

Resumen general

La situación de la economía mundial

- La expansión de la economía mundial mantuvo un ritmo vigoroso durante el primer semestre de 2006 y la actividad colmó o superó las expectativas en la mayoría de las regiones (capítulo 1). El crecimiento fue especialmente fuerte en Estados Unidos durante ese período, aunque ha disminuido desde entonces. La expansión cobró ímpetu en la zona del euro y lo conservó en Japón. Los mercados emergentes — China sobre todo— han crecido con rapidez; los países de bajo ingreso, por su parte, también han tenido un desempeño económico destacado gracias a la solidez de los precios de los productos básicos.
- No obstante, como estas elevadas tasas de crecimiento han absorbido capacidad excedentaria, en algunos países se vislumbran presiones inflacionarias. En varias economías avanzadas, la inflación global —alimentada por el encarecimiento del petróleo— supera desde hace algún tiempo el nivel que los bancos centrales consideran adecuado, pero ahora hay indicios de aumento de la inflación básica y de las expectativas inflacionarias, especialmente en Estados Unidos. En Japón existen cada vez más pruebas de que la deflación finalmente ha sido erradicada.
- Los precios del petróleo y de los metales han marcado nuevos máximos, empujados por las limitaciones de capacidad excedentaria en los mercados mundiales, en medio de pujantes aumentos del PIB y, en el caso del petróleo, por la agudización de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y por los riesgos de producción en algunos de los principales productores (especialmente Nigeria). Los datos de los mercados de futuros llevan a pensar que los precios del petróleo se mantendrán elevados en el futuro inmediato.
- Los principales bancos centrales han reaccionado aplicando una política monetaria más estricta. La Reserva Federal de Estados Unidos subió las tasas de interés hasta junio e hizo una pausa en agosto; el Banco Central Europeo volvió a incrementarlas en los últimos meses; y el Banco de Japón puso fin a la política de tasas cero en julio. El dólar de EE.UU. ha retrocedido frente al euro y, en menor medida, frente al yen, en tanto que las tasas de interés a largo plazo se han afirmado.
- La creciente preocupación por la inflación y las restricciones monetarias debilitaron en cierta medida los mercados de acciones de las economías avanzadas y una serie de movimientos más pronunciados en los precios de algunos activos de mercados emergentes entre mayo y junio, pero la situación ha sido más estable desde julio. Cabe pensar que, más que una revaluación fundamental de los riesgos económicos, estas fluctuaciones representan en gran medida correcciones tras las fuertes alzas de los precios. Parece poco probable que tengan un impacto profundo en el crecimiento, el cual no obstante podría moderarse en algunos países cuyos bancos centrales han subido las tasas de interés para calmar la situación de los mercados financieros y atajar las presiones inflacionarias.

- Los desequilibrios mundiales siguen siendo considerables. Aunque el aumento de las exportaciones se ha acelerado, el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos rozará el 7% del PIB en 2007, según las proyecciones. También se prevé que los exportadores de petróleo y algunos países asiáticos mantengan superávits elevados; en el caso de China, más de 7% del PIB.

Perspectivas y riesgos

- El pronóstico del crecimiento mundial ha sido revisado al alza: 5,1% en 2006 y 4,9% en 2007, en uno y otro caso un cuarto de punto porcentual más que en la edición de abril último de *Perspectivas de la economía mundial*.
- Las proyecciones de crecimiento apuntan a una desaceleración en Estados Unidos, de 3,4% en 2006 a 2,9% en 2007, en medio del enfriamiento del mercado de la vivienda. El ritmo de la expansión también se desacelerará en Japón, a medida que madure el ciclo económico. En la zona del euro, la recuperación conservará el ímpetu este año, aunque el crecimiento disminuirá en Alemania en 2007 a causa del aumento de los impuestos que tienen programado las autoridades. En los países de mercados emergentes y en desarrollo, el crecimiento seguirá siendo muy vigoroso, y la economía china mantendrá el rápido ritmo de expansión.
- Para las perspectivas mundiales existe el riesgo de que se produzca un deterioro: según el personal técnico del FMI, hay una posibilidad en seis de que el crecimiento disminuya a 3¼% o menos en 2007. Los mayores riesgos son la agudización de las presiones inflacionarias, lo que podría significar una política monetaria más restrictiva de lo esperado; nuevas alzas de los precios del petróleo en medio de la escasez de capacidad excedentaria y de la incertidumbre geopolítica; y un enfriamiento más rápido de lo previsto del mercado estadounidense de la vivienda, que podría agravar la desaceleración de la economía nacional.
- La posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales continúa siendo motivo de preocupación. Lo más probable es que los desequilibrios se corrijan suavemente a través de los mecanismos del mercado, pero para eso los inversionistas tendrían que seguir engrosando sus carteras con activos estadounidenses durante muchos años. La profundidad y la madurez de los mercados financieros de Estados Unidos han facilitado en estos últimos tiempos el financiamiento de grandes déficits en cuenta corriente. Aun así, persiste cierto riesgo de que se produzca un ajuste desordenado, que podría resultar sumamente costoso para la economía mundial.

