0	3,5	6,4	7,0	3,6	8,1	-9,7	8,4	6,4	1,1
<b>Precios del comercio mundial en dólares de EE.UU.<sup>2</sup></b>												
Manufacturas	-1,4	4,0	13,5	5,7	2,6	2,6	6,2	6,6	-6,3	3,0	5,5	1,1
Petróleo	2,7	15,8	15,8	30,7	41,3	20,5	10,7	36,4	-36,3	27,9	35,6	0,8
Productos primarios no combustibles	-0,9	9,5	5,9	15,2	6,1	23,2	14,1	7,5	-15,8	26,3	25,1	-4,3
Alimentos	-1,5	7,8	6,3	14,0	-0,9	10,5	15,2	23,4	-14,7	11,4	24,1	-4,7
Bebidas	1,3	9,9	4,8	-0,9	18,1	8,4	13,8	23,3	1,6	14,1	23,9	-3,5
Materias primas agrícolas	0,2	3,8	0,6	4,1	0,5	8,8	5,0	-0,8	-17,0	33,2	24,8	-11,5
Metales	-1,2	16,6	11,8	34,6	22,4	56,2	17,4	-7,8	-19,7	48,1	26,5	-0,8
<b>Precios del comercio mundial en DEG<sup>2</sup></b>												
Manufacturas	-0,5	2,0	4,9	0,0	2,8	3,1	2,1	3,3	-4,0	4,2	2,9	1,3
Petróleo	3,6	13,6	7,1	23,6	41,6	21,0	6,4	32,1	-34,8	29,3	32,2	1,0
Productos primarios no combustibles	-0,1	7,5	-2,1	9,0	6,3	23,8	9,6	4,1	-13,8	27,6	21,9	-4,1
Alimentos	-0,7	5,8	-1,7	7,8	-0,7	11,0	10,7	19,5	-12,6	12,6	21,0	-4,5
Bebidas	2,1	7,9	-3,1	-6,3	18,3	8,8	9,4	19,4	4,1	15,4	20,8	-3,3
Materias primas agrícolas	1,1	1,9	-7,0	-1,6	0,8	9,3	0,9	-3,9	-14,9	34,7	21,6	-11,3
Metales	-0,3	14,4	3,3	27,3	22,7	56,9	12,8	-10,7	-17,7	49,7	23,3	-0,6
<b>Precios del comercio mundial en euros<sup>2</sup></b>												
Manufacturas	1,8	0,2	-5,2	-3,8	2,4	1,8	-2,7	-0,7	-1,0	8,2	2,3	1,6
Petróleo	6,1	11,6	-3,3	18,9	41,0	19,5	1,4	27,1	-32,7	34,3	31,4	1,3
Productos primarios no combustibles	2,3	5,6	-11,6	4,8	5,9	22,3	4,5	0,1	-11,1	32,5	21,2	-3,8
Alimentos	1,7	3,9	-11,2	3,7	-1,1	9,6	5,6	14,9	-9,8	17,0	20,3	-4,2
Bebidas	4,6	6,0	-12,5	-9,9	17,8	7,5	4,2	14,8	7,3	19,8	20,1	-3,0
Materias primas agrícolas	3,5	0,1	-16,0	-5,3	0,3	8,0	-3,8	-7,6	-12,3	39,9	21,0	-11,1
Metales	2,0	12,4	-6,7	22,4	22,2	55,0	7,5	-14,2	-15,1	55,5	22,6	-0,3

Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial (conclusión)

	Promedios										Proyecciones	
	1993–2002	2003–12	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Comercio de bienes</b>												
<b>Volumen del comercio</b>												
Exportaciones												
Economías avanzadas	6,0	4,8	5,0	9,6	5,7	8,7	6,1	1,9	-13,6	13,6	7,3	5,8
Economías emergentes y en desarrollo	8,2	8,1	11,5	14,1	10,9	8,9	8,7	4,1	-7,8	15,1	8,9	8,6
Exportadoras de combustibles	3,6	3,9	11,8	9,8	5,8	2,1	4,1	2,7	-6,9	2,5	5,1	3,0
Exportadoras de otros productos	9,9	9,7	11,3	15,6	12,8	11,8	10,7	4,7	-8,3	20,1	10,3	10,6
Importaciones												
Economías avanzadas	6,5	4,4	6,0	10,2	6,3	8,0	5,1	0,3	-13,3	12,6	6,0	5,2
Economías emergentes y en desarrollo	7,3	9,2	11,5	16,2	11,4	9,8	12,8	8,2	-9,2	13,8	10,2	9,6
Exportadoras de combustibles	3,6	9,2	10,8	14,8	16,0	9,8	21,6	14,5	-12,8	3,4	9,2	8,2
Exportadoras de otros productos	8,4	9,2	11,6	16,5	10,5	9,8	10,9	6,8	-8,3	16,3	10,4	9,8
<b>Deflactor de precios en DEG</b>												
Exportaciones												
Economías avanzadas	-0,7	2,4	1,6	2,4	3,7	4,4	3,1	4,8	-6,8	5,5	5,2	0,4
Economías emergentes y en desarrollo	1,9	6,1	1,2	7,3	14,0	12,8	5,6	13,9	-13,9	12,1	9,8	1,2
Exportadoras de combustibles	3,6	11,8	4,5	16,6	32,3	20,9	8,1	26,0	-26,6	24,5	24,6	0,8
Exportadoras de otros productos	1,3	3,8	0,2	4,1	7,2	9,4	4,5	8,7	-7,7	7,2	4,2	1,4
Importaciones												
Economías avanzadas	-0,8	2,7	0,5	2,7	5,6	5,8	2,6	7,4	-10,4	6,8	6,5	1,2
Economías emergentes y en desarrollo	1,4	4,6	0,3	4,5	7,9	9,1	5,0	10,2	-8,9	12,7	4,7	1,7
Exportadoras de combustibles	0,4	5,3	1,0	4,5	8,0	10,7	5,2	8,9	-5,4	15,3	6,1	0,5
Exportadoras de otros productos	1,6	4,4	0,2	4,5	7,8	8,8	5,0	10,5	-9,8	12,1	4,4	1,9
<b>Términos de intercambio</b>												
Economías avanzadas	0,1	-0,4	1,1	-0,4	-1,8	-1,3	0,5	-2,4	4,0	-1,2	-1,2	-0,8
Economías emergentes y en desarrollo	0,5	1,4	0,9	2,7	5,7	3,4	0,5	3,3	-5,4	-0,6	4,8	-0,4
Por regiones												
África subsahariana	0,5	4,1	-1,9	4,8	12,3	9,1	3,2	7,7	-12,2	10,1	11,4	-0,6
América Latina y el Caribe	0,6	2,6	2,8	5,5	5,4	8,3	2,3	2,6	-7,9	9,0	0,4	-1,7
Comunidad de Estados Independientes <sup>3</sup>	1,7	6,1	8,7	12,4	15,0	9,4	2,5	15,1	-20,3	9,9	13,4	0,2
Economías en desarrollo de Asia	-0,3	-1,9	-1,0	-2,7	-2,2	-1,7	-2,1	-2,7	4,3	-10,7	0,3	-0,2
Europa central y oriental	-0,3	-0,4	-0,5	1,2	-1,6	-1,2	2,0	-2,5	3,8	-2,0	-2,2	-0,4
Oriente Medio y Norte de África	2,4	5,4	2,0	8,1	21,9	6,0	1,9	13,9	-18,3	7,0	16,8	-0,1
Por criterios analíticos												
Por fuentes de ingresos de exportación												
Combustibles	3,2	6,1	3,5	11,5	22,5	9,2	2,8	15,7	-22,3	8,0	17,5	0,3
Otros productos	-0,3	-0,6	-0,1	-0,4	-0,6	0,5	-0,5	-1,6	2,3	-4,3	-0,2	-0,5
<i>Partida informativa</i>												
<b>Exportaciones mundiales en miles de millones de dólares de EE.UU.</b>												
Bienes y servicios	6.745	16.528	9.323	11.310	12.870	14.849	17.307	19.747	15.783	18.713	21.877	23.502
Bienes	5.383	13.253	7.442	9.034	10.327	11.966	13.845	15.859	12.341	14.986	17.711	19.015
Precio medio del petróleo <sup>4</sup>	2,7	15,8	15,8	30,7	41,3	20,5	10,7	36,4	-36,3	27,9	35,6	0,8
En dólares de EE.UU. el barril	19,82	70,84	28,89	37,76	53,35	64,27	71,13	97,04	61,78	79,03	107,16	108,00
Valor unitario de la exportación de manufacturas <sup>5</sup>	-1,4	4,0	13,5	5,7	2,6	2,6	6,2	6,6	-6,3	3,0	5,5	1,1

<sup>1</sup>Promedio de la variación porcentual anual de las exportaciones e importaciones mundiales.

<sup>2</sup>Representados, respectivamente, por el índice de valor unitario de exportación, en el caso de las manufacturas de las economías avanzadas; por el precio promedio de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate, y por los precios promedios del mercado mundial de los productos primarios no combustibles ponderados por su participación en la exportación mundial de productos de 2002–04.

<sup>3</sup>Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

<sup>4</sup>Variación porcentual del promedio de los precios de entrega inmediata de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate.

<sup>5</sup>Variación porcentual de las manufacturas exportadas por las economías avanzadas.

**Cuadro A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente**

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Proyecciones		
									2011	2012	2016
<b>Economías avanzadas</b>	<b>-218,9</b>	<b>-219,5</b>	<b>-411,2</b>	<b>-449,8</b>	<b>-344,2</b>	<b>-471,8</b>	<b>-101,1</b>	<b>-95,5</b>	<b>-125,6</b>	<b>-91,0</b>	<b>-302,5</b>
Estados Unidos	-520,7	-630,5	-747,6	-802,6	-718,1	-668,9	-378,4	-470,2	-493,9	-450,7	-643,6
Zona del euro <sup>1,2</sup>	23,4	76,6	14,6	-12,6	14,7	-196,9	-69,4	-77,0	3,8	6,6	18,3
Japón	136,2	172,1	165,7	170,4	211,0	157,1	141,8	194,8	134,1	138,6	131,5
Otras economías avanzadas <sup>3</sup>	128,7	127,4	131,1	142,0	137,0	129,0	158,2	167,7	229,8	213,9	192,3
<i>Partida informativa</i>											
Economías asiáticas recientemente industrializadas	84,3	86,9	82,8	99,4	130,9	87,8	128,6	133,1	134,8	136,1	145,2
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	<b>145,2</b>	<b>219,7</b>	<b>443,0</b>	<b>661,5</b>	<b>649,7</b>	<b>704,2</b>	<b>326,6</b>	<b>378,1</b>	<b>646,5</b>	<b>635,9</b>	<b>900,8</b>
<b>Por regiones</b>											
África subsahariana	-12,4	-8,2	-3,4	30,8	11,0	0,0	-21,6	-24,9	4,7	5,1	-9,7
América Latina y el Caribe	9,4	21,5	36,3	49,5	14,6	-31,2	-25,0	-56,9	-79,1	-107,0	-179,1
Comunidad de Estados Independientes <sup>4</sup>	35,7	63,5	87,6	96,3	71,7	107,7	41,4	75,0	116,9	90,1	17,0
Economías en desarrollo de Asia	85,2	92,9	167,5	289,2	418,3	435,9	328,2	308,1	348,9	414,7	843,7
Europa central y oriental	-32,5	-52,0	-57,7	-85,3	-131,7	-151,3	-44,3	-76,0	-102,0	-116,0	-165,6
Oriente Medio y Norte de África	59,8	101,9	212,7	281,1	265,8	343,1	47,9	152,8	357,1	349,0	394,5
<i>Partida informativa</i>											
Unión Europea	12,1	61,7	-13,8	-48,0	-83,1	-167,4	-39,6	-22,3	-37,1	-26,3	-13,1
<b>Por criterios analíticos</b>											
<b>Por fuentes de ingresos</b>											
<b>de exportación</b>											
Combustibles	103,9	184,6	349,2	476,6	429,7	587,0	145,2	291,0	597,6	568,5	514,8
Otros productos	41,3	35,1	93,8	184,9	220,0	117,2	181,4	87,0	48,9	67,4	386,0
Productos primarios	-4,4	-0,9	-1,8	9,4	6,7	-15,2	-3,6	-4,8	-7,2	-15,4	-12,8
<b>Por fuentes de financiamiento externo</b>											
Economías deudoras netas	-31,7	-55,9	-95,3	-116,8	-212,2	-361,6	-180,3	-265,4	-360,0	-423,2	-519,7
Financiamiento oficial	-5,8	-4,6	-5,7	-3,9	-5,7	-12,8	-11,4	-14,7	-17,9	-19,7	-16,7
<b>Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda</b>											
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda 2005-09											
	1,9	-6,8	-9,0	-6,1	-19,2	-34,8	-31,6	-40,8	-47,0	-53,3	-51,2
<b>Mundo<sup>1</sup></b>	<b>-73,7</b>	<b>0,2</b>	<b>31,8</b>	<b>211,8</b>	<b>305,4</b>	<b>232,4</b>	<b>225,5</b>	<b>282,6</b>	<b>520,9</b>	<b>544,9</b>	<b>598,4</b>
<i>Partidas informativas</i>											
Porcentaje del total mundial de las transacciones en cuenta corriente	-0,4	0,0	0,1	0,7	0,9	0,6	0,7	0,8	1,2	1,2	1,0
Porcentaje del PIB mundial	-0,2	0,0	0,1	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,7	0,7	0,6

<sup>1</sup>Refleja los errores, omisiones y asimetrías de las estadísticas de balanza de pagos en cuenta corriente, así como la exclusión de los datos correspondientes a los organismos internacionales y a un número limitado de países. Véase "Clasificación de los países" en la introducción de este apéndice estadístico.

<sup>2</sup>Calculado como la suma de los balances en cuenta corriente de los países de la zona del euro, excluido Estonia.

<sup>3</sup>En este cuadro, "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas, excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón, e incluido Estonia.