Los retos para la política económica

Economías avanzadas

- Los bancos centrales de las economías avanzadas deberán sopesar con cuidado los riesgos de inflación y los que amenazan al crecimiento. La Reserva Federal de Estados Unidos se encuentra en la difícil encrucijada del avance de la inflación y la

contracción de la economía, pero, habida cuenta de la importancia de mantener bajo control las expectativas inflacionarias, quizá resulte necesario restringir aún más las condiciones monetarias (capítulo 2). En Japón, el aumento de las tasas de interés debería ser paulatino, ya que no hay demasiado peligro de que se produzca un brote inflacionario, en tanto que la reaparición de la deflación sería costosa. En la zona del euro es probable que haya que volver a subir las tasas de interés si la expansión sigue el curso previsto, pero como por el momento las presiones inflacionarias parecen estar generalmente contenidas y las perspectivas de crecimiento no del todo afianzadas, las autoridades no tienen necesidad de apresurarse a aplicar una política monetaria aún más restrictiva.

- En la mayoría de las grandes economías avanzadas, la consolidación fiscal necesaria para hacer frente al envejecimiento de la población sigue constituyendo un reto enorme. Muchos países contemplan abordarla en los próximos años, pero su alcance no será suficiente ni los están respaldados por medidas de política claramente definidas. Es necesario fortalecer los cimientos de los sistemas de seguridad social y encontrar maneras eficaces de contener el avance inexorable de los costos de la atención de la salud.
- La reforma estructural encaminada a mejorar el clima empresarial y la competitividad mundial sigue siendo muy importante para afianzar las perspectivas de crecimiento. En la zona del euro es vital agilizar la agenda de Lisboa —sobre todo a través de una competencia más abierta en el sector de los servicios, una mayor flexibilidad de los mercados laborales y una reforma del sector financiero— para estimular la productividad y multiplicar las oportunidades laborales. En Japón es prioritario reformar el sector público, promover la flexibilidad del mercado laboral y la eficiencia del sector financiero y lanzar reformas que incentiven la productividad en el sector de los servicios.
- El capítulo 4 examina la influencia que las diferencias entre los sistemas financieros pueden tener en los ciclos económicos de las economías avanzadas. Un nuevo índice clasifica los sistemas financieros según estén basados en una relación a largo plazo entre prestamista y prestatario o en una relación más “impersonal”. La conclusión es que, si bien existe una tendencia general hacia la desintermediación bancaria y un mayor protagonismo de los mercados financieros, esos cambios no han seguido el mismo ritmo en todos los países y persisten diferencias importantes entre los mercados financieros que, según los datos que presenta el capítulo, pueden afectar a los ciclos económicos. Concretamente, en los sistemas más impersonales los hogares podrían distribuir mejor el consumo frente a las fluctuaciones del ingreso, pero a la vez su gasto podría ser más sensible a las variaciones de precios de los activos. La inversión de las empresas parece reaccionar con más moderación a las desaceleraciones cíclicas en los sistemas más personalizados, pero los sistemas impersonales parecen redistribuir mejor los recursos ante un cambio estructural.
- La innovación tecnológica y la eliminación de barreras regulatorias mantendrán en marcha la transición hacia sistemas financieros más impersonales que comenzó la década pasada en la mayor parte de los países. Las autoridades tendrán que

aprovechar al máximo los beneficios de esa evolución emprendiendo reformas complementarias que flexibilicen el mercado laboral, facilitando la portabilidad de los planes de jubilación y modernizando los procedimientos de quiebra. Los regímenes de supervisión y reglamentación deberán mantenerse a la altura de un sector financiero cada vez más complejo, y la gestión macroeconómica tendrá que adaptarse a los posibles cambios del comportamiento cíclico.

Economías de mercados emergentes y en desarrollo

- En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las autoridades deben adaptarse a la existencia de condiciones mundiales más difíciles reduciendo las vulnerabilidades y realizando reformas que sustenten el ímpetu de crecimiento actual. Los sucesos recientes indican claramente que las economías de mercados emergentes siguen siendo vulnerables a la turbulencia de los mercados financieros mundiales. Los países expuestos al riesgo son los que aún tienen un sector público con un balance débil, profundos déficits en cuenta corriente y expectativas de inflación no muy bien afianzadas. En varias economías emergentes de Europa, la creciente dependencia de los flujos de deuda privada para financiar graves déficits en cuenta corriente es preocupante. Los países de mercados emergentes y en desarrollo también deben esforzarse más por impulsar reformas de mercado, sobre todo las encaminadas a suprimir obstáculos a la competencia y crear un clima propicio para un crecimiento vigoroso liderado por el sector privado.
- El capítulo 3 analiza el crecimiento excepcional de Asia, centrándose en lo que habrá que hacer para sustentarlo. La conclusión es que el entorno económico favorable que han creado las autoridades es lo que ha posibilitado el fuerte aumento de la productividad total de los factores y la rápida acumulación de capital físico y humano en la región. De hecho, la importancia de forjar un entorno económico propicio es la lección más importante que los países de desarrollo reciente —tanto de Asia como de otras partes del mundo— pueden aprender de los países que se desarrollaron antes, como Japón y las economías recientemente industrializadas. La liberalización del comercio exterior, la ampliación del acceso a la enseñanza y la promoción del desarrollo financiero y del espíritu de empresa facilitarían el actual desplazamiento de recursos del sector agrícola al de la industria y al de los servicios. También producirán importantes dividendos los esfuerzos por estimular el aumento de la productividad en la industria y sobre todo en el sector de los servicios, que se encuentra relativamente más protegido. Para fomentar la competencia en el sector de los servicios cabría eliminar barreras de ingreso al mercado, promover la inversión extranjera y racionalizar la reglamentación.
- El capítulo 5 se centra en los precios de los productos básicos no combustibles, cuyo vertiginoso aumento durante los últimos años —en particular en el caso de los metales— les ha compensado a los exportadores el encarecimiento del petróleo importado. En el capítulo se concluye que el alza de los precios se debe principalmente al vigor de la demanda, sobre todo de China, y a los estrangulamientos de la oferta. La actividad especulativa no parece haber influido demasiado en los precios, aunque es posible que los especuladores hayan inyectado