<sup>4</sup>Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

**Cuadro A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente***(Porcentaje del PIB)*

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Proyecciones		
									2011	2012	2016
<b>Economías avanzadas</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>
Estados Unidos	-4,7	-5,3	-5,9	-6,0	-5,1	-4,7	-2,7	-3,2	-3,2	-2,8	-3,4
Zona del euro <sup>1</sup>	0,4	1,2	0,4	0,4	0,2	-0,6	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,1
Alemania	1,9	4,7	5,1	6,5	7,6	6,7	5,0	5,3	5,1	4,6	3,6
Francia	0,7	0,5	-0,5	-0,6	-1,0	-1,9	-1,9	-2,1	-2,8	-2,7	-2,2
Italia	-1,3	-0,9	-1,7	-2,6	-2,4	-2,9	-2,1	-3,5	-3,4	-3,0	-2,4
España	-3,5	-5,3	-7,4	-9,0	-10,0	-9,7	-5,5	-4,5	-4,8	-4,5	-3,5
Países Bajos	5,6	7,6	7,4	9,3	6,7	4,3	4,6	7,1	7,9	8,2	6,0
Bélgica	3,4	3,2	2,0	1,9	1,6	-1,9	0,8	1,2	1,0	1,2	2,4
Austria	1,7	2,2	2,2	2,8	3,5	4,9	2,9	3,2	3,1	3,1	3,2
Grecia	-6,6	-5,9	-7,4	-11,2	-14,4	-14,7	-11,0	-10,4	-8,2	-7,1	-3,8
Portugal	-6,5	-8,4	-10,4	-10,7	-10,1	-12,6	-10,9	-9,9	-8,7	-8,5	-5,7
Finlandia	4,8	6,2	3,4	4,2	4,3	2,9	2,3	3,1	2,8	2,6	2,8
Irlanda	0,0	-0,6	-3,5	-3,6	-5,3	-5,6	-3,0	-0,7	0,2	0,6	0,1
República Eslovaca	-5,9	-7,8	-8,5	-7,8	-5,3	-6,6	-3,6	-3,4	-2,8	-2,7	-3,1
Eslovenia	-0,8	-2,7	-1,7	-2,5	-4,8	-6,7	-1,5	-1,2	-2,0	-2,1	-2,6
Luxemburgo	8,1	11,9	11,5	10,4	10,1	5,3	6,7	7,7	8,5	8,7	9,3
Estonia	-11,3	-11,3	-10,0	-15,3	-17,2	-9,7	4,5	3,6	3,3	3,1	-3,7
Chipre	-2,3	-5,0	-5,9	-7,0	-11,7	-17,2	-7,5	-7,0	-8,9	-8,7	-8,0
Malta	-3,1	-6,0	-8,7	-9,3	-5,6	-5,6	-6,9	-0,6	-1,1	-2,3	-3,3
Japón	3,2	3,7	3,6	3,9	4,8	3,2	2,8	3,6	2,3	2,3	2,0
Reino Unido	-1,6	-2,1	-2,6	-3,4	-2,6	-1,6	-1,7	-2,5	-2,4	-1,9	-1,0
Canadá	1,2	2,3	1,9	1,4	0,8	0,4	-2,8	-3,1	-2,8	-2,6	-1,3
Corea	2,4	4,5	2,2	1,5	2,1	0,3	3,9	2,8	1,1	1,0	0,6
Australia	-5,2	-6,0	-5,7	-5,3	-6,2	-4,5	-4,2	-2,6	-0,4	-2,1	-6,2
Taiwan, provincia china de	9,8	5,8	4,8	7,0	8,9	6,9	11,4	9,4	11,6	10,9	8,0
Suecia	7,0	6,6	6,8	8,4	9,2	8,7	7,2	6,5	6,1	5,8	5,6
Suiza	13,3	13,4	14,0	14,8	8,9	2,3	11,5	14,2	13,2	12,8	12,0
Hong Kong, RAE de	10,4	9,5	11,4	12,1	12,3	13,7	8,6	6,6	5,2	5,5	7,9
Singapur	22,7	17,0	21,1	24,8	27,3	14,6	19,0	22,2	20,4	19,0	14,9
República Checa	-6,3	-5,3	-1,3	-2,5	-3,3	-0,6	-1,1	-2,4	-1,8	-1,2	-0,7
Noruega	12,3	12,7	16,3	17,2	14,1	17,9	13,1	12,9	16,3	16,0	14,8
Israel	0,6	1,8	3,2	5,1	2,9	0,8	3,6	3,1	3,3	3,1	3,4
Dinamarca	3,7	3,3	4,1	3,1	1,4	2,4	3,8	5,0	4,8	4,8	4,9
Nueva Zelandia	-3,9	-5,7	-7,9	-8,2	-8,0	-8,7	-2,9	-2,2	-0,2	-4,4	-7,0
Islandia	-4,8	-9,8	-16,1	-25,7	-15,7	-28,3	-10,4	-8,0	1,1	2,1	-0,6
<i>Partidas informativas</i>											
Principales economías avanzadas	-1,5	-1,4	-1,9	-2,0	-1,3	-1,3	-0,8	-1,0	-1,3	-1,1	-1,4
Zona del euro <sup>2</sup>	0,3	0,8	0,1	-0,1	0,1	-1,4	-0,6	-0,6	0,0	0,0	0,1
Economías asiáticas recientemente industrializadas	7,0	6,5	5,5	6,0	7,2	5,1	8,0	7,1	6,3	6,0	4,8

<sup>1</sup>Calculado sumando los saldos de cada uno de los países que integran la zona del euro, excluido Estonia.<sup>2</sup>Corregido para declarar las discrepancias en las transacciones dentro de la zona del euro, excluido Estonia.

**Cuadro A12. Economías emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente**

(Porcentaje del PIB)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Proyecciones		
									2011	2012	2016
<b>África subsahariana</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>4,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,6</b>
Angola	-5,6	3,8	18,2	27,5	15,7	8,6	-10,0	-1,8	6,2	9,5	4,4
Benin	-9,4	-7,0	-6,3	-5,3	-10,1	-8,0	-8,9	-6,3	-5,3	-6,8	-5,2
Botswana	5,7	3,5	15,2	17,2	15,0	7,5	-5,5	-2,5	-2,4	0,0	4,0
Burkina Faso	-9,0	-11,0	-11,6	-9,1	-8,2	-11,5	-4,9	-4,2	-4,1	-7,6	-5,6
Burundi	-4,6	-8,4	-1,2	-14,5	-24,6	-15,0	-16,1	-12,0	-15,8	-14,9	-17,2
Camerún	-1,8	-3,4	-3,4	1,6	1,4	-0,8	-3,7	-3,9	-3,1	-3,0	-2,9
Cabo Verde	-11,1	-14,3	-3,5	-5,4	-14,7	-15,7	-15,3	-11,8	-18,0	-15,7	-7,9
Chad	-49,0	-17,1	2,4	-9,0	1,1	-0,1	-22,1	-21,3	-8,0	-6,1	-4,3
Comoras	-3,2	-4,6	-7,4	-6,7	-6,3	-11,1	-9,0	-6,8	-12,1	-10,1	-6,8
Congo, República del	2,5	-7,6	2,0	2,0	-8,0	1,2	-8,9	2,7	12,5	16,0	6,1
Congo, República Democrática del	0,9	-3,0	-13,3	-2,7	-1,1	-17,5	-10,5	-6,8	-2,8	-0,7	1,1
Côte d'Ivoire <sup>1</sup>	2,1	1,6	0,2	2,8	-0,7	1,9	7,4	3,9	...	...	...
Eritrea	9,7	-0,7	0,3	-3,6	-6,1	-5,5	-7,6	-5,8	-0,9	0,2	-1,3
Etiopia	-1,3	-1,4	-6,3	-9,1	-4,5	-5,6	-5,0	-4,3	-8,1	-8,1	-4,2
Gabón	9,5	11,2	22,9	15,6	17,3	23,7	7,9	11,8	17,0	15,3	5,9
Gambia	-7,3	-7,0	-13,4	-10,2	-9,6	-12,7	-9,9	-12,0	-12,0	-12,8	-13,8
Ghana	-1,1	-2,5	-5,1	-6,2	-8,0	-10,8	-4,0	-7,2	-6,8	-5,2	-2,3
Guinea	-0,8	-2,8	-0,4	7,0	-10,3	-7,5	-10,8	-12,7	-11,4	-12,1	-14,4
Guinea-Bissau	-0,5	1,4	-2,1	-5,6	-4,4	-4,9	-6,0	-6,2	-5,7	-4,3	-1,5
Guinea Ecuatorial	-33,3	-21,6	-6,2	7,1	4,3	9,1	-17,1	-23,8	-10,2	-9,0	-5,6
Kenya	-0,2	0,1	-1,5	-2,3	-4,0	-6,7	-5,6	-7,9	-9,3	-7,9	-4,0
Lesotho	-13,9	-5,5	-7,6	4,7	13,9	7,9	-0,5	-16,2	-23,4	-17,8	-11,8
Liberia	-24,4	-20,2	-37,4	-13,9	-31,4	-57,3	-38,3	-44,1	-37,6	-65,5	-7,0
Madagascar	-6,0	-9,2	-10,6	-8,8	-12,7	-20,6	-20,7	-13,4	-7,1	-6,4	0,3
Malawi	-11,7	-11,2	-14,7	-12,5	1,0	-10,2	-5,8	-1,3	-3,8	-3,7	-2,0
Malí	-7,0	-7,9	-8,5	-4,1	-6,9	-12,7	-7,5	-8,5	-6,8	-8,0	-7,8
Mauricio	1,6	-1,8	-5,0	-9,1	-5,4	-10,1	-7,4	-9,5	-11,6	-9,6	-3,5
Mozambique	-17,5	-10,7	-11,6	-10,7	-9,7	-11,9	-10,5	-12,7	-12,0	-12,1	-12,2
Namibia	6,1	7,0	4,7	13,9	9,1	2,7	-0,7	-1,1	-0,9	-3,3	0,7
Niger	-7,5	-7,3	-8,9	-8,6	-8,2	-13,0	-28,7	-30,7	-22,7	-14,1	-4,0
Nigeria	-5,9	5,7	6,5	26,5	18,7	15,4	13,0	6,4	14,6	13,3	9,0
República Centroafricana	-2,2	-1,8	-6,5	-3,0	-6,2	-10,4	-7,9	-8,7	-9,1	-8,5	-6,6
Rwanda	-2,5	1,8	1,0	-4,3	-2,2	-4,9	-8,5	-6,8	-9,2	-6,2	-3,3
Santo Tomé y Príncipe	-14,1	-16,2	-9,5	-27,5	-37,6	-37,8	-28,0	-32,0	-44,7	-42,5	-24,9
Senegal	-6,4	-6,9	-9,0	-9,5	-11,8	-14,3	-7,7	-8,3	-11,5	-10,8	-8,2
Seychelles	0,2	-5,8	-18,8	-13,2	-20,5	-48,9	-40,0	-50,7	-32,7	-18,6	-2,1
Sierra Leona	-4,8	-5,8	-7,1	-5,6	-5,5	-11,5	-8,4	-9,7	-11,9	-11,4	-9,2
Sudáfrica	-1,0	-3,0	-3,5	-5,3	-7,0	-7,1	-4,1	-2,8	-4,4	-5,1	-6,0
Swazilandia	1,4	-0,3	-7,6	-10,3	-5,2	-11,1	-16,8	-20,6	-16,0	-12,9	-7,5
Tanzania	-0,2	-2,5	-3,8	-7,6	-10,0	-11,1	-10,2	-8,6	-9,5	-10,7	-7,2
Togo	-10,8	-10,0	-9,9	-8,4	-8,7	-9,6	-6,9	-7,9	-8,4	-7,4	-6,1
Uganda	-4,7	0,1	-1,4	-3,4	-3,1	-3,1	-6,8	-9,9	-10,6	-9,2	-4,1
Zambia	-14,3	-10,4	-8,5	-0,4	-6,5	-7,2	4,2	3,8	5,9	3,3	0,0
Zimbabwe <sup>2</sup>	...	...	-10,9	-8,6	-7,2	-23,2	-24,4	-18,3	-17,5	-17,5	-12,9



**Cuadro A12. Economías emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente (continuación)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Proyecciones		
									2011	2012	2016
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,4</b>
Antigua y Barbuda	-12,9	-14,5	-21,7	-31,4	-34,3	-30,5	-22,5	-13,9	-18,6	-18,2	-24,3
Argentina	6,3	1,7	2,6	3,2	2,3	1,3	1,8	0,9	0,1	-0,5	-0,9
Bahamas, Las	-5,4	-2,8	-9,9	-19,6	-17,8	-15,9	-11,7	-12,4	-15,0	-14,3	-12,0
Barbados	-5,6	-10,6	-10,7	-6,9	-4,5	-9,6	-5,5	-7,4	-6,7	-6,0	-4,7
Belice	-18,2	-14,7	-13,6	-2,1	-4,1	-9,8	-8,4	-2,7	-8,1	-6,7	-7,3
Bolivia	1,0	3,8	6,5	11,3	12,0	12,1	4,7	4,8	3,8	4,4	2,9
Brasil	0,8	1,8	1,6	1,2	0,1	-1,7	-1,5	-2,3	-2,6	-3,0	-3,6
Chile	-1,1	2,2	1,2	4,9	4,5	-1,9	1,6	1,9	0,5	-1,3	-2,5
Colombia	-0,9	-0,6	-1,1	-1,9	-2,9	-3,0	-2,2	-3,1	-2,1	-2,2	-1,8
Costa Rica	-5,0	-4,3	-4,9	-4,5	-6,3	-9,3	-2,0	-3,6	-4,5	-4,7	-5,1
Dominica	-20,0	-20,4	-26,0	-15,7	-25,0	-31,8	-28,1	-28,0	-29,2	-27,5	-22,5
Ecuador	-1,4	-1,6	1,0	3,9	3,6	2,2	-0,7	-4,4	-4,0	-4,0	-4,0
El Salvador	-4,7	-4,1	-3,5	-4,2	-6,0	-7,6	-1,8	-2,1	-3,8	-3,6	-3,5
Granada	-25,3	-9,0	-31,3	-33,2	-43,2	-38,7	-33,2	-27,1	-25,3	-27,1	-26,2
Guatemala	-4,7	-4,9	-4,6	-5,0	-5,2	-4,3	0,0	-2,1	-3,3	-4,0	-5,4
Guyana	-5,8	-6,7	-10,1	-13,1	-11,1	-13,1	-9,2	-9,8	-11,9	-22,9	-10,1
Haití	-1,6	-1,6	2,6	-1,4	-1,5	-4,4	-3,4	-2,3	-4,0	-4,6	-2,9
Honduras	-6,8	-7,7	-3,0	-3,7	-9,0	-15,4	-3,7	-6,2	-7,3	-7,1	-6,1
Jamaica	-7,6	-6,4	-9,5	-10,0	-16,5	-17,8	-10,9	-8,1	-8,3	-7,7	-4,3
México	-1,0	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-1,5	-0,7	-0,5	-0,9	-1,1	-1,5
Nicaragua	-16,0	-14,4	-14,9	-13,4	-16,6	-23,3	-11,9	-14,1	-17,6	-16,5	-12,1
Panamá	-4,5	-7,5	-4,9	-3,1	-7,2	-11,9	-0,2	-11,2	-12,5	-12,6	-6,8
Paraguay	2,3	2,1	0,2	1,4	1,5	-1,8	0,6	-3,2	-4,1	-3,7	-2,8
Perú	-1,5	0,0	1,4	3,1	1,4	-4,2	0,2	-1,5	-2,1	-2,8	-1,4
República Dominicana	5,1	4,8	-1,4	-3,6	-5,3	-9,9	-5,0	-8,6	-8,3	-5,4	-4,0
Saint Kitts y Nevis	-34,8	-20,1	-18,3	-20,4	-24,3	-33,2	-34,0	-27,5	-30,5	-28,9	-24,5
San Vicente y las Granadinas	-20,5	-24,4	-22,3	-23,7	-34,6	-35,2	-35,0	-33,6	-37,5	-34,3	-25,2
Santa Lucía	-14,7	-10,9	-17,1	-30,2	-31,3	-27,8	-14,4	-16,7	-29,1	-20,8	-16,9
Suriname	-18,0	-10,3	-13,0	7,8	10,7	9,6	-1,1	1,0	0,4	-0,2	0,1
Trinidad y Tabago	8,7	12,4	22,5	39,6	24,8	31,3	9,0	17,6	18,7	19,2	17,9
Uruguay	-0,7	0,0	0,2	-2,0	-0,9	-4,7	0,6	0,5	-1,0	-1,6	-1,9
Venezuela	14,1	13,8	17,7	14,8	8,8	12,0	2,6	4,9	7,0	6,3	2,0
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>3</sup></b>	<b>6,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>	<b>7,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>	<b>3,2</b>	<b>0,4</b>
Rusia	8,2	10,1	11,1	9,5	5,9	6,2	4,1	4,9	5,6	3,9	0,3
Excluido Rusia	0,2	2,2	1,3	0,6	-1,3	0,8	-2,0	0,7	2,0	0,7	0,8
Armenia	-6,8	-0,5	-1,0	-1,8	-6,4	-11,8	-16,0	-13,7	-12,4	-11,3	-8,5
Azerbaiyán	-27,8	-29,8	1,3	17,6	27,3	35,5	23,6	27,7	28,4	24,2	17,2
Belarús	-2,4	-5,3	1,4	-3,9	-6,7	-8,6	-13,0	-15,5	-15,7	-15,2	-12,0
Georgia	-9,6	-6,9	-11,1	-15,1	-19,7	-22,6	-11,2	-9,8	-13,0	-12,0	-6,1
Kazajstán	-0,9	0,8	-1,8	-2,5	-8,1	4,6	-3,7	2,5	5,8	4,2	1,5
Moldova	-6,6	-1,8	-7,6	-11,4	-15,3	-16,3	-8,5	-10,9	-11,1	-11,2	-9,3
Mongolia	-7,1	1,3	1,3	6,5	6,3	-12,9	-9,0	-15,2	-13,3	-14,0	13,2
República Kirguisa	1,7	4,9	2,8	-3,1	-0,2	-8,1	2,0	-7,4	-6,7	-7,8	-3,9
Tayikistán	-1,3	-3,9	-1,7	-2,8	-8,6	-7,6	-5,9	2,2	-4,1	-7,2	-4,3
Turkmenistán	2,7	0,6	5,1	15,7	15,5	16,5	-16,1	-11,4	-4,7	-3,9	6,1
Ucrania	5,8	10,6	2,9	-1,5	-3,7	-7,1	-1,5	-1,9	-3,6	-3,8	-2,9
Uzbekistán	5,8	7,2	7,7	9,1	7,3	8,7	2,2	6,7	10,0	6,7	2,7