liquidez en los mercados. Según las previsiones a mediano plazo, los precios de los metales retrocederán a medida que se ponga en marcha nueva capacidad de producción para satisfacer la creciente demanda. La pauta más importante para la política económica de los países exportadores de productos básicos, y sobre todo de metales, es que no deben presumir que los precios continuarán a niveles elevados. Lo que convendría es ahorrar este volumen excepcional de ingresos, o bien darle un destino que promueva el crecimiento de sectores ajenos a los productos básicos, en lugar de utilizarlo para ampliar el gasto en ámbitos en los que después resulte difícil dar marcha atrás.

Iniciativas multilaterales

- La acción mancomunada facilitaría una corrección fluida de los desequilibrios mundiales. El desenlace más probable sigue siendo un ajuste ordenado, liderado por el sector privado, que reequilibre la demanda entre los países y vaya acompañado de depreciaciones del dólar de EE.UU. y apreciaciones de los tipos de cambio de muchos países con superávit (especialmente algunas economías asiáticas y los productores de petróleo). Sin embargo, persiste el riesgo de una corrección más desordenada, que acarrearía ingentes costos para la economía mundial. Para mitigar considerablemente ese riesgo, los principales participantes de la economía mundial podrían adoptar y sustentar diversas medidas: Estados Unidos podría fomentar el ahorro nacional, entre otras cosas mediante la consolidación fiscal; Europa y Japón podrían impulsar más decisivamente la reforma estructural; las economías emergentes de Asia podrían emprender reformas encaminadas a estimular la demanda interna (el consumo en China y la inversión en el resto de la región) e incrementar la flexibilidad cambiaria; y los países productores de petróleo en zonas de rendimientos elevados podrían incrementar el gasto dentro de las limitaciones de la capacidad de absorción, sobre todo en Oriente Medio, cuyo gasto en proyectos de inversión ya ha alcanzado niveles elevados. Un enfoque multilateral y mancomunado podría incentivar la ejecución, reafirmando el concepto de que los potenciales riesgos de las acciones individuales disminuirían gracias a iniciativas adoptadas simultáneamente en otros países. Las consultas multilaterales que está organizando el FMI pueden contribuir a ese proceso.
- Habrá que poner empeño en revitalizar la liberalización del comercio multilateral. Es motivo de profunda decepción observar que las negociaciones de la Ronda de Doha parecen haber llegado a un punto muerto. La mejor manera de crear nuevas oportunidades para el crecimiento mundial sigue siendo la liberalización no discriminatoria del comercio (es decir, bajo el régimen de nación más favorecida). Es necesario resistir enérgicamente la amenaza de las presiones proteccionistas.
- El elevado nivel y la volatilidad de los precios de los mercados mundiales de la energía continúan causando gran preocupación y exigirán esfuerzos sostenidos de todas las partes interesadas. Es necesario incrementar la inversión en la construcción de una adecuada capacidad de producción y refinación y al mismo tiempo crear incentivos apropiados para fomentar entre los consumidores la conservación de energía.

Traducción preliminar

Traducción al español del capítulo 1,
Perspectivas de la economía y cuestiones de política económica,
Perspectivas de la economía mundial, septiembre de 2006

La siguiente es una traducción preliminar del capítulo 1 (excluido el apéndice 1.1) de *Perspectivas de la economía mundial*. La traducción definitiva al español de la totalidad del informe (capítulos 2 al 5) se publicará en octubre.