**Cuadro A12. Economías emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente (continuación)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Proyecciones			
									2011	2012	2016	
<b>Economías en desarrollo</b>												
<b>de Asia</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>5,9</b>	<b>4,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,8</b>	
Afganistán, República Islámica del	-16,5	-4,7	-2,7	-5,7	0,9	-1,6	-2,6	2,0	-0,7	-3,6	-7,4	
Bangladesh	0,3	-0,3	0,0	1,2	1,1	1,9	3,3	1,4	-1,0	-1,2	-0,2	
Bhután	-22,5	-17,6	-28,7	-4,2	12,1	-2,2	-9,2	-5,2	-12,0	-18,1	-19,0	
Brunei Darussalam	50,6	48,3	52,7	56,4	51,1	54,3	40,2	42,8	44,6	44,5	50,9	
Camboya	-3,6	-2,2	-3,8	-0,6	-2,5	-6,2	-5,2	-4,3	-11,4	-10,0	-4,7	
China	2,8	3,6	7,1	9,3	10,6	9,6	6,0	5,2	5,7	6,3	7,8	
Fiji	-6,4	-12,6	-9,9	-18,7	-13,6	-17,9	-7,9	-7,1	-8,9	-8,5	-6,4	
Filipinas	0,4	1,9	2,0	4,5	4,9	2,2	5,8	4,5	2,9	2,8	0,9	
India	1,5	0,1	-1,3	-1,0	-0,7	-2,0	-2,8	-3,2	-3,7	-3,8	-1,6	
Indonesia	3,5	0,6	0,1	3,0	2,4	0,0	2,6	0,9	0,9	0,4	-1,0	
Islas Salomón	6,3	16,3	-7,0	-9,3	-13,8	-19,3	-17,9	-25,6	-16,8	-15,2	-39,4	
Kiribati	-15,0	-21,8	-41,7	-24,2	-29,4	-34,7	-29,8	-23,1	-28,9	-23,7	-21,3	
Malasia	12,0	12,1	15,0	16,4	15,9	17,5	16,5	11,8	11,4	10,8	8,6	
Maldivas	-3,4	-11,6	-27,6	-23,4	-29,3	-36,9	-23,5	-26,9	-30,4	-28,0	-30,9	
Myanmar	-1,0	2,4	3,7	7,1	0,6	-2,2	-1,3	-2,0	-3,5	-4,5	5,1	
Nepal	2,4	2,7	2,0	2,1	-0,1	2,7	4,2	-2,7	-1,0	-1,0	-0,3	
Pakistán	4,9	1,8	-1,4	-3,9	-4,8	-8,5	-5,7	-2,3	-1,5	-2,4	-4,4	
Papua Nueva Guinea	4,3	2,1	6,1	9,2	3,3	10,1	-7,6	-23,7	-24,2	-17,6	10,3	
República Democrática Popular Lao	-13,1	-17,8	-18,1	-11,2	-15,9	-18,5	-17,6	-10,2	-13,6	-15,4	-16,3	
Samoa	-8,3	-8,4	-9,6	-11,1	-15,9	-6,2	-2,0	-8,0	-13,1	-8,9	-2,4	
Sri Lanka	-0,4	-3,1	-2,5	-5,3	-4,3	-9,8	-0,5	-3,5	-4,1	-4,5	-5,0	
Tailandia	3,4	1,7	-4,3	1,1	6,3	0,8	8,3	4,6	2,7	1,9	2,0	
Timor-Leste	-15,1	21,1	78,8	165,5	329,0	455,6	245,4	227,1	196,9	167,6	63,7	
Tonga	0,7	0,4	-5,2	-8,1	-8,6	-11,7	-11,1	-9,4	-11,3	-11,2	-6,9	
Tuvalu	-34,5	-4,5	21,7	-1,5	-1,9	-10,2	-5,2	-24,1	6,3	-3,4	5,1	
Vanuatu	-5,9	-4,5	-8,7	-6,5	-7,0	-11,1	-8,2	-5,9	-5,7	-6,0	-6,0	
Vietnam	-4,9	-3,5	-1,1	-0,3	-9,8	-11,9	-6,6	-3,8	-4,0	-3,9	-3,5	
<b>Europa central y oriental</b>	<b>-4,1</b>	<b>-5,3</b>	<b>-4,9</b>	<b>-6,5</b>	<b>-8,1</b>	<b>-7,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>-5,4</b>	<b>-5,7</b>	<b>-6,2</b>	
Albania	-5,0	-4,0	-6,1	-5,6	-10,4	-15,2	-14,0	-10,1	-11,2	-9,8	-5,0	
Bosnia y Herzegovina	-19,4	-16,4	-17,2	-8,0	-10,7	-14,5	-6,9	-6,0	-6,0	-5,7	-4,6	
Bulgaria	-5,3	-6,4	-11,7	-17,6	-30,2	-23,3	-10,0	-0,8	-1,5	-2,0	-4,0	
Croacia	-6,3	-4,4	-5,5	-7,0	-7,6	-9,2	-5,5	-1,9	-3,6	-3,6	-5,7	
Hungría	-8,0	-8,4	-7,6	-7,6	-6,9	-7,3	-0,5	1,6	1,5	0,9	-3,7	
Kosovo	-8,1	-8,3	-7,4	-6,7	-8,3	-15,2	-16,8	-17,3	-23,1	-25,6	-16,7	
Letonia	-8,1	-12,9	-12,5	-22,5	-22,3	-13,1	8,6	3,6	2,6	1,5	-2,6	
Lituania	-6,9	-7,6	-7,1	-10,7	-14,6	-13,4	4,5	1,8	-0,9	-2,9	-3,3	
Macedonia, ex República Yugoslava de	-3,8	-7,6	-2,6	-0,8	-6,5	-13,9	-6,4	-2,8	-4,2	-4,8	-4,5	
Montenegro	-6,7	-7,2	-8,5	-24,1	-39,5	-50,6	-30,3	-25,6	-24,5	-22,1	-8,9	
Polonia	-2,5	-4,0	-1,2	-2,7	-4,8	-4,8	-2,2	-3,3	-3,9	-4,2	-4,3	
Rumania	-5,8	-8,4	-8,6	-10,4	-13,4	-11,6	-4,2	-4,2	-5,0	-5,2	-5,0	
Serbia	-7,2	-12,1	-8,7	-10,2	-16,0	-21,1	-6,9	-7,1	-7,4	-6,6	-5,1	
Turquía	-2,5	-3,7	-4,6	-6,1	-5,9	-5,7	-2,3	-6,5	-8,0	-8,2	-8,4	

**Cuadro A12. Economías emergentes y en desarrollo: Balanza de pagos en cuenta corriente (conclusión)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Proyecciones		
									2011	2012	2016
<b>Oriente Medio y Norte de África</b>	<b>6,6</b>	<b>9,5</b>	<b>16,1</b>	<b>17,9</b>	<b>14,4</b>	<b>14,9</b>	<b>2,4</b>	<b>6,5</b>	<b>12,7</b>	<b>11,2</b>	<b>9,3</b>
Arabia Saudita	13,1	20,8	28,5	27,8	24,3	27,8	6,1	8,7	19,8	13,8	6,2
Argelia	13,0	13,0	20,5	24,7	22,8	20,2	0,3	9,4	17,8	17,4	14,6
Bahrein	2,0	4,2	11,0	13,8	15,7	10,2	2,9	4,6	13,0	13,4	10,3
Djibouti	3,4	-1,3	-3,2	-11,5	-21,4	-24,3	-9,1	-6,7	-15,4	-18,8	-17,4
Egipto	2,4	4,3	3,2	1,6	2,1	0,5	-2,3	-2,0	-2,7	-2,3	-1,4
Emiratos Árabes Unidos	5,2	5,6	11,6	15,4	6,0	7,4	3,0	7,7	10,4	10,5	11,2
Irán, República Islámica del	0,6	0,6	8,8	9,2	11,9	7,3	4,2	6,0	11,7	10,4	6,8
Iraq	...	...	6,2	19,0	12,5	12,8	-26,6	-6,2	-3,2	-0,7	15,8
Jordania	11,5	0,1	-18,0	-11,0	-16,9	-9,0	-6,3	-5,4	-8,5	-8,7	-4,6
Kuwait	19,7	26,2	37,2	44,6	36,8	40,5	26,1	31,8	39,4	39,4	41,8
Libano	-13,0	-15,3	-13,4	-5,3	-6,8	-9,2	-9,4	-10,2	-12,9	-12,8	-9,8
Libia <sup>4</sup>	8,4	20,3	39,6	49,7	41,7	41,7	15,6	16,0	...	...	...
Mauritania	-13,6	-34,6	-47,2	-1,3	-18,3	-15,8	-12,3	-4,9	-6,9	-5,0	-7,3
Marruecos	3,2	1,7	1,8	2,2	-0,1	-5,2	-4,9	-4,2	-5,7	-4,1	-1,8
Omán	2,4	4,5	16,8	15,4	5,9	8,3	-0,6	11,6	14,9	14,7	12,3
Qatar	25,3	22,4	30,9	25,3	25,0	29,2	10,2	18,7	36,1	34,0	26,2
República Árabe Siria	-12,5	-1,6	-2,3	-2,3	-3,6	-2,8	-5,7	-4,4	-4,6	-4,8	-5,0
Sudán	-7,9	-6,5	-11,1	-15,2	-12,5	-9,0	-12,4	-8,5	-5,5	-6,6	-6,5
Túnez	-2,7	-2,4	-0,9	-1,8	-2,4	-3,8	-2,8	-4,8	-7,8	-5,8	-1,6
Yemen, República del	1,5	1,6	3,8	1,1	-7,0	-4,6	-10,2	-4,4	-4,0	-4,0	-4,4

<sup>1</sup>No se presentan los años de proyección para Côte d'Ivoire debido a la incertidumbre de la situación política.

<sup>2</sup>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 personal técnico del FMI del dólar de EE.UU. pueden diferir de las estimaciones preparadas por las autoridades.

<sup>3</sup>Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

<sup>4</sup>Se excluye a Libia en los años de proyección debido a la incertidumbre de la situación política.

### Cuadro A13. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos financieros netos<sup>1</sup>

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	Promedio									Proyecciones	
	2000-02	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>											
Flujos financieros privados netos	76,6	172,9	226,4	291,2	252,1	694,7	230,3	236,6	470,1	388,1	411,5
Inversión privada directa neta	155,5	146,0	187,7	252,7	258,1	418,3	439,6	247,7	371,1	357,7	378,7
Flujos privados netos de cartera	-33,9	0,0	16,2	35,1	-40,5	89,2	-57,9	120,2	162,2	69,0	93,2
Otros flujos financieros privados netos	-45,0	26,9	22,5	3,4	34,5	187,2	-151,4	-131,4	-63,2	-38,5	-60,4
Flujos financieros oficiales netos <sup>2</sup>	-17,0	-47,6	-51,3	-104,0	-167,5	-100,9	-102,2	125,4	87,5	-41,0	-91,0
Variación de las reservas <sup>3</sup>	-109,4	-321,5	-410,9	-587,9	-749,8	-1,214,6	-735,9	-503,8	-885,4	-969,8	-938,1
<i>Partida informativa</i>											
Cuenta corriente <sup>4</sup>	75,0	145,2	219,7	443,0	661,5	649,7	704,2	326,6	378,1	646,5	635,9
<b>África subsahariana</b>											
Flujos financieros privados netos	3,4	3,7	13,7	20,9	13,3	28,1	24,5	24,4	21,7	36,9	38,2
Inversión privada directa neta	11,5	12,5	11,6	17,3	8,9	23,0	31,9	28,0	26,4	32,2	31,4
Flujos privados netos de cartera	-2,9	-1,2	3,6	3,3	11,9	8,0	-21,6	4,0	2,0	4,5	12,2
Otros flujos financieros privados netos	-5,1	-7,5	-1,6	0,2	-7,5	-3,0	14,2	-7,6	-6,7	0,2	-5,3
Flujos financieros oficiales netos <sup>2</sup>	-1,4	-1,3	-3,2	-7,8	-34,5	-6,2	0,3	10,7	20,2	6,9	8,0
Variación de las reservas <sup>3</sup>	-2,7	0,2	-18,7	-23,6	-30,3	-28,8	-17,9	9,4	-4,1	-29,2	-32,0
<b>América Latina y el Caribe</b>											
Flujos financieros privados netos	38,8	17,0	16,7	46,8	39,5	110,0	66,3	33,1	104,3	131,1	137,8
Inversión privada directa neta	64,4	37,3	50,8	56,7	33,0	91,5	97,4	68,8	75,3	112,3	123,4
Flujos privados netos de cartera	-9,9	-12,5	-23,1	3,1	16,5	39,5	-12,8	34,7	71,5	39,0	42,8
Otros flujos financieros privados netos	-15,7	-7,8	-11,0	-13,1	-10,0	-21,0	-18,3	-70,3	-42,5	-20,1	-28,4
Flujos financieros oficiales netos <sup>2</sup>	11,1	5,1	-10,7	-39,6	-55,1	-6,6	1,8	44,1	48,5	37,1	38,2
Variación de las reservas <sup>3</sup>	-1,1	-32,5	-23,3	-36,1	-52,5	-133,9	-50,7	-49,3	-103,7	-85,8	-64,8
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>5</sup></b>											
Flujos financieros privados netos	-4,6	20,9	5,6	29,1	51,6	129,2	-96,2	-62,0	-23,7	6,2	10,7
Inversión privada directa neta	4,1	5,4	13,2	11,7	21,3	28,3	52,2	16,6	19,0	29,0	32,8
Flujos privados netos de cartera	1,3	2,0	4,7	3,9	4,9	19,5	-31,4	-9,5	5,5	6,8	5,1
Otros flujos financieros privados netos	-10,0	13,4	-12,3	13,5	25,4	81,4	-117,0	-69,1	-48,2	-29,6	-27,2
Flujos financieros oficiales netos <sup>2</sup>	-4,3	-11,2	-10,1	-18,3	-25,4	-6,0	-19,0	42,5	1,2	3,6	0,0
Variación de las reservas <sup>3</sup>	-16,7	-32,7	-54,9	-77,1	-127,8	-168,0	27,0	-7,9	-54,5	-114,8	-90,4
<b>Economías en desarrollo de Asia</b>											
Flujos financieros privados netos	25,4	81,7	144,0	90,0	50,2	190,0	49,4	162,6	280,7	169,7	125,2
Inversión privada directa neta	50,8	58,5	68,3	93,9	85,7	153,7	134,5	66,8	175,3	110,1	108,1
Flujos privados netos de cartera	-13,6	22,1	39,2	16,7	-44,5	68,7	21,2	58,2	82,6	66,3	68,6
Otros flujos financieros privados netos	-11,9	1,1	36,5	-20,5	8,9	-32,4	-106,3	37,7	22,9	-6,7	-51,6
Flujos financieros oficiales netos <sup>2</sup>	-5,4	-18,3	-0,6	-2,9	1,3	0,4	-5,4	17,2	16,6	13,2	11,8
Variación de las reservas <sup>3</sup>	-63,0	-188,6	-243,0	-277,8	-355,3	-616,3	-505,0	-453,0	-581,7	-541,4	-567,4
<b>Europa central y oriental</b>											
Flujos financieros privados netos	21,0	38,5	50,0	101,9	117,3	183,4	153,4	29,0	75,4	119,5	139,7
Inversión privada directa neta	14,8	14,6	30,6	37,8	64,1	74,8	66,4	31,2	22,3	39,4	43,4
Flujos privados netos de cartera	1,4	5,1	15,4	20,8	0,6	-3,3	-9,8	10,0	28,9	34,5	27,8
Otros flujos financieros privados netos	4,8	18,8	4,0	43,3	52,6	112,0	96,8	-12,2	24,2	45,7	68,4
Flujos financieros oficiales netos <sup>2</sup>	4,9	5,0	9,7	3,5	4,8	-6,7	21,9	52,2	38,5	23,0	8,4
Variación de las reservas <sup>3</sup>	-4,6	-10,9	-12,8	-43,6	-32,4	-36,8	-4,1	-29,0	-35,1	-40,0	-30,8
<b>Oriente Medio y Norte de África</b>											
Flujos financieros privados netos	-7,5	11,0	-3,6	2,5	-19,7	54,0	33,0	49,5	11,6	-75,3	-40,2
Inversión privada directa neta	9,9	17,7	13,1	35,3	44,9	47,1	57,2	36,4	52,7	34,8	39,6
Flujos privados netos de cartera	-10,2	-15,6	-23,6	-12,8	-29,9	-43,2	-3,4	22,9	-28,4	-82,2	-63,4
Otros flujos financieros privados netos	-7,1	8,9	6,9	-20,0	-34,8	50,2	-20,8	-9,8	-12,8	-27,9	-16,4
Flujos financieros oficiales netos <sup>2</sup>	-21,9	-27,0	-36,4	-38,9	-58,5	-75,7	-101,7	-41,3	-37,5	-124,9	-157,5
Variación de las reservas <sup>3</sup>	-21,3	-57,0	-58,1	-129,7	-151,5	-230,8	-185,2	26,0	-106,3	-158,6	-152,8
<i>Partidas informativas</i>											
<b>Exportadores de combustibles</b>											
Flujos financieros privados netos	-20,6	19,3	-6,0	6,3	-2,2	117,2	-132,1	-58,4	-62,0	-115,3	-100,9
<b>Otros países</b>											
Flujos financieros privados netos	97,2	153,6	232,3	284,9	254,4	577,5	362,4	295,0	532,1	503,4	512,3

<sup>1</sup>Los flujos financieros netos comprenden la inversión directa neta, la inversión de cartera neta y otros flujos financieros privados y oficiales netos y variación de las reservas.

<sup>2</sup>Excluidas las donaciones e incluidas las transacciones en activos y pasivos externos realizadas por organismos oficiales.

<sup>3</sup>El signo menos indica un aumento.

<sup>4</sup>La suma del saldo en cuenta corriente, los flujos financieros privados netos, los flujos oficiales netos y la variación de las reservas equivale, con signo contrario, a la suma de la cuenta de capital y los errores y omisiones.

<sup>5</sup>Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

**Cuadro A14. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos financieros privados<sup>1</sup>***(Miles de millones de dólares de EE.UU.)*

	Promedio									Proyecciones	
	2000-02	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>											
Flujos financieros privados netos	76,6	172,9	226,4	291,2	252,1	694,7	230,3	236,6	470,1	388,1	411,5
Entradas	-111,7	-124,3	-263,4	-373,9	-743,6	-949,2	-576,7	-247,0	-433,2	-425,0	-498,4
Salidas	187,9	295,6	489,3	664,2	994,1	1.642,6	803,7	484,3	902,7	812,6	908,1
<b>África subsahariana</b>											
Flujos financieros privados netos	3,4	3,7	13,7	20,9	13,3	28,1	24,5	24,4	21,7	36,9	38,2
Entradas	-7,3	-10,1	-10,4	-17,7	-32,7	-28,2	-18,9	-12,3	-20,4	-14,9	-26,9
Salidas	10,9	13,8	24,2	38,5	45,7	56,2	43,2	36,5	41,7	50,9	64,1
<b>América Latina y el Caribe</b>											
Flujos financieros privados netos	38,8	17,0	16,7	46,8	39,5	110,0	66,3	33,1	104,3	131,1	137,8
Entradas	-30,8	-33,6	-45,5	-49,8	-90,6	-114,1	-76,0	-92,7	-161,7	-90,6	-92,3
Salidas	69,3	49,4	61,8	95,9	129,9	223,9	141,0	126,4	265,5	221,1	229,1
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>2</sup></b>											
Flujos financieros privados netos	-4,6	20,9	5,6	29,1	51,6	129,2	-96,2	-62,0	-23,7	6,2	10,7
Entradas	-19,5	-24,4	-53,1	-80,5	-100,4	-160,7	-265,0	-73,3	-91,5	-78,8	-85,5
Salidas	14,9	45,3	58,6	109,6	151,9	289,9	168,8	11,3	67,8	84,9	96,2
<b>Economías en desarrollo de Asia</b>											
Flujos financieros privados netos	25,4	81,7	144,0	90,0	50,2	190,0	49,4	162,6	280,7	169,7	125,2
Entradas	-34,8	-23,5	-53,2	-114,5	-226,3	-245,9	-167,0	-82,7	-112,9	-132,7	-195,1
Salidas	59,8	104,8	197,0	204,5	275,5	435,7	215,5	245,6	394,1	303,6	320,5
<b>Europa central y oriental</b>											
Flujos financieros privados netos	21,0	38,5	50,0	101,9	117,3	183,4	153,4	29,0	75,4	119,5	139,7
Entradas	-6,7	-10,2	-30,0	-17,8	-56,3	-44,3	-28,8	-10,7	-7,5	7,6	-2,0
Salidas	27,8	48,6	80,0	119,6	173,4	226,9	181,3	39,8	82,7	111,8	141,7
<b>Oriente Medio y Norte de África</b>											
Flujos financieros privados netos	-7,5	11,0	-3,6	2,5	-19,7	54,0	33,0	49,5	11,6	-75,3	-40,2
Entradas	-12,7	-22,5	-71,3	-93,6	-237,3	-356,0	-20,9	24,7	-39,2	-115,6	-96,5
Salidas	5,2	33,5	67,7	96,1	217,6	410,0	53,9	24,7	50,8	40,3	56,4

<sup>1</sup>Los flujos financieros netos comprenden la inversión directa, la inversión de cartera y otros flujos de inversión a largo y corto plazo.<sup>2</sup>Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

**Cuadro A15. Economías emergentes y en desarrollo: Reservas<sup>1</sup>**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Proyecciones	
									2011	2012
<i>Miles de millones de dólares de EE.UU.</i>										
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	<b>1.341,4</b>	<b>1.792,0</b>	<b>2.304,4</b>	<b>3.073,3</b>	<b>4.368,6</b>	<b>4.950,4</b>	<b>5.596,9</b>	<b>6.481,2</b>	<b>7.450,8</b>	<b>8.388,4</b>
<b>Por regiones</b>										
África subsahariana	39,1	60,7	80,9	114,0	145,2	156,2	157,5	161,6	190,8	222,8
Excluidos Nigeria y Sudáfrica	25,3	30,4	33,8	48,4	64,0	72,4	77,3	85,7	99,2	117,3
América Latina y el Caribe	195,4	220,6	255,3	310,3	445,1	497,3	547,8	651,4	737,3	802,0
Brasil	48,9	52,5	53,3	85,2	179,5	192,9	237,4	287,5	340,1	387,9
México	59,0	64,1	74,1	76,3	87,1	95,1	99,6	120,3	130,3	140,3
Comunidad de Estados Independientes <sup>2</sup>	91,8	148,2	213,8	355,2	547,8	502,1	512,2	566,8	681,5	771,9
Rusia	73,8	121,5	176,5	296,2	467,6	412,7	417,8	456,2	544,2	614,2
Excluido Rusia	18,0	26,7	37,3	59,0	80,3	89,4	94,5	110,5	137,3	157,7
Economías en desarrollo de Asia	670,3	934,6	1.156,1	1.489,4	2.128,7	2.533,9	3.077,7	3.658,4	4.199,5	4.766,4
China	409,2	615,5	822,5	1.069,5	1.531,3	1.950,3	2.417,9	2.889,6	3.353,4	3.841,6
India	99,5	127,2	132,5	171,3	267,6	248,0	266,2	292,3	301,2	305,8
Excluidos China e India	161,6	191,8	201,1	248,5	329,8	335,6	393,7	476,5	544,9	619,0
Europa central y oriental	114,5	134,0	164,3	208,9	264,8	261,5	300,4	335,5	375,6	406,4
Oriente Medio y Norte de África	230,3	293,8	434,1	595,5	836,9	999,5	1.001,2	1.107,5	1.266,1	1.418,9
<b>Por criterios analíticos</b>										
<b>Por fuentes de ingresos de exportación</b>										
Combustibles	291,7	419,1	612,9	927,2	1.343,1	1.473,5	1.442,6	1.592,5	1.890,9	2.145,5
Otros productos	1.049,6	1.372,9	1.691,5	2.146,1	3.025,5	3.477,0	4.154,3	4.888,8	5.559,9	6.242,9
Productos primarios	31,8	35,4	38,7	46,8	58,4	71,3	82,3	99,8	124,9	135,3
<b>Por fuentes de financiamiento externo</b>										
Economías deudoras netas	564,5	664,8	773,6	971,5	1.350,7	1.399,1	1.585,5	1.820,1	2.003,7	2.168,9
Financiamiento oficial	11,7	14,3	31,9	34,8	41,5	44,3	54,8	58,8	65,7	72,1
<b>Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda</b>										
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda 2005–09	35,9	46,4	60,1	73,2	101,5	105,2	119,6	129,7	141,9	154,8
<b>Otros grupos</b>										
Países pobres muy endeudados	18,6	23,3	24,3	31,4	41,5	45,1	54,5	61,1	70,1	81,3



**Cuadro A15. Economías emergentes y en desarrollo: Reservas<sup>1</sup> (conclusión)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Proyecciones	
									2011	2012
	<i>Razón entre las reservas y las importaciones de bienes y servicios<sup>3</sup></i>									
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	<b>59,6</b>	<b>62,6</b>	<b>67,2</b>	<b>75,5</b>	<b>87,0</b>	<b>80,0</b>	<b>109,3</b>	<b>102,0</b>	<b>100,2</b>	<b>101,9</b>
<b>Por regiones</b>										
África subsahariana	27,4	34,8	38,4	48,1	49,3	42,0	48,8	42,3	43,6	48,0
Excluidos Nigeria y Sudáfrica	34,9	34,0	31,4	40,0	41,7	35,3	39,8	39,3	39,3	43,6
América Latina y el Caribe	47,2	44,4	43,4	44,8	53,9	49,7	70,4	65,3	61,8	62,5
Brasil	76,8	65,6	54,4	70,7	113,8	87,6	135,9	117,6	113,0	121,5
México	31,4	29,8	30,5	27,4	28,5	28,5	38,7	36,8	33,0	32,7
Comunidad de Estados Independientes <sup>2</sup>	52,2	65,1	76,6	100,9	115,4	81,1	118,1	103,7	99,5	101,2
Rusia	71,5	93,0	107,4	141,7	165,5	112,3	164,8	136,5	129,4	130,9
Excluido Rusia	24,7	27,5	32,5	41,3	41,8	35,5	52,4	52,1	51,9	53,8
Economías en desarrollo de Asia	74,4	79,4	81,7	89,5	107,1	106,2	144,7	131,0	129,4	129,4
China	91,1	101,5	115,5	125,4	148,0	158,2	217,2	189,3	189,8	187,4
India	107,1	97,0	72,8	75,5	95,1	71,3	73,8	68,4	60,6	54,4
Excluidos China e India	44,9	43,6	38,6	42,5	49,0	41,7	60,2	56,8	55,5	57,8
Europa central y oriental	38,4	34,3	36,1	37,8	37,6	30,7	49,8	48,0	45,8	45,5
Oriente Medio y Norte de África	72,9	74,7	89,9	103,7	113,6	104,5	117,2	118,5	119,9	123,4
<b>Por criterios analíticos</b>										
<b>Por fuentes de ingresos de exportación</b>										
Combustibles	66,7	76,8	89,6	112,7	123,7	104,9	123,1	118,2	120,1	124,7
Otros productos	58,0	59,3	61,6	66,0	76,8	72,7	105,2	97,7	94,8	95,8
Productos primarios	56,7	51,7	45,6	47,9	47,0	43,6	63,6	59,6	60,6	61,0
<b>Por fuentes de financiamiento externo</b>										
Economías deudoras netas	45,8	42,9	41,7	44,0	50,1	42,4	60,1	56,8	53,0	52,7
Financiamiento oficial	21,8	22,1	40,8	38,4	37,3	31,9	42,9	37,4	34,7	35,4
<b>Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda</b>										
Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda 2005–09	31,1	31,3	33,4	34,4	38,5	31,5	43,8	39,0	35,5	35,6
<b>Otros grupos</b>										
Países pobres muy endeudados	32,0	32,1	27,3	30,2	32,7	28,1	38,0	37,1	36,9	40,3

<sup>1</sup>A los efectos de este cuadro, las tenencias oficiales de oro se han valorado a DEG 35 la onza. Por consiguiente, las reservas de los países con considerables tenencias de oro están muy subestimadas.