La producción mundial experimentó un aumento vigoroso durante el primer semestre de 2006; según las proyecciones, el crecimiento mundial será de 5,1% durante la totalidad del año y disminuirá a 4,9% en 2007 (gráfico 1.1 y cuadro 1.1). Sin embargo, los temores inflacionarios, el endurecimiento de las condiciones en los mercados financieros y los nuevos máximos que ha alcanzado el precio del petróleo ponen de relieve el riesgo de que estas proyecciones pequen de optimismo en este momento en que la economía mundial entra en su cuarto año de expansión. Existen otras fuentes de incertidumbre: la amenaza de una desaceleración brusca del mercado de la vivienda de Estados Unidos; las persistentes dudas en torno a las perspectivas de crecimiento de las demás economías avanzadas, y los interrogantes sobre la resiliencia de los países de mercados emergentes en medio de condiciones mundiales menos propicias. Además, se mantiene viva la preocupación por los profundos desequilibrios mundiales, y las presiones proteccionistas se han agudizado ahora que la Ronda de Doha parece estar en punto muerto. Con ese telón de fondo, las autoridades deberán responder con flexibilidad a los acontecimientos y actuar con mentalidad previsoras para impedir que se formen focos de tensión, reconociendo la importancia de los efectos de contagio internacional y los beneficios de obrar mancomunadamente para controlar los riesgos mundiales y promover una economía mundial sólida.

La coyuntura económica mundial

La expansión mundial del primer semestre de 2006 fue generalizada, la actividad económica de la mayoría de las regiones alcanzó o superó las expectativas, y a juzgar por los últimos indicadores la expansión mantiene un buen ritmo este tercer trimestre (gráfico 1.2). El crecimiento fue especialmente vigoroso en Estados Unidos durante el primer trimestre, pero se debilitó durante el segundo a causa del enfriamiento del sector de la vivienda y del encarecimiento de los combustibles. En la zona del euro la expansión cobró ímpetu pese a que Alemania comenzó el año con una actividad lenta. Japón, por su parte, continúa

creciendo. La economía de China se ha acelerado aún más; las economías emergentes de Asia y Europa siguen creciendo con rapidez, y la actividad económica se ha reanimado en América Latina. Los países exportadores de petróleo de Oriente Medio y los países de bajo ingreso de África también registraron tasas de crecimiento extraordinarias.

Estas tasas elevadas y sostenidas de crecimiento mundial han absorbido la capacidad excedentaria y generado indicios incipientes de presión inflacionaria. Aunque las estimaciones del PIB potencial siempre están sujetas a incertidumbre, las brechas de producción aparentemente se están cerrando en gran parte del mundo (gráfico 1.3), en tanto que la activa demanda de combustibles y materias primas ha contribuido a que los precios del petróleo y de otros productos básicos llegaran a niveles sin precedentes. Desde hace algún tiempo la inflación global —alimentada por el alza de los precios del petróleo— ha estado por encima de los niveles que los bancos centrales de muchas de las principales economías avanzadas consideran saludables, pero ahora hay indicios de aumento de la inflación básica, de los indicadores de las expectativas inflacionarias calculados con datos del mercado y de encuestas, y de los costos unitarios de la mano de obra, especialmente en Estados Unidos (gráfico 1.4). Varios países de mercados emergentes —como Argentina, India, Rusia, Sudáfrica, Turquía y Venezuela— están experimentando presiones sobre los precios tras períodos sostenidos de rápido crecimiento o depreciaciones marcadas del tipo de cambio.

Con este telón de fondo, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han restringido las condiciones monetarias. En Estados Unidos, la Reserva Federal aumentó la tasa del mercado interbancario hasta el mes de junio, buscando equilibrar los temores inflacionarios y los indicios de que la expansión está comenzando a enfriarse, pero en agosto decidió hacer una pausa (gráfico 1.5). El Banco Central Europeo ha vuelto a incrementar la tasa de intervención, y el Banco de Japón, por su parte, comenzó a adoptar una política más restrictiva y en julio ajustó la tasa interbancaria de intervención de cero a 25 puntos básicos. Los bancos centrales de Australia, el Reino Unido y Suecia también optaron por una política monetaria más restrictiva estos últimos meses. El rendimiento de los bonos públicos a largo plazo ha subido, aunque en términos reales todavía está bastante bajo comparado con los niveles promedio de los 25 últimos años (gráfico 1.6).

Desde fines de 2005, el dólar de EE.UU. se ha depreciado con respecto al euro, y en menor medida frente al yen, cediendo parte del terreno que había ganado durante los 12 meses previos (gráfico 1.7). Esa depreciación parece reflejar en parte la opinión de que —con la expansión estadounidense en una etapa más madura— probablemente se estrechen los diferenciales de las tasas de interés respecto de las demás monedas importantes, y también la creciente preocupación de los mercados en torno a los desequilibrios mundiales en un momento en que el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos continúa agravándose mientras que algunas economías emergentes de Asia y algunos exportadores de petróleo registran superávits cada vez mayores (gráfico 1.8). En términos efectivos reales, el dólar de EE.UU. está ahora cerca del nivel promedio que registra desde 1980, en tanto que el euro se encuentra ligeramente por encima de su promedio a largo plazo en términos reales, y el yen, ligeramente por debajo. En los mercados cambiarios la volatilidad se ha agudizado hasta

alcanzar niveles más normales, en parte debido a que las decisiones sobre la política monetaria dependen ahora más de los datos y son más difíciles de predecir.