<sup>2</sup>Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

<sup>3</sup>Reservas al final del año, expresadas como porcentaje de la importación de bienes y servicios del año indicado.

**Cuadro A16. Resumen del origen y destino del ahorro mundial**

(Porcentaje del PIB)

	Promedios								Proyecciones		
	1989-96	1997-2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013-16
<b>Mundo</b>											
Ahorro	22,1	21,8	22,7	24,0	24,1	23,9	21,6	23,0	24,0	24,7	25,7
Inversión	23,1	22,0	22,5	23,2	23,7	23,7	21,7	22,9	23,4	24,1	25,2
<b>Economías avanzadas</b>											
Ahorro	21,9	20,8	20,1	20,8	20,6	19,4	16,9	17,8	18,4	19,2	19,9
Inversión	22,5	21,2	21,2	21,6	21,6	20,9	17,8	18,6	19,0	19,6	20,5
Préstamos netos	-0,6	-0,4	-1,1	-0,8	-1,0	-1,5	-0,9	-0,8	-0,6	-0,4	-0,6
Transferencias corrientes	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7
Renta de los factores	-0,5	0,3	0,7	1,0	0,4	0,2	-0,1	0,2	0,4	0,6	0,6
Saldo de los recursos	0,4	-0,1	-0,9	-1,0	-0,5	-0,7	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,3
<b>Estados Unidos</b>											
Ahorro	15,8	16,6	15,1	16,2	14,3	12,4	10,9	11,6	12,4	14,3	15,4
Inversión	18,3	19,7	20,3	20,5	19,6	18,0	14,8	15,9	16,2	17,2	18,5
Préstamos netos	-2,4	-3,1	-5,2	-4,3	-5,2	-5,6	-4,0	-4,3	-3,8	-2,9	-3,1
Transferencias corrientes	-0,4	-0,6	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7
Renta de los factores	-0,8	0,9	1,3	2,0	0,6	0,1	-0,4	0,0	0,6	1,3	1,2
Saldo de los recursos	-1,2	-3,4	-5,7	-5,7	-5,0	-4,9	-2,7	-3,4	-3,5	-3,4	-3,6
<b>Zona del euro<sup>1</sup></b>											
Ahorro	...	21,4	21,2	22,0	22,5	21,3	18,7	19,3	19,1	19,4	19,9
Inversión	...	20,8	20,8	21,7	22,3	21,8	18,9	19,0	19,1	19,4	19,8
Préstamos netos	...	0,5	0,4	0,4	0,3	-0,6	-0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1
Transferencias corrientes <sup>2</sup>	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Renta de los factores <sup>2</sup>	-0,7	-0,5	-0,2	0,1	-0,4	-0,7	-0,6	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4
Saldo de los recursos <sup>2</sup>	1,0	1,8	1,6	1,3	1,6	1,1	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7
<b>Alemania</b>											
Ahorro	22,5	20,2	22,0	24,1	25,9	25,2	21,5	22,8	22,2	22,1	22,1
Inversión	23,2	19,7	16,9	17,6	18,3	18,5	16,5	17,5	17,1	17,5	18,1
Préstamos netos	-0,7	0,5	5,1	6,5	7,6	6,7	5,0	5,3	5,1	4,6	4,1
Transferencias corrientes	-1,6	-1,3	-1,3	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
Renta de los factores	-0,3	-0,3	1,1	1,9	1,8	1,2	1,0	1,0	1,3	1,5	1,8
Saldo de los recursos	1,1	2,2	5,3	5,7	7,2	6,9	5,4	5,8	5,3	4,5	3,7
<b>Francia</b>											
Ahorro	20,0	21,0	19,8	20,6	21,2	20,1	17,1	17,3	17,3	17,7	18,5
Inversión	19,9	19,2	20,3	21,1	22,2	22,0	19,0	19,3	20,1	20,4	20,8
Préstamos netos	0,2	1,8	-0,5	-0,6	-1,0	-1,9	-1,9	-2,1	-2,8	-2,7	-2,3
Transferencias corrientes	-0,6	-1,0	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Renta de los factores	-0,4	1,1	1,4	1,6	1,6	1,5	1,2	1,5	1,4	1,4	1,4
Saldo de los recursos	1,2	1,7	-0,6	-1,0	-1,4	-2,2	-1,7	-2,2	-3,0	-2,9	-2,4
<b>Italia</b>											
Ahorro	20,5	20,6	19,0	19,0	19,4	18,3	16,8	16,7	16,5	17,1	18,1
Inversión	20,6	20,4	20,7	21,6	21,9	21,2	18,9	20,2	19,9	20,1	20,8
Préstamos netos	-0,1	0,2	-1,7	-2,6	-2,4	-2,9	-2,1	-3,5	-3,4	-3,0	-2,8
Transferencias corrientes	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Renta de los factores	-1,5	-1,1	-1,0	-0,9	-1,3	-1,2	-0,7	-0,9	-1,7	-1,6	-1,4
Saldo de los recursos	1,9	1,7	0,0	-0,8	-0,3	-0,7	-0,6	-1,8	-0,9	-0,6	-0,6
<b>Japón</b>											
Ahorro	32,5	27,6	27,2	27,7	28,5	26,7	22,9	23,8	24,3	24,8	25,2
Inversión	30,4	24,8	23,6	23,8	23,7	23,6	20,2	20,2	21,9	22,5	23,0
Préstamos netos	2,2	2,8	3,6	3,9	4,8	3,2	2,7	3,6	2,4	2,3	2,2
Transferencias corrientes	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Renta de los factores	0,8	1,5	2,3	2,7	3,1	3,1	2,5	2,4	2,4	2,5	2,8
Saldo de los recursos	1,5	1,5	1,5	1,4	1,9	0,4	0,5	1,4	0,1	0,0	-0,5
<b>Reino Unido</b>											
Ahorro	15,6	15,8	14,5	14,1	15,6	15,0	11,8	12,4	13,2	14,5	17,3
Inversión	17,8	17,4	17,1	17,5	18,2	16,6	13,5	14,8	15,6	16,4	18,5
Préstamos netos	-2,2	-1,6	-2,6	-3,4	-2,6	-1,6	-1,7	-2,5	-2,4	-1,9	-1,2
Transferencias corrientes	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,4	-1,1	-1,1	-1,1
Renta de los factores	-0,4	0,9	1,7	0,6	1,4	1,9	1,5	2,2	1,7	1,5	1,3
Saldo de los recursos	-1,1	-1,7	-3,4	-3,1	-3,1	-2,6	-2,1	-3,3	-3,1	-2,4	-1,4

Cuadro A16. Resumen del origen y destino del ahorro mundial (continuación)

	Promedios								Proyecciones		
	1989-96	1997-2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013-16
<b>Canadá</b>											
Ahorro	16,5	21,3	24,0	24,4	24,1	23,6	18,1	19,0	18,9	19,2	20,0
Inversión	19,3	20,1	22,1	23,0	23,2	23,1	21,0	22,1	21,7	21,9	21,7
Préstamos netos	-2,8	1,2	1,9	1,4	0,8	0,4	-2,9	-3,1	-2,8	-2,6	-1,8
Transferencias corrientes	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Renta de los factores	-3,6	-2,7	-1,7	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0	-1,3	-1,5	-1,3
Saldo de los recursos	0,9	3,9	3,7	2,4	1,9	1,5	-1,8	-2,0	-1,4	-1,1	-0,3
<b>Economías asiáticas recientemente industrializadas</b>											
Ahorro	35,0	32,3	31,8	32,5	33,4	32,8	31,4	33,3	33,0	32,8	32,0
Inversión	32,5	27,3	26,1	26,4	26,1	27,7	23,4	26,2	26,7	26,8	26,7
Préstamos netos	2,5	5,1	5,7	6,1	7,3	5,0	8,0	7,1	6,3	6,0	5,3
Transferencias corrientes	-0,1	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Renta de los factores	0,9	0,4	0,1	0,6	0,7	0,9	1,0	0,6	0,7	0,7	0,8
Saldo de los recursos	1,7	5,2	6,3	6,2	7,3	4,7	7,7	7,2	6,3	6,0	5,2
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>											
Ahorro	23,4	25,5	31,0	32,9	33,1	33,7	32,1	33,0	34,2	34,2	34,7
Inversión	25,9	25,0	26,8	27,8	29,1	30,1	30,3	31,3	31,6	31,9	32,5
Préstamos netos	-1,9	0,5	4,1	5,1	4,0	3,6	1,9	1,8	2,6	2,3	2,2
Transferencias corrientes	0,6	1,2	1,7	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1
Renta de los factores	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,5	-1,3	-1,5	-1,5	-1,5	-1,0
Saldo de los recursos	-0,9	1,2	4,3	5,1	4,0	3,7	1,7	2,0	3,0	2,6	2,2
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,5	4,1	9,1	11,2	13,5	6,8	4,5	5,8	5,6	5,2	5,0
Variación de las reservas <sup>3</sup>	1,0	1,9	5,4	5,8	7,7	3,9	2,8	4,1	4,0	3,5	3,6
<b>Por regiones</b>											
<b>África subsahariana</b>											
Ahorro	15,8	16,2	18,8	24,6	22,6	22,5	19,9	20,4	22,5	22,6	21,3
Inversión	16,9	18,6	19,4	20,3	21,2	22,4	22,1	22,3	21,8	21,9	21,3
Préstamos netos	-1,1	-2,3	-0,6	4,3	1,4	0,1	-2,2	-1,9	0,7	0,8	0,1
Transferencias corrientes	2,0	2,3	2,6	4,6	4,6	4,5	4,7	3,9	3,7	3,5	3,3
Renta de los factores	-3,1	-4,4	-5,8	-4,6	-5,8	-5,8	-3,8	-4,5	-5,2	-5,1	-4,5
Saldo de los recursos	0,3	-0,1	2,6	4,4	2,7	1,4	-3,0	-1,2	2,2	2,4	1,3
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	0,6	2,2	4,4	9,2	7,5	3,6	2,8	3,2	5,3	5,9	5,4
Variación de las reservas <sup>3</sup>	0,8	1,0	3,8	4,2	3,5	1,9	-1,1	0,4	2,4	2,5	2,4
<b>América Latina y el Caribe</b>											
Ahorro	18,7	18,7	22,0	23,3	22,5	22,6	19,3	20,4	20,8	20,9	21,0
Inversión	20,1	20,7	20,5	21,7	22,5	23,8	20,1	21,8	22,4	22,9	23,5
Préstamos netos	-1,4	-1,9	1,5	1,6	0,0	-1,2	-0,7	-1,4	-1,6	-2,0	-2,5
Transferencias corrientes	0,8	1,3	2,0	2,1	1,8	1,6	1,5	1,3	1,2	1,2	1,2
Renta de los factores	-2,2	-2,9	-2,9	-3,1	-3,1	-3,1	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8
Saldo de los recursos	0,0	-0,4	2,4	2,6	1,3	0,3	0,5	0,0	-0,1	-0,5	-0,9
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,0	2,0	3,4	3,2	6,2	2,2	3,6	4,8	2,6	2,0	1,4
Variación de las reservas <sup>3</sup>	0,8	0,4	1,4	1,7	3,6	1,2	1,2	2,1	1,6	1,1	0,9
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>3</sup></b>											
Ahorro	...	25,9	30,0	30,2	30,7	30,1	21,8	25,7	29,7	29,2	28,0
Inversión	...	20,3	21,2	23,0	26,7	25,2	19,0	21,7	24,9	25,9	26,9
Préstamos netos	...	5,6	8,8	7,3	4,0	4,8	2,7	4,0	4,8	3,2	1,1
Transferencias corrientes	...	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1
Renta de los factores	...	-2,9	-2,7	-3,3	-2,9	-3,4	-3,6	-3,6	-3,0	-2,6	-1,4
Saldo de los recursos	...	7,8	11,0	10,3	6,8	8,0	5,8	7,1	7,7	5,8	2,5
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	...	7,7	15,4	14,8	17,4	10,0	1,5	5,6	7,3	5,6	3,4
Variación de las reservas <sup>3</sup>	...	3,1	7,7	9,8	9,8	-1,2	0,5	2,8	4,6	3,2	1,1