La creciente inquietud en materia inflacionaria y la restricción monetaria aplicada por los bancos centrales más importantes afectaron decisivamente a los mercados financieros entre marzo y junio de 2006. A partir de marzo, las monedas de algunos países con déficits en cuenta corriente particularmente profundos —Islandia, Nueva Zelandia y Hungría— sufrieron marcadas depreciaciones. En mayo y junio, los inversionistas en renta variable y monedas de mercados emergentes montaron una retirada más general (gráfico 1.9 y recuadro 1.1), y se vieron particularmente afectados los precios de los activos que habían subido vertiginosamente (como la renta variable de Colombia e India), y los tipos de cambio de los países con graves déficits en cuenta corriente (como Hungría, Sudáfrica y Turquía)¹. Como esta situación se sumó al recalentamiento que ya sentían algunas economías, los bancos centrales de varios países de mercados emergentes han subido las tasas para calmar las condiciones financieras y atajar las presiones inflacionarias. Desde julio, las condiciones se han estabilizado.

El personal técnico del FMI piensa que estos acontecimientos no deberían de atemperar significativamente el ímpetu global de la economía mundial, aunque es posible que disminuya el crecimiento de algunos países (como Turquía). La caída de los precios de los activos parece representar mayormente una corrección después de fuertes aumentos, y no una reevaluación fundamental de los riesgos económicos. Es interesante observar que el impacto en los diferenciales de los bonos externos emitidos por mercados emergentes ha sido relativamente moderado, en parte gracias al saneamiento de las finanzas públicas y a la acumulación de reservas internacionales amortiguadoras, así como a los recientes programas de recompra de deuda que han contribuido al equilibrio de la oferta y la demanda en estos mercados. El aumento de las ventas de deuda en moneda local a inversionistas extranjeros representa uno de los logros de la reestructuración de la deuda, aunque estos mercados perdieron cierto vigor durante la corrección reciente. Sin embargo, las presiones a las que se vieron sometidos hace poco los mercados son un oportuno recordatorio de la necesidad de seguir afianzando los balances del sector público y eliminar otros focos de vulnerabilidad.

Los precios del petróleo y de otros productos básicos se mantuvieron a niveles elevados durante los ocho primeros meses de 2006; en el caso del petróleo y de los metales, se registraron máximos sin precedentes (apéndice 1.1). Los precios del petróleo responden a la escasez de capacidad excedentaria de producción y refinación en los mercados mundiales, en medio de un vigoroso aumento del PIB, la preocupante situación de la seguridad en Oriente Medio y los persistentes riesgos para otros grandes productores (especialmente Nigeria). Los precios de los metales, por su parte, también reaccionaron al alza como

¹ Estos cambios se analizan a fondo en el capítulo I de la edición de septiembre de 2006 del informe del FMI *Global Financial Stability Report* (Informe sobre la estabilidad financiera mundial).

consecuencia de la fuerte expansión de la demanda mundial (especialmente en los mercados emergentes), la escasez de capacidad y los conflictos laborales. Los precios de los alimentos y de otros productos agrícolas subieron en términos relativos durante la primera parte de 2006, pero no con la misma intensidad que el petróleo y los metales en estos últimos años. En todo esto, algunos analistas sospechan los efectos de la actividad especulativa, sobre todo en el caso del petróleo y de los metales. Sin embargo, el análisis realizado por el personal técnico del FMI lleva a pensar que aunque los especuladores pueden haber inyectado liquidez en el mercado, la toma de posiciones especulativas no parece haber sido una influencia sustancial en los vaivenes de precio de los productos básicos (capítulo 5).

Las perspectivas y los riesgos a corto plazo

Pese al endurecimiento de las condiciones financieras, se ha revisado al alza la previsión de base del producto mundial, que ahora apunta a un aumento del 5,1% en 2006 y del 4,9% en 2007; es decir, en ambos años un cuarto de punto porcentual más que la proyección de la edición de abril de 2006 de *Perspectivas de la economía mundial* (gráfico 1.10)². La economía mundial gozaría entonces de cuatro años de expansión con un vigor desconocido desde principios de los años setenta. Este panorama alentador depende de varias suposiciones: que los principales bancos centrales lograrán contener las presiones inflacionarias mediante nuevos aumentos pequeños de las tasas de interés, que el aumento de la demanda interna llegará a equilibrarse mejor entre las economías avanzadas, que los países de mercados emergentes y en desarrollo evitarán en su mayoría los estrangulamientos de la capacidad, y que los mercados financieros mundiales se estabilizarán ahora que se han reducido las valoraciones excesivas en algunos sectores. Concretamente:

- La economía estadounidense crecerá un 3,4% en 2006 y un 2,9% en 2007, más o menos de acuerdo con su potencial. El enfriamiento del mercado de la vivienda continuaría debilitando el consumo privado y la inversión residencial, pero la inversión empresarial se vería respaldada por una elevada utilización de la capacidad y una fuerte rentabilidad.
- El crecimiento de la zona del euro aumentaría a 2,4% en 2006 —la tasa más alta de los seis últimos años— y bajaría al 2% en 2007. El fortalecimiento de los balances de las empresas ha promovido la inversión y el empleo, y ha hecho posible una expansión mejor equilibrada. La desaceleración de 2007 estaría motivada principalmente por los aumentos programados de los impuestos en Alemania.