**Cuadro A16. Resumen del origen y destino del ahorro mundial (continuación)**

	Promedios								Proyecciones		
	1989-96	1997-2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013-16
<b>Economías en desarrollo de Asia</b>											
Ahorro	31,1	33,5	40,2	42,9	43,8	44,3	45,6	45,5	45,8	46,2	46,7
Inversión	33,4	31,6	36,1	36,9	36,9	38,3	41,4	42,2	42,5	42,6	42,2
Préstamos netos	-2,3	1,9	4,1	6,0	6,9	6,0	4,1	3,2	3,3	3,6	4,5
Transferencias corrientes	1,0	1,7	2,2	2,2	2,2	2,0	1,9	1,8	1,8	1,7	1,6
Renta de los factores	-1,7	-1,5	-0,7	-0,4	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Saldo de los recursos	-1,6	1,8	2,6	4,2	4,9	3,9	2,2	1,7	1,8	2,1	2,9
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	2,7	5,0	8,8	10,7	13,4	7,5	6,6	6,8	5,6	5,7	6,4
Variación de las reservas <sup>3</sup>	1,8	3,0	6,8	7,4	10,2	6,8	5,7	6,2	5,2	4,9	5,7
<b>Europa central y oriental</b>											
Ahorro	20,7	17,8	16,5	16,8	16,6	17,1	16,5	16,8	16,9	16,8	16,8
Inversión	22,4	21,3	21,4	23,3	24,7	24,9	19,1	21,0	22,3	22,4	22,8
Préstamos netos	-1,5	-3,5	-4,9	-6,6	-8,1	-7,8	-2,7	-4,3	-5,4	-5,6	-6,0
Transferencias corrientes	1,7	2,1	1,9	2,0	1,8	1,7	1,9	1,6	1,5	1,4	1,3
Renta de los factores	-1,6	-1,3	-2,0	-2,4	-2,9	-2,4	-2,4	-2,3	-2,2	-2,1	-2,0
Saldo de los recursos	-1,7	-4,3	-5,0	-6,3	-7,1	-7,3	-2,4	-3,7	-4,8	-5,1	-5,5
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	0,7	2,4	5,3	6,3	5,1	2,2	2,5	2,9	2,5	2,4	3,4
Variación de las reservas <sup>3</sup>	0,2	1,1	3,7	2,5	2,3	0,2	1,8	2,0	2,1	1,5	2,4
<b>Oriente Medio y Norte de África</b>											
Ahorro	21,5	27,9	39,9	41,2	40,4	41,8	30,6	32,9	37,5	36,3	35,1
Inversión	24,5	23,4	23,5	23,3	26,3	26,8	28,3	26,5	24,6	25,0	22,8
Préstamos netos	-3,0	4,7	16,5	18,1	14,4	14,9	3,3	6,9	13,3	11,7	-6,0
Transferencias corrientes	-2,2	-1,1	0,0	-0,4	-0,9	-1,0	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	1,3
Renta de los factores	1,0	0,6	-0,3	0,8	0,9	0,5	0,1	-0,6	-0,9	-0,7	-2,0
Saldo de los recursos	-1,9	5,2	16,9	17,9	14,5	15,5	3,9	8,5	15,0	13,4	-5,5
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,0	6,7	21,8	30,8	34,7	15,0	2,6	7,2	12,2	11,0	3,4
Variación de las reservas <sup>3</sup>	0,7	2,4	9,8	9,6	12,5	8,0	-1,3	4,5	6,0	5,0	2,4
<b>Por criterios analíticos</b>											
<b>Por fuentes de ingresos de exportación</b>											
<b>Exportadores de combustibles</b>											
Ahorro	21,8	28,6	37,5	39,2	37,6	37,8	28,0	30,4	35,3	34,3	32,3
Inversión	25,5	22,8	22,2	22,9	26,0	25,2	24,1	23,6	24,0	24,7	25,5
Préstamos netos	-1,9	5,9	15,3	16,4	11,7	12,6	4,4	7,0	11,5	9,7	6,6
Transferencias corrientes	-3,3	-1,7	-0,6	-0,3	-0,7	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1
Renta de los factores	0,2	-1,3	-2,5	-2,0	-2,1	-2,5	-2,2	-2,8	-2,8	-2,4	-0,9
Saldo de los recursos	1,5	9,0	18,5	18,9	14,6	16,0	7,2	10,6	15,0	13,0	8,9
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,4	7,7	20,7	24,6	26,7	13,7	2,8	7,0	11,3	9,5	6,7
Variación de las reservas <sup>3</sup>	0,2	2,5	9,1	10,1	10,8	3,6	-1,6	3,5	5,8	4,3	2,6
<b>Exportadores de otros productos</b>											
Ahorro	23,7	24,8	29,2	31,1	31,8	32,4	33,1	33,7	33,9	34,2	35,3
Inversión	25,6	25,5	28,1	29,2	30,0	31,5	31,8	33,2	33,6	33,9	34,3
Préstamos netos	-1,9	-0,6	1,2	1,9	1,8	0,9	1,3	0,5	0,3	0,3	1,0
Transferencias corrientes	1,4	1,8	2,3	2,4	2,3	2,2	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7
Renta de los factores	-1,9	-2,0	-1,6	-1,6	-1,5	-1,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1
Saldo de los recursos	-1,4	-0,5	0,4	1,1	1,0	-0,1	0,3	-0,2	-0,3	-0,2	0,4
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,6	3,3	5,9	7,3	9,6	4,6	4,9	5,5	4,0	4,0	4,5
Variación de las reservas <sup>3</sup>	1,2	1,8	4,4	4,6	6,8	3,9	3,9	4,3	3,5	3,3	3,9

Cuadro A16. Resumen del origen y destino del ahorro mundial (conclusión)

	Promedios								Proyecciones		
	1989-96	1997-2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013-16
<b>Por fuentes de financiamiento externo</b>											
<b>Economías deudoras netas</b>											
Ahorro	19,7	19,2	21,5	22,5	22,9	22,1	20,9	22,1	22,3	22,6	23,8
Inversión	21,8	21,3	23,1	24,2	25,5	25,9	22,9	24,6	25,4	25,9	27,0
Préstamos netos	-2,1	-2,1	-1,5	-1,6	-2,6	-3,8	-2,0	-2,6	-3,1	-3,3	-3,2
Transferencias corrientes	1,7	2,4	3,0	3,0	2,9	2,8	2,9	2,7	2,5	2,5	2,4
Renta de los factores	-1,8	-2,3	-2,5	-2,6	-2,7	-2,6	-2,4	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4
Saldo de los recursos	-1,9	-2,2	-2,0	-2,1	-2,9	-4,1	-2,6	-2,9	-3,2	-3,4	-3,2
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,0	2,1	3,1	4,6	6,3	1,5	2,4	3,7	2,0	1,8	2,2
Variación de las reservas <sup>3</sup>	0,9	0,9	2,1	2,5	4,1	1,0	1,6	2,2	1,6	1,3	1,6
<b>Financiamiento oficial</b>											
Ahorro	16,7	19,0	21,6	22,9	23,2	22,2	22,0	21,8	22,1	22,7	23,9
Inversión	19,3	20,9	23,2	23,5	23,6	24,5	24,0	24,9	25,6	26,2	26,6
Préstamos netos	-2,6	-1,9	-1,5	-0,6	-0,4	-2,3	-2,1	-3,0	-3,5	-3,5	-2,8
Transferencias corrientes	4,6	6,8	10,2	10,3	10,8	10,5	10,7	10,6	9,5	9,1	8,5
Renta de los factores	-2,6	-2,7	-2,2	-1,9	-0,8	-1,4	-1,7	-2,3	-3,4	-3,2	-2,9
Saldo de los recursos	-4,7	-6,0	-9,7	-9,1	-10,4	-11,6	-11,3	-11,6	-9,9	-9,6	-8,3
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,6	2,2	-4,4	1,9	2,5	0,7	0,9	0,8	0,9	0,9	1,3
Variación de las reservas <sup>3</sup>	1,5	1,2	0,7	1,3	2,4	1,2	1,8	1,2	1,5	1,3	1,4
<b>Economías deudoras netas según el cumplimiento del servicio de la deuda</b>											
<b>Economías que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda 2005-09</b>											
Ahorro	14,6	15,8	20,9	22,6	21,9	20,3	18,4	19,0	19,6	19,5	19,2
Inversión	18,2	19,0	22,2	23,3	24,3	25,0	22,3	24,2	24,5	24,3	23,3
Préstamos netos	-3,5	-3,1	-1,3	-0,7	-2,4	-4,6	-3,9	-5,2	-4,8	-4,8	-4,1
Transferencias corrientes	1,9	3,5	5,6	5,5	5,0	4,5	4,5	4,3	3,5	3,2	3,0
Renta de los factores	-3,5	-4,5	-4,3	-3,9	-4,1	-5,0	-4,2	-4,9	-4,8	-4,7	-5,1
Saldo de los recursos	-1,9	-2,2	-2,6	-2,3	-3,4	-4,3	-4,4	-4,6	-3,7	-3,4	-2,0
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	2,4	2,7	2,6	3,7	5,6	1,0	0,8	1,0	1,4	1,2	1,2
Variación de las reservas <sup>3</sup>	0,4	0,4	3,2	2,2	3,7	0,6	1,5	1,1	1,1	1,1	0,9

Nota: Las estimaciones de este cuadro se basan en las cuentas nacionales y las estadísticas de balanza de pagos de cada país. Los datos compuestos sobre los grupos de países se calculan sumando las cifras en dólares de EE.UU. correspondientes a los respectivos países que integran el grupo. Esta práctica difiere de la utilizada en la edición de abril de 2005 y ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial*, donde los datos compuestos sobre los países se ponderaban por el PIB valorado en términos de la paridad del poder adquisitivo (PPA), como proporción del PIB total mundial. En el caso de muchos países, las estimaciones del ahorro nacional se obtienen a partir de los datos de las cuentas nacionales sobre inversión interna bruta y de los datos de la balanza de pagos sobre inversión extranjera neta. Esta última, que es equivalente a la balanza en cuenta corriente, comprende tres componentes: transferencias corrientes, renta neta de los factores y saldo de los recursos. Como los datos se han obtenido de fuentes distintas, según la disponibilidad, los cálculos de las estimaciones del ahorro nacional contienen discrepancias estadísticas. Además, los errores, omisiones y asimetrías de las estadísticas de balanza de pagos afectan las estimaciones de los préstamos netos. A escala mundial, los préstamos netos, que teóricamente deberían ser iguales a cero, son equivalentes a la discrepancia en la cuenta corriente mundial. A pesar de estas deficiencias estadísticas, las estimaciones de los flujos de fondos como las que se presentan en este cuadro proporcionan un marco útil para analizar la evolución del ahorro y la inversión a lo largo del tiempo, así como por regiones y países.

<sup>1</sup>Excluido Estonia.

<sup>2</sup>Cálculo proveniente de los datos de cada uno de los países que integran la zona del euro, excluido Estonia.

<sup>3</sup>Georgia y Mongolia, que no son Estados miembros de la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

**Cuadro A17. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo**

	Promedios				Proyecciones			
	1993–2000	2001–08	2009	2010	2011	2012	2009–12	2013–16
	<i>Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario</i>							
<b>PIB real mundial</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>3,3</b>	<b>4,6</b>
Economías avanzadas	3,1	2,1	-3,4	3,0	2,4	2,6	1,1	2,4
Economías emergentes y en desarrollo	4,1	6,6	2,7	7,3	6,5	6,5	5,7	6,7
<i>Partida informativa</i>								
Producto potencial								
Principales economías avanzadas	2,5	2,1	1,0	1,1	1,3	1,5	1,2	1,7
<b>Comercio mundial, volumen<sup>1</sup></b>	<b>7,9</b>	<b>5,8</b>	<b>-10,9</b>	<b>12,4</b>	<b>7,4</b>	<b>6,9</b>	<b>3,8</b>	<b>7,1</b>
Importaciones								
Economías avanzadas	7,8	4,4	-12,6	11,2	5,8	5,5	2,1	5,7
Economías emergentes y en desarrollo	7,9	10,0	-8,3	13,5	10,2	9,4	5,8	9,8
Exportaciones								
Economías avanzadas	7,6	4,7	-12,2	12,0	6,8	5,9	2,7	5,6
Economías emergentes y en desarrollo	9,2	8,6	-7,5	14,5	8,8	8,7	5,8	9,5
Términos de intercambio								
Economías avanzadas	-0,2	-0,3	2,7	-1,2	-1,1	-0,5	0,0	-0,2
Economías emergentes y en desarrollo	0,8	1,7	-5,1	0,2	4,7	-0,3	-0,2	-0,3
<b>Precios mundiales en dólares de EE.UU.</b>								
Manufacturas	-1,1	4,0	-6,3	3,0	5,5	1,1	0,7	1,0
Petróleo	5,1	16,7	-36,3	27,9	35,6	0,8	2,7	-0,5
Productos primarios no combustibles	-0,8	8,3	-15,8	26,3	25,1	-4,3	6,2	-4,6
<b>Precios al consumidor</b>								
Economías avanzadas	2,3	2,2	0,1	1,6	2,2	1,7	1,4	1,8
Economías emergentes y en desarrollo	34,6	6,8	5,2	6,2	6,9	5,3	5,9	4,0
<b>Tasas de interés (porcentaje)</b>								
LIBOR real a seis meses <sup>2</sup>	3,6	0,7	0,2	-0,4	-0,6	-0,5	-0,3	1,2
Tasas de interés real mundial a largo plazo <sup>3</sup>	3,6	1,8	3,2	1,6	1,3	2,5	2,1	3,3
	<i>Porcentaje del PIB</i>							
<b>Balanza en cuenta corriente</b>								
Economías avanzadas	-0,1	-0,9	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4
Economías emergentes y en desarrollo	-1,1	2,9	1,8	1,8	2,6	2,3	2,1	2,2
<b>Deuda externa total</b>								
Economías emergentes y en desarrollo	37,0	31,0	27,0	24,6	23,2	22,8	24,4	21,9
<b>Servicio de la deuda</b>								
Economías emergentes y en desarrollo	8,2	10,0	9,6	8,2	7,5	7,6	8,2	7,4

<sup>1</sup>Los datos corresponden al comercio de bienes y servicios.

<sup>2</sup>Tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) para los depósitos en dólares de EE.UU. menos la variación porcentual del deflactor del PIB de Estados Unidos.

<sup>3</sup>Promedio ponderado por el PIB de las tasas de los bonos públicos a 10 años (o al vencimiento más próximo a 10 años) para Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido.



### Archivos de *Perspectivas de la economía mundial*

<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : La revolución de la tecnología de la información	Octubre de 2001
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Recesiones y recuperaciones	Abril de 2002
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Comercio y finanzas	Septiembre de 2002
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : El crecimiento y las instituciones	Abril de 2003
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : La deuda pública en los mercados emergentes	Septiembre de 2003
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Hacia las reformas estructurales	Abril de 2004
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : La estructura demográfica mundial en transición	Septiembre de 2004
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Globalización y desequilibrios externos	Abril de 2005
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : El desarrollo de las instituciones	Septiembre de 2005
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Globalización e inflación	Abril de 2006
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Sistemas financieros y ciclos económicos	Septiembre de 2006
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Desbordamientos y ciclos de la economía mundial	Abril de 2007
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Globalización y desigualdad	Octubre de 2007
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : La vivienda y el ciclo económico	Abril de 2008
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Tensiones financieras, desaceleraciones y recuperaciones	Octubre de 2008
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Crisis y recuperación	Abril de 2009
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Sustentar la recuperación	Octubre de 2009
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Reequilibrar el crecimiento	Abril de 2010
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Recuperación, riesgo y reequilibrio	Octubre de 2010
<i>Perspectivas de la economía mundial</i> : Las tensiones de una recuperación a dos velocidades: Desempleo, materias primas y flujos de capital	Abril de 2011

### I. Metodología: Cifras agregadas, modelos y pronósticos

El modelo de la economía mundial	Abril de 2003, recuadro 4.3
¿Cómo deberíamos medir el crecimiento de la economía mundial?	Septiembre de 2003, recuadro 1.2
Medición de las reservas en divisas	Septiembre de 2003, recuadro 2.2
Efectos de la reducción de impuestos en un modelo fiscal mundial	Abril de 2004, recuadro 2.2
¿Cuán exactas son las previsiones de <i>Perspectivas de la economía mundial</i> ?	Abril de 2006, recuadro 1.3
La diferencia entre el ahorro de los hogares y el de las empresas	Abril de 2006, recuadro 4.1
Medición de la desigualdad: Cuestiones conceptuales, metodológicas y de medición	Octubre de 2007, recuadro 4.1
Nuevos índices del ciclo económico para América Latina: Una reconstrucción histórica	Octubre de 2007, recuadro 5.3
Implicaciones de las nuevas estimaciones de la PPA para el cálculo del crecimiento mundial	Abril de 2008, apéndice 1.1
Medición de las brechas del producto	Octubre de 2008, recuadro 1.3
Evaluación y divulgación de los riesgos para las perspectivas mundiales	Octubre de 2008, apéndice 1.1
Gráfico de abanico del crecimiento mundial	Abril de 2009, apéndice 1.2
Indicadores para seguir la trayectoria del crecimiento	Octubre de 2010, apéndice 1.2