² Este pronóstico para 2006 coincide en términos generales con el consenso del sector privado y las proyecciones de otros organismos internacionales como la OCDE; en cuanto a 2007, la proyección del personal técnico del FMI está más o menos un cuarto de punto porcentual por encima de ese consenso.

- La economía japonesa crecería un 2,7% en 2006, gracias a la solidez de la demanda interna, y en 2007 el crecimiento se desaceleraría a 2,1%.
- El crecimiento seguiría siendo muy vigoroso en los mercados emergentes y los países en desarrollo, con un 7,3% en 2006 y un 7,2% en 2007. En China, rondaría el 10% — es decir, más de lo previsto en la edición de abril de 2006 de *Perspectivas de la economía mundial*— y en India y Rusia seguiría a un ritmo rápido. Las economías de América Latina continúan rezagadas, aunque se han revisado al alza los pronósticos de crecimiento de la región.
- En las economías avanzadas, la inflación global aumentaría modestamente, al 2,6% en 2006, y luego comenzaría a retroceder en 2007 a medida que se suavice la presión alcista generada por el encarecimiento del petróleo. En los países de mercados emergentes y en desarrollo, la presión inflacionaria también estaría bien contenida en general.
- El déficit en cuenta corriente de Estados Unidos aumentaría al 6,9% del PIB en 2007, en tanto que continuarían registrándose grandes superávits en Japón, algunas economías emergentes de Asia y los países exportadores de petróleo de Oriente Medio y otras regiones.
- Los países de mercados emergentes y en desarrollo recibirían flujos de capital privado a un ritmo menos vertiginoso que en 2005, pero como globalmente su superávit neto en cuenta corriente seguiría subiendo, la acumulación de reservas internacionales se mantendría elevada (cuadro 1.2).

Sin embargo, la posibilidad de que estos pronósticos resulten demasiado optimistas parecería ser cada vez mayor, aún más que en el momento de publicarse la edición de abril de 2006 de *Perspectivas de la economía mundial*. Como puede verse en el gráfico del crecimiento mundial (gráfico 1.11), que está basado en pronósticos pasados y en una evaluación de la distribución actual del riesgo, el personal técnico del FMI opina que hay una posibilidad en seis de que el crecimiento disminuya a 3¼% o menos en 2007, lo cual representaría una desaceleración considerable en comparación con los cuatro últimos años.

Antes de analizar en detalle esa eventualidad, vale la pena hacer hincapié en los factores que, por el contrario, podrían llegar a acelerar el crecimiento. Aparentemente, están concentrados en los mercados emergentes, cuyo crecimiento ha superado las previsiones del personal técnico del FMI en estos últimos años. En China especialmente, la inversión podría ser aún más intensa que lo proyectado, gracias en parte a la abundante liquidez del sistema bancario, aunque esa posibilidad exacerbaría la inquietud de que se produzca un ciclo de auge y colapso de la inversión. A nivel más general, la vuelta de los mercados financieros mundiales a la calma podría presagiar el resurgimiento de las inversiones de cartera en mercados emergentes, con lo cual las condiciones monetarias podrían distenderse, los precios de los activos repuntarían y la demanda interna se reanimaría más. En las economías avanzadas, el factor que más contribuiría a acelerar el crecimiento parecería ser la inversión

comercial, dado que la rentabilidad de las empresas es sólida y que la utilización de la capacidad está en aumento.

Pasando a los factores negativos, los mercados temen que la continua acumulación de presiones inflacionarias en las economías avanzadas exija una respuesta monetaria más contundente para frenar el ímpetu del crecimiento, sobre todo en Estados Unidos. Ese riesgo está claro, teniendo en cuenta las crecientes limitaciones de la capacidad y la constante posibilidad de que la elevada inflación global se transmita a las expectativas de precios y dé lugar a demandas salariales más ambiciosas. Las presiones alcistas sobre los precios se acentuaron en Estados Unidos durante los últimos trimestres como consecuencia de los avances salariales y de la disminución de la productividad a medida que la expansión fue madurando; en la zona del euro y en Japón, por otro lado, los costos unitarios de la mano de obra se han mantenido moderados (gráfico 1.12).

Otro riesgo conexo es el de repetidas perturbaciones en la oferta de petróleo, que podrían acelerar el alza de los precios internacionales de este producto y, como consecuencia, exacerbar las presiones inflacionarias al mismo tiempo que desalientan la demanda de los hogares. Según el pronóstico básico, el precio internacional del petróleo promediará \$75 el barril en 2007, cerca de la máxima registrada a principios de agosto (véase el apéndice 1.1). Como se ha recalcado en ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial*, hasta el momento la economía mundial ha logrado absorber sin mayor dificultad la fuerte alza de los precios del petróleo, en gran medida debido a que lo ha motivado el fuerte aumento de la demanda, más que limitaciones de la oferta, y a que los bancos centrales gozan de suficiente credibilidad como para centrarse en la inflación básica, más que en la global. El hecho de que la intensidad energética del producto mundial sea menor que en la década de 1970 también ha contribuido a suavizar el impacto de la carestía del petróleo. Sin embargo, como la capacidad excedentaria se mantiene a niveles bajísimos, la oferta es un factor cada vez más influyente y el petróleo podría alcanzar nuevas crestas si alguno de los grandes productores sufriera una perturbación grave o si se agudizaran los problemas de seguridad en Oriente Medio³. Con el tiempo, la inversión en nueva capacidad de producción y refinación dentro y fuera de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), la diversificación en otras fuentes energéticas y una conservación más estricta por parte de los consumidores en respuesta a incentivos tarifarios deberían de expandir la capacidad excedentaria hasta niveles más cómodos, pero ese proceso será dilatado y no se sabe con certeza qué ritmo ni qué magnitud tendrá.

Existen también riesgos en el campo de la oferta relacionados esta vez con los precios de los productos básicos no combustibles. Sumados, los productos básicos no combustibles ocupan dentro del comercio mundial una proporción que prácticamente duplica a la de los combustibles, y pueden tener un efecto importante en la situación económica mundial, tanto

³ De acuerdo con los precios de las opciones sobre petróleo, en agosto de 2006 había un 10% de posibilidad de que la variedad Brent superara los \$90 el barril en diciembre de 2006.

para los consumidores como para los exportadores, que (al igual que en el sector petrolero) suelen ser países de mercados emergentes y en desarrollo. De hecho, en varios de estos países el alza de los precios de los productos básicos no combustibles ha producido mejoras significativas de los términos de intercambio o, al menos, ha compensado parte de las pérdidas sufridas a causa del encarecimiento de la importación de petróleo (gráfico 1.13); en otros, como Chile, el ingreso procedente de estos sectores representa un porcentaje sustancial de los ingresos públicos totales.

En el capítulo 5 se analizan con más profundidad las perspectivas de los mercados de productos básicos no combustibles. Ese estudio sugiere que, tal como sucede con el petróleo, el reciente avance de los precios ha estado impulsado en gran medida por el aumento de la demanda, sobre todo en los mercados emergentes grandes y en rápido crecimiento, como China. La demanda ha superado la capacidad de oferta, especialmente en el mercado de los metales, donde la oferta tarda más en reaccionar que en el mercado de los productos agrícolas. La diferencia con el sector petrolero es que, según las previsiones, los precios de los productos básicos no combustibles retrocederán con más rapidez a medida que entre en servicio nueva capacidad, aunque sin bajar hasta los niveles anteriores, en parte porque el alza de los precios energéticos ha encarecido la producción. Por lo tanto, los exportadores de productos básicos no combustibles tendrán que administrar con precaución las entradas inestables de divisas e ingresos públicos procedentes de estas fuentes.

Entre tanto, del lado de la demanda, existe el grave riesgo de que un enfriamiento ininterrumpido del mercado de la vivienda en las economías avanzadas debilite los balances de los hogares y la demanda agregada. En este momento la inquietud se centra en Estados Unidos, pero hay otros mercados —como España, Irlanda y el Reino Unido— que todavía parecen estar sobrevalorados de acuerdo con la mayoría de los indicadores tradicionales. En cuanto a Estados Unidos, la edición de abril de 2006 de *Perspectivas de la economía mundial* indica que para 2005 el precio promedio de la vivienda se encontraba entre 10% y 15% por encima de los niveles que serían acordes con las variables económicas fundamentales. Según datos recogidos hace poco, el mercado se está debilitando con bastante rapidez: las ventas, la actividad hipotecaria y la construcción de nuevos hogares están disminuyendo y los precios ya no avanzan con tanta velocidad. El pronóstico básico para Estados Unidos indica que el aumento de los precios de la vivienda seguirá perdiendo ímpetu, a causa de lo cual la demanda interna se contraerá alrededor de medio punto porcentual en 2006 y otro tanto en 2007. Sin embargo, si el enfriamiento fuera más abrupto, el personal técnico del FMI estima que el aumento del PIB podría llegar a perder hasta otro punto porcentual en comparación con el pronóstico básico. En otros países, como Australia y el Reino Unido —donde el alza de los precios fue más marcada que en Estados Unidos—, la economía hasta el momento ha absorbido el debilitamiento del sector de la vivienda con desaceleraciones relativamente suaves y cortas. Aun así, persiste la inquietud de que un ajuste abrupto produzca fuertes vientos en contra para la economía estadounidense.

En este mismo ámbito, cabe preguntarse en qué medida la creciente demanda de los hogares de Europa y Japón será capaz de sustentar la expansión, reduciendo la dependencia de las exportaciones y la exposición a una desaceleración de la demanda en Estados Unidos.

Ese reequilibramiento parece haber comenzado pero aún no se han despejado todas las inquietudes, sobre todo en Europa, donde la lentitud con que crece la productividad y las rigideces que afectan al mercado laboral siguen frenando el aumento del empleo y de los salarios. En estos países también hay incertidumbre en cuanto al proceso de consolidación fiscal en marcha; la reducción del déficit se hace necesaria de cara a las futuras presiones demográficas sobre el gasto y los índices de dependencia, pero podría causar variaciones a corto plazo de la demanda agregada que son difíciles de predecir. Basta citar como ejemplo los tres puntos porcentuales de aumento del IVA alemán programado para principios de 2007: aunque se prevé que le restarán alrededor de medio punto porcentual al PIB en 2007 en comparación con 2006, el impacto podría ser más profundo. Existe también considerable incertidumbre fiscal en Italia, donde se prevé un programa de ajuste elaborado por el nuevo gobierno para corregir los profundos desequilibrios fiscales.

Los hechos recientes ponen de manifiesto, una vez más, que los mercados emergentes siguen siendo susceptibles a la turbulencia de los mercados financieros mundiales a pesar de que ya se han reducido algunos focos de vulnerabilidad fundamentales. Los países que corren más riesgo son los que aún tienen un sector público con un balance débil y expectativas de inflación no tan bien afianzadas. Además, como lo ha subrayado la experiencia reciente, la acumulación del déficit en cuenta corriente a causa de un desequilibrio entre el ahorro y la inversión del sector privado, y la consiguiente aceleración del crédito bancario, también pueden causar dificultades si cambian las expectativas de disponibilidad de financiamiento externo (véase el recuadro 1.1)⁴. Las probabilidades de que los mercados emergentes sufran perturbaciones se incrementaron como consecuencia del alza de las tasas de interés y de la agudización de la volatilidad en los mercados financieros de las economías avanzadas, y podrían materializarse si un shock mundial apagara el apetito de riesgo, opacara las perspectivas de crecimiento de los mercados emergentes o empujara a la baja los precios de los productos básicos no petroleros. Tal como se describe en el recuadro 1.2, si los inversionistas abruptamente decidieran alejarse de los mercados emergentes, los tipos de cambio podrían verse sujetos a presiones a la baja y habría que proceder de inmediato a aumentar las tasas de interés para evitar un repunte de la inflación. A corto plazo el crecimiento se debilitaría, pero el fortalecimiento del balance del sector público serviría de base para que los mercados emergentes pudieran evitar una crisis más profunda, siempre que mantuvieran una política económica prudente y respondieran sin demora a cualquier tensión inminente.

Por último, aunque es imposible evaluar con certeza la probabilidad y los riesgos de una pandemia de gripe aviar, un estallido de máxima intensidad podría acarrear costos humanos y económicos sumamente elevados, sobre todo en los países en desarrollo de África

⁴ El capítulo II de la edición de septiembre de 2006 del informe *Global Financial Stability Report* del FMI analiza minuciosamente el rápido aumento del crédito bancario al sector de los hogares que se registró hace poco.

y Asia (véase el apéndice 1.2 de la edición de abril de 2006 de *Perspectivas de la economía mundial*).

La corrección de los desequilibrios mundiales

Los profundos desequilibrios mundiales siguen ensombreciendo las perspectivas. Corresponde precisar que la existencia de fuertes déficits y superávits en cuenta corriente no atenta de por sí contra la estabilidad: en una economía mundial cada vez más globalizada, la libre circulación transfronteriza de capitales implica que habrá períodos de divergencia entre las tasas nacionales de ahorro y de inversión, o sea, sustanciales déficits y superávits en cuenta corriente. Esos flujos financieros pueden ser beneficiosos para la economía mundial si representan el desplazamiento de recursos desde zonas del mundo donde abundan más los ahorros que las oportunidades de inversión, hacia otras partes donde el capital puede captar tasas de rentabilidad más elevadas. Sin embargo, históricamente no ha sido posible sustentar durante mucho tiempo un déficit en cuenta corriente elevado en relación con el PIB, ya sea porque las tendencias nacionales de ahorro e inversión cambian o porque el país enfrenta restricciones de financiamiento, como sucede por ejemplo cuando evolucionan las opiniones sobre las tasas relativas de rendimiento de distintos países o cuando los inversionistas internacionales se resisten a aumentar la exposición de sus carteras a un país determinado. En esta última situación, hay que ajustar el comportamiento del ahorro y de la inversión para que la cuenta corriente esté acorde con el financiamiento disponible. Entonces, los principales interrogantes son: ¿hasta qué punto son sostenibles los desequilibrios mundiales actuales? y cuando se produzca un ajuste, ¿será ordenado o desordenado?

Para responder a la primera pregunta, es indispensable comprender cuál ha sido la fuente de los desequilibrios y cómo se han financiado. La coyuntura actual responde a varios factores: el efecto positivo de la enérgica productividad estadounidense sobre los precios de los activos, la riqueza de los hogares y el consumo; el surgimiento de un considerable déficit fiscal en Estados Unidos desde principios de siglo; la desaceleración de la inversión en las economías emergentes de Asia (con la excepción de China) desde la crisis asiática; la abundante liquidez de los mercados financieros mundiales, sobre todo tras el estallido de la burbuja informática; la