El producto potencial inferido a partir de datos con ruido estadístico:

La perspectiva del modelo de proyección mundial	Octubre de 2010, recuadro 1.3
Reequilibramiento desigual	Octubre de 2010, recuadro 1.4
Escenarios a la baja de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	Abril de 2011, recuadro 1.2

## II. Estudios históricos

Una perspectiva histórica sobre los auges, las caídas y las recesiones	Abril de 2003, recuadro 2.1
Influencia de la historia y la geografía en el desarrollo institucional	Abril de 2003, recuadro 3.1
Desequilibrios externos: Ayer y hoy	Abril de 2005, recuadro 3.1
Las tasas de interés a largo plazo desde una perspectiva histórica	Abril de 2006, recuadro 1.1
El reciclaje de petrodólares durante los años setenta	Abril de 2006, recuadro 2.2
Perspectiva histórica sobre el crecimiento y la cuenta corriente	Octubre de 2008, recuadro 6.3
Perspectiva histórica de las crisis financieras internacionales	Octubre de 2009, recuadro 4.1

## III. Crecimiento económico: Fuentes y per I

El crecimiento y las instituciones	Abril de 2003, capítulo 3
¿Ha muerto la Nueva Economía?	Abril de 2003, recuadro 1.2
¿Se ha acelerado en la práctica la reforma institucional gracias a un ancla externa?	Abril de 2003, recuadro 3.2
El papel del FMI en el desarrollo institucional	Abril de 2003, recuadro 3.4
¿Cómo afectará la guerra en Iraq a la economía mundial?	Abril de 2003, apéndice 1.2
¿Cómo puede acelerarse el crecimiento económico en Oriente Medio y Norte de África?	Septiembre de 2003, capítulo 2
Cambios recientes de las condiciones monetarias y financieras en las principales zonas monetarias	Septiembre de 2003, recuadro 1.1
Análisis del crecimiento económico en la región de Oriente Medio y Norte de África	Septiembre de 2003, recuadro 2.1
La gestión de los crecientes flujos de asistencia a los países en desarrollo	Septiembre de 2003, recuadro 1.3
Promoción de las reformas estructurales en los países industriales	Abril de 2004, capítulo 3
¿Cómo afectará el cambio demográfico a la economía mundial?	Septiembre de 2004, capítulo 3
VIH/SIDA: Consecuencias demográficas, económicas y fiscales	Septiembre de 2004, recuadro 3.3
Las repercusiones del cambio demográfico en los sistemas de atención de la salud	Septiembre de 2004, recuadro 3.4
Remesas de trabajadores y desarrollo económico	Abril de 2005, capítulo 2
La volatilidad del producto en los países de mercados emergentes y en desarrollo	Abril de 2005, capítulo 2
La inestabilidad macroeconómica y la paralización del crecimiento en África subsahariana	Abril de 2005, recuadro 1.5
¿Cómo deberían usar los países de Oriente Medio y Asia central los ingresos producidos por las exportaciones de petróleo?	Abril de 2005, recuadro 1.6
¿Por qué es perjudicial la volatilidad?	Abril de 2005, recuadro 2.3
El desarrollo de las instituciones	Septiembre de 2005, capítulo 3
Rendimiento de la inversión en los países industriales y en desarrollo	Septiembre de 2005, recuadro 2.2
Instrumentos específicos para luchar contra la corrupción	Septiembre de 2005, recuadro 3.2
Efecto de las transferencias sin contrapartida en las instituciones	Septiembre de 2005, recuadro 3.3
Impacto de los recientes ajustes del mercado inmobiliario en los países industriales	Abril de 2006, recuadro 1.2

Abundancia de efectivo: ¿Por qué ahorran tanto las empresas?	Abril de 2006, capítulo 4
Las repercusiones mundiales de una pandemia de gripe aviar	Abril de 2006, apéndice 1.2
El despertar de Asia: Estructuras de desarrollo y crecimiento económico	Septiembre de 2006, capítulo 3
El crecimiento del producto potencial y la productividad en Japón	Septiembre de 2006, recuadro 3.1
La evolución y el impacto de la calidad de la gestión empresarial en Asia	Septiembre de 2006, recuadro 3.2
¿Es posible desacoplar el tren? Desbordamientos y ciclos en la economía mundial	Abril de 2007, capítulo 4
Desbordamientos y sincronización de los ciclos económicos internacionales:	
Una perspectiva más amplia	Abril de 2007, recuadro 4.3
¿Qué riesgos plantean los mercados de la vivienda para el crecimiento mundial?	Octubre de 2007, recuadro 2.1
El cambio climático: Impacto económico y medidas de política	Octubre de 2007, apéndice 1.2
El debate sobre el descuento	Octubre de 2007, recuadro 1.7
Los impuestos o la cantidad en un marco de incertidumbre (Weitzman, 1974)	Octubre de 2007, recuadro 1.8
Resultados obtenidos mediante el comercio de emisiones de la Unión Europea	Octubre de 2007, recuadro 1.9
La dinámica cambiante del ciclo económico mundial	Octubre de 2007, capítulo 5
Las principales economías y las fluctuaciones en el crecimiento mundial	Octubre de 2007, recuadro 5.1
La mejora de los resultados macroeconómicos: ¿Buena suerte o buenas políticas?	Octubre de 2007, recuadro 5.2
Precios de la vivienda: Correcciones y consecuencias	Octubre de 2008, recuadro 1.2.
Los ciclos económicos mundiales	Abril de 2009, recuadro 1.1
¿Se parece la actual crisis a la Gran Depresión?	Abril de 2009, recuadro 3.1
¿Es el crédito un factor vital para la recuperación? Datos sectoriales	Abril de 2009, recuadro 3.2
De la recesión a la recuperación: ¿Cuándo y a qué ritmo?	Abril de 2009, capítulo 3
¿Cuáles han sido los daños? Dinámica del producto a mediano plazo	
después de una crisis financiera	Octubre de 2009, capítulo 4
¿Será una recuperación con desempleo?	Octubre de 2009, recuadro 1.3
La dinámica del desempleo durante recesiones y recuperaciones: La ley de	
Okun como punto de partida	Abril de 2010, capítulo 3
Un crecimiento lento en las economías avanzadas ¿implica necesariamente	
un crecimiento lento en las economías emergentes?	Octubre de 2010, recuadro 1.1
<b>IV. Inacción y de acción; mercados de materias primas</b>	
¿Podría la deflación convertirse en un problema mundial?	Abril de 2003, recuadro 1.1
Mercados inmobiliarios de los países industriales	Abril de 2004, recuadro 1.2
¿Vuelve la inflación mundial?	Septiembre de 2004, recuadro 1.1
¿A qué se debe la reciente escalada de los precios de la vivienda?	Septiembre de 2004, recuadro 2.1
¿Se mantendrá la tensión en el mercado del petróleo?	Abril de 2005, capítulo 4
¿Deberían preocuparse los países por las fluctuaciones de los precios del petróleo?	Abril de 2005, recuadro 4.1
Calidad de los datos del mercado del petróleo	Abril de 2005, recuadro 4.2
Expectativas de inflación a largo plazo y credibilidad	Septiembre de 2005, recuadro 4.2
¿Podrá continuar el auge de precios de los productos básicos no combustibles?	Septiembre de 2006, capítulo 5
Shocks de precios de los productos básicos, crecimiento y financiamiento en África subsahariana	Septiembre de 2006, recuadro 2.2
Las empresas petroleras internacionales y nacionales y los cambios en el sector petrolero	Septiembre de 2006, recuadro 1.4
¿Ha contribuido la especulación al aumento de los precios de los productos básicos?	Septiembre de 2006, recuadro 5.1

La liberalización del comercio agrícola y los precios de los productos básicos	Septiembre de 2006, recuadro 5.2
Evolución reciente de los mercados de productos básicos	Septiembre de 2006, apéndice 2.1
¿A quién perjudica la subida de los precios de los alimentos?	Octubre de 2007, recuadro 1.1
Estrangulamientos de la producción en las refinerías	Octubre de 2007, recuadro 1.5
El mejor uso posible de los biocombustibles	Octubre de 2007, recuadro 1.6
Evolución y perspectivas de los mercados de productos básicos	Abril de 2008, apéndice 1.2
La depreciación del dólar y los precios de los productos básicos	Abril de 2008, recuadro 1.4
¿Por qué la oferta de petróleo no ha respondido al alza de los precios?	Abril de 2008, recuadro 1.5
Precios de referencia del petróleo	Abril de 2008, recuadro 1.6
La globalización, los precios de los productos básicos y los países en desarrollo	Abril de 2008, capítulo 5
El auge actual de los precios de los productos básicos en perspectiva	Abril de 2008, recuadro 5.2
¿Ha vuelto la inflación? Precios de las materias primas e inflación	Octubre de 2008, capítulo 3
¿Influye la inversión financiera en el comportamiento de los precios de las materias primas?	Octubre de 2008, recuadro 3.1
Medidas fiscales adoptadas ante los recientes aumentos de precios de las materias primas: Una evaluación	Octubre de 2008, recuadro 3.2
Los regímenes de política monetaria y los precios de las materias primas	Octubre de 2008, recuadro 3.3
Evaluación del riesgo de deflación en las economías del G-3	Abril de 2009, recuadro 1.3
¿Volverán a subir los precios de las materias primas cuando se recupere la economía mundial?	Abril de 2009, recuadro 1.5
Evolución y perspectivas de los mercados de materias primas	Abril de 2009, apéndice 1.1
Situación y perspectivas de los mercados de materias primas	Octubre de 2009, apéndice 1.1
¿Qué nos dicen los mercados de opciones sobre las perspectivas de precios de las materias primas?	Octubre de 2009, recuadro 1.6
¿A qué se debe el aumento de la volatilidad de los precios de los alimentos?	Octubre de 2009, recuadro 1.7
¿Cuán inusual es la actual recuperación de los precios de las materias primas?	Abril de 2010, recuadro 1.2
Curvas de precios de los futuros de materias primas y ajuste cíclico del mercado	Abril de 2010, recuadro 1.3
Evolución y perspectivas del mercado de materias primas	Octubre de 2010, apéndice 1.1
Sombrias perspectivas para el sector inmobiliario	Octubre de 2010, recuadro 1.2
¿Cómo influiría una mayor escasez de metales en los precios?	Octubre de 2010, recuadro 1.5
Evolución y perspectivas del mercado de materias primas	Abril de 2011, apéndice 1.2
Escasez de petróleo, crecimiento y desequilibrios mundiales	Abril de 2011, capítulo 3
Las limitaciones del ciclo de vida a la producción mundial de petróleo	Abril de 2011, recuadro 3.1
Gas natural no convencional: ¿Un recurso revolucionario?	Abril de 2011, recuadro 3.2
Efectos a corto plazo de los shocks petroleros en la actividad económica	Abril de 2011, recuadro 3.3
Filtrado de baja frecuencia para la extracción de tendencias de ciclos económicos	Abril de 2011, apéndice 3.1
Los modelos empíricos de la energía y del petróleo	Abril de 2011, apéndice 3.2

## V. Política fiscal

Datos sobre la deuda pública de las economías de mercados emergentes	Septiembre de 2003, recuadro 3.1
Riesgo fiscal: Pasivos contingentes y demografía	Septiembre de 2003, recuadro 3.2
Evaluación de la viabilidad de las finanzas públicas frente a la incertidumbre	Septiembre de 2003, recuadro 3.3
Las ventajas de los bonos indexados según el crecimiento	Septiembre de 2003, recuadro 3.4
¿Es demasiado grande la deuda pública de los mercados emergentes?	Septiembre de 2003, capítulo 3
¿Cómo ha cambiado el comportamiento fiscal en el marco de la UEM?	Septiembre de 2004, capítulo 2

Integración de las microempresas a la economía formal	Septiembre de 2004, recuadro 1.5
VIH/SIDA: Consecuencias demográficas, económicas y fiscales	Septiembre de 2004, recuadro 3.3
Las repercusiones del cambio demográfico en los sistemas de atención de la salud	Septiembre de 2004, recuadro 3.4
El impacto del envejecimiento en los planes públicos de jubilación	Septiembre de 2004, recuadro 3.5
¿Cómo deberían usar los países de Oriente Medio y Asia central los ingresos producidos por las exportaciones de petróleo?	Abril de 2005, recuadro 1.6
Globalización financiera y conducción de la política macroeconómica	Abril de 2005, recuadro 3.3
¿Sigue siendo demasiado alto el nivel de deuda pública en los países de mercados emergentes?	Septiembre de 2005, recuadro 1.1
El mejoramiento del desempeño fiscal de los mercados emergentes, ¿es cíclico o estructural?	Septiembre de 2006, recuadro 2.1
¿En qué casos funciona el estímulo fiscal?	Abril de 2008, recuadro 2.1
La política fiscal como herramienta anticíclica	Octubre de 2008, capítulo 5
Diferencias en la magnitud de los estabilizadores automáticos y relación con la política fiscal discrecional	Octubre de 2008, recuadro 5.1
¿Por qué es tan difícil determinar los efectos del estímulo fiscal?	Octubre de 2008, recuadro 5.2
La puntualidad, provisionalidad y focalización de los recortes de impuestos en Estados Unidos	Octubre de 2008, recuadro 5.3
¿Serán dolorosos los efectos macroeconómicos de la consolidación fiscal?	Octubre de 2010, capítulo 3

## VI. Política monetaria; mercados financieros; ujo de fondos

Cuando estallan las burbujas	Abril de 2003, capítulo 2
¿Cómo afectan las vulnerabilidades de los balances a la inversión?	Abril de 2003, recuadro 2.3
Reconocimiento de los auges y caídas de los precios de los activos	Abril de 2003, apéndice 2.1
¿Es demasiado alto el nivel de reservas en divisas de Asia?	Septiembre de 2003, capítulo 2
Las reservas y la deuda a corto plazo	Septiembre de 2003, recuadro 2.3
¿Deberían ser motivo de preocupación los auges del crédito en los mercados emergentes?	Abril de 2004, capítulo 4
¿Cómo afectan a la situación financiera de los mercados emergentes las tasas de interés y los tipos de cambio en Estados Unidos?	Abril de 2004, recuadro 2.1
¿Contribuye el desarrollo del sector financiero al crecimiento y bienestar económicos?	Abril de 2004, recuadro 4.1
Hipotecas con tasa de interés variable o fija: ¿Qué factores influyen en las decisiones de los países?	Septiembre de 2004, recuadro 2.2
¿Cuáles son los riesgos que plantean las bajas tasas de interés a largo plazo en Estados Unidos?	Abril de 2005, recuadro 1.2
El control de las remesas	Abril de 2005, recuadro 2.2
Globalización financiera y conducción de la política macroeconómica	Abril de 2005, recuadro 3.3
La política monetaria en un mundo globalizado	Abril de 2005, recuadro 3.4
Régimen de metas de inflación: ¿Es viable en los países de mercados emergentes?	Septiembre de 2005, capítulo 4
Estrategias alternativas al régimen de metas de inflación: Metas monetarias y cambiarias	Septiembre de 2005, recuadro 4.1
¿De qué forma la globalización ha afectado la inflación?	Abril de 2006, capítulo 3
El impacto de los petrodólares en el rendimiento de los bonos estadounidenses y de mercados emergentes	Abril de 2006, recuadro 2.3
Globalización e inflación en los mercados emergentes	Abril de 2006, recuadro 3.1
La globalización y la baja inflación desde una óptica histórica	Abril de 2006, recuadro 3.2
Traslado del tipo de cambio a los precios de importación	Abril de 2006, recuadro 3.3

Evolución de las utilidades y el ahorro del sector financiero	Abril de 2006, recuadro 4.2
¿Cómo influyen los sistemas financieros en los ciclos económicos?	Septiembre de 2006, capítulo 4
Endeudamiento financiero y deuda-deflación	Septiembre de 2006, recuadro 4.1
Vínculos financieros y desbordamientos	Abril de 2007, recuadro 4.1
Condiciones macroeconómicas en los países industriales y flujos financieros hacia los mercados emergentes	Abril de 2007, recuadro 4.2
¿Qué es la liquidez mundial?	Octubre de 2007, recuadro 1.4
Implicaciones macroeconómicas de la reciente turbulencia en los mercados financieros: Evolución con respecto a episodios anteriores	Octubre de 2007, recuadro 1.2
Evolución del ciclo de la vivienda e implicaciones para la política monetaria	Abril de 2008, capítulo 3
Evaluación de los focos de vulnerabilidad ante las correcciones del mercado de la vivienda	Abril de 2008, recuadro 3.1
¿Hay una contracción crediticia?	Abril de 2008, recuadro 1.1
Tensiones financieras y desaceleraciones económicas	Octubre de 2008, capítulo 4
Políticas adecuadas para resolver las tensiones en el sistema financiero y restablecer una intermediación financiera eficaz	Octubre de 2008, recuadro 4.1
El último brote de tensiones financieras: ¿Cómo cambia las perspectivas de la economía mundial?	Octubre de 2008, recuadro 1.1
Precios de la vivienda: Correcciones y consecuencias	Octubre de 2008, recuadro 1.2
¿Cuán vulnerables son las empresas no financieras?	Abril de 2009, recuadro 1.2
El problema de la disminución del patrimonio de los hogares	Abril de 2009, recuadro 2.1
Impacto de la presencia de bancos extranjeros en las crisis nacionales	Abril de 2009, recuadro 4.1
Un índice de tensiones financieras para las economías emergentes	Abril de 2009, apéndice 4.1
Las tensiones financieras en las economías emergentes: Análisis econométrico	Abril de 2009, apéndice 4.2
¿Cómo empeoran la situación las vinculaciones?	Abril de 2009, capítulo 4
Fluctuaciones de precios de los activos: Lecciones para la política monetaria	Octubre de 2009, capítulo 3
Los mercados financieros de las economías emergentes, ¿resistieron mejor que en crisis anteriores?	Octubre de 2009, recuadro 1.2
Los riesgos provenientes del mercado inmobiliario	Octubre de 2009, recuadro 1.4
Índices de condiciones financieras	Abril de 2011, apéndice 1.1
El colapso de los precios de la vivienda en las economías avanzadas: Repercusiones para los mercados financieros mundiales	Abril de 2011, recuadro 1.1
Repercusiones internacionales y formulación de la política macroeconómica	Abril de 2011, recuadro 1.3

## VII. Mercado laboral, pobreza y desigualdad

Desempleo e instituciones del mercado de trabajo: Por qué las reformas son beneficiosas	Abril de 2003, capítulo 4
Disparidades regionales en materia de desempleo	Abril de 2003, recuadro 4.1
Reformas del mercado de trabajo en la Unión Europea	Abril de 2003, recuadro 4.2
La globalización de la mano de obra	Abril de 2007, capítulo 5
Emigración y comercio exterior: ¿Qué efecto tienen en los países en desarrollo?	Abril de 2007, recuadro 5.1
Reformas del mercado del trabajo en la zona del euro y la relación de sustitución entre salarios y desempleo	Octubre de 2007, recuadro 2.2
Globalización y desigualdad	Octubre de 2007, capítulo 4



La dualidad entre los contratos temporales y permanentes: Indicadores, efectos y cuestiones de política	Abril de 2010, recuadro 3.1
Programas de reducción del tiempo de trabajo	Abril de 2010, recuadro 3.2
<b>VIII. Regímenes cambiarios</b>	
Expectativas de los mercados acerca de las fluctuaciones cambiarias	Septiembre de 2002, recuadro 1.2
¿Es demasiado alto el nivel de reservas en divisas de Asia?	Septiembre de 2003, capítulo 2
¿En qué medida deberían preocuparse los países en desarrollo por la volatilidad cambiaria de las tres grandes monedas del mundo?	Septiembre de 2003, capítulo 2
Las reservas y la deuda a corto plazo	Septiembre de 2003, recuadro 2.3
Efectos de un descenso del dólar	Abril de 2004, recuadro 1.1
Aprendiendo a flotar: La experiencia de los países de mercados emergentes desde principios de los años noventa	Septiembre de 2004, capítulo 2
¿Cómo aprendieron a flotar Chile, India y Brasil?	Septiembre de 2004, recuadro 2.3
Desarrollo del mercado cambiario e intervención en el mismo	Septiembre de 2004, recuadro 2.4
Los posibles efectos de los shocks externos en los países de mercados emergentes	Septiembre de 2006, recuadro 1.3
Los tipos de cambio y el ajuste de los desequilibrios externos	Abril de 2007, capítulo 3
La transmisión del tipo de cambio a los precios del comercio y el ajuste externo	Abril de 2007, recuadro 3.3
Causas y consecuencias de la depreciación del dólar de EE.UU.	Abril de 2008, recuadro 1.2
Enseñanzas de la crisis: La selección del régimen cambiario	Abril de 2010, recuadro 1.1
<b>IX. Pagos externos, comercio exterior, movimientos de capital y deuda externa</b>	
Riesgos para el sistema multilateral de comercio	Abril de 2004, recuadro 1.3
¿Se ha reencauzado la Ronda de Doha?	Septiembre de 2004, recuadro 1.3
Tratados regionales de comercio e integración: La experiencia con el TLCAN	Septiembre de 2004, recuadro 1.4
Integración comercial y financiera en Europa: Cinco años después del euro	Septiembre de 2004, recuadro 2.5
Globalización y desequilibrios externos	Abril de 2005, capítulo 3
El final de los contingentes en el comercio mundial de productos textiles	Abril de 2005, recuadro 1.3
¿Cuánto se ha avanzado con las políticas de reducción de los desequilibrios mundiales?	Abril de 2005, recuadro 1.4
Medición de la posición externa neta de un país	Abril de 2005, recuadro 3.2
Desequilibrios mundiales: Perspectiva del ahorro y la inversión	Septiembre de 2005, capítulo 2
El impacto de los cambios demográficos en el ahorro, la inversión y los saldos en cuenta corriente	Septiembre de 2005, recuadro 2.3
¿Cómo se ajustarán los desequilibrios mundiales?	Septiembre de 2005, apéndice 1.2
Los precios del petróleo y los desequilibrios mundiales	Abril de 2006, capítulo 2
¿En qué medida se han logrado superar los desequilibrios mundiales?	Abril de 2006, recuadro 1.4
La Ronda de Doha después de las reuniones en la RAE de Hong Kong	Abril de 2006, recuadro 1.5
Perspectivas a largo plazo de las corrientes de capital hacia los países de mercados emergentes	Septiembre de 2006, recuadro 1.1

¿Cómo se ajustarán los desequilibrios mundiales?	Septiembre de 2006, recuadro 2.1
Sostenibilidad externa e integración financiera	Abril de 2007, recuadro 3.1
Grandes y persistentes desequilibrios en cuenta corriente	Abril de 2007, recuadro 3.2
Consulta Multilateral sobre los desequilibrios mundiales	Octubre de 2007, recuadro 1.3
Consecuencias macroeconómicas de la gestión de las afluencias de ayuda cuantiosas y volátiles	Octubre de 2007, recuadro 2.3
Gestión de las grandes entradas de capital	Octubre de 2007, capítulo 3
¿Pueden dar resultado los controles de capital?	Octubre de 2007, recuadro 3.1
Consulta Multilateral sobre los Desequilibrios Mundiales: Informe de avance	Abril de 2008, recuadro 1.3
¿Cómo afecta la globalización del comercio y las finanzas al crecimiento?	
Teoría y datos empíricos	Abril de 2008, recuadro 5.1
Divergencias de los saldos en cuenta corriente en las economías emergentes	Octubre de 2008, capítulo 6
Factores determinantes de la cuenta corriente de los países exportadores de petróleo	Octubre de 2008, recuadro 6.1
Fondos soberanos de inversión: Implicaciones para los mercados financieros mundiales	Octubre de 2008, recuadro 6.2
Los desequilibrios mundiales y la crisis financiera	Abril de 2009, recuadro 1.4
El comercio mundial y su financiamiento: Nuevos datos de encuestas bancarias	Octubre de 2009, recuadro 1.1
De déficit a superávit: Cambios recientes en las cuentas corrientes mundiales	Octubre de 2009, recuadro 1.5
Alcanzar el equilibrio adecuado: Reversión de superávits en cuenta corriente sostenidos	Abril de 2010, capítulo 4
Economías emergentes de Asia: Respuesta a las entradas de capital	Octubre de 2010, recuadro 2.1
América Latina-5: Nueva oleada de entradas de capital	Octubre de 2010, recuadro 2.2
¿Tienen efectos duraderos en el comercio las crisis financieras?	Octubre de 2010, capítulo 4
Corrección de los desequilibrios externos en la periferia de la Unión Europea	Abril de 2011, recuadro 2.1
Flujos internacionales de capital: ¿Confiables o inconstantes?	Abril de 2011, capítulo 4

## X. Temas regionales

Fomento de instituciones más sólidas y el crecimiento: La Nueva Asociación para el Desarrollo de África	Abril de 2003, recuadro 3.3
¿Cómo puede acelerarse el crecimiento económico en Oriente Medio y Norte de África?	Septiembre de 2003, capítulo 2
El Consejo para la Cooperación en el Golfo: Desafíos en el camino hacia la unión monetaria	Septiembre de 2003, recuadro 1.5
Análisis del crecimiento económico en la región de Oriente Medio y Norte de África	Septiembre de 2003, recuadro 2.1
¿Se están convirtiendo las economías emergentes de Asia en el motor del crecimiento económico mundial?	Abril de 2004, recuadro 1.4
Una estrategia para África	Abril de 2004, recuadro 1.5
Integración económica y reformas estructurales: El caso de Europa	Abril de 2004, recuadro 3.4
¿Cuáles son los riesgos de una desaceleración en el crecimiento de China?	Septiembre de 2004, recuadro 1.2
Desafíos y avances en materia de gobernabilidad en África subsahariana	Septiembre de 2004, recuadro 1.6
El tsunami del océano Índico: Impacto en las economías de Asia meridional	Abril de 2005, recuadro 1.1
Las remesas de los trabajadores y la emigración en la región del Caribe	Abril de 2005, recuadro 2.1
¿Qué explica las diferencias en el desempeño del sector externo en la zona del euro?	Septiembre de 2005, recuadro 1.3
Más presión para los productores africanos de algodón	Septiembre de 2005, recuadro 1.5
¿Es insuficiente la inversión en los países de mercados emergentes de Asia?	Septiembre de 2005, recuadro 2.4

Un fortalecimiento institucional que armonice con las circunstancias de cada país:

Comparación de la transformación de la propiedad en China y en Europa central y oriental	Septiembre de 2005, recuadro 3.1
¿A qué ritmo se están gastando los ingresos adicionales en los países exportadores de petróleo?	Abril de 2006, recuadro 2.1
La Unión Económica y Monetaria: 10 años después	Octubre de 2008, recuadro 2.1
Factores de vulnerabilidad en las economías emergentes	Abril de 2009, recuadro 2.2

## XI. Análisis de situaciones específicas

¿En qué medida la atonía de la banca explica el estancamiento de Alemania?	Abril de 2003, recuadro 1.3
Las condiciones financieras de las empresas y la intensidad de las recesiones en Estados Unidos	Abril de 2003, recuadro 2.2
Reconstrucción de Iraq en la etapa de posguerra	Septiembre de 2003, recuadro 1.4
¿Cómo afectará al resto del mundo el déficit presupuestario de Estados Unidos?	Abril de 2004, capítulo 2
La presencia cada vez mayor de China y sus efectos en la economía mundial	Abril de 2004, capítulo 2
¿Puede mantener China el rápido crecimiento del producto?	Abril de 2004, recuadro 2.3
Cuantificación del impacto a nivel internacional de la adhesión de China a la OMC	Abril de 2004, recuadro 2.4
Reformas estructurales y crecimiento económico: El caso de Nueva Zelanda	Abril de 2004, recuadro 3.1
Reformas estructurales en el Reino Unido durante los años ochenta	Abril de 2004, recuadro 3.2
Países Bajos: ¿Cómo contribuyó la interacción entre las reformas del mercado de trabajo y la reducción de los impuestos al fuerte aumento del empleo?	Abril de 2004, recuadro 3.3
¿Por qué sigue siendo positivo el saldo de ingresos del exterior de Estados Unidos? y ¿podrá mantenerse?	Septiembre de 2005, recuadro 1.2
¿Será India el motor del crecimiento mundial?	Septiembre de 2005, recuadro 1.4
Ahorro e inversión en China	Septiembre de 2005, recuadro 2.1
Revisión del PIB de China: ¿Qué significa para el país y para la economía mundial?	Abril de 2006, recuadro 1.6
¿Qué nos indican los estudios de países sobre el impacto de la globalización en la desigualdad? Ejemplos de México, China e India	Octubre de 2007, recuadro 4.2
Japón después del Acuerdo del Plaza	Abril de 2010, recuadro 4.1
La provincia china de Taiwan a finales de los años ochenta	Abril de 2010, recuadro 4.2
¿Causó el Acuerdo del Plaza las décadas perdidas de Japón?	Abril de 2011, recuadro 1.4

## XII. Temas destacados

El cambio climático y la economía mundial	Abril de 2008, capítulo 4
Aumento de la propiedad de automóviles en las economías emergentes:	
Consecuencias para el cambio climático	Abril de 2008, recuadro 4.1
Asia Meridional: Impacto ilustrativo de un shock climático abrupto	Abril de 2008, recuadro 4.2
Políticas macroeconómicas para un ajuste más suave a shocks climáticos abruptos	Abril de 2008, recuadro 4.3
Seguros y bonos de catástrofe: Nuevos instrumentos de cobertura para el riesgo de fenómenos meteorológicos extremos	Abril de 2008, recuadro 4.4
Iniciativas de política recientes para reducir las emisiones	Abril de 2008, recuadro 4.5
Complejidades del diseño de las políticas internas de mitigación	Abril de 2008, recuadro 4.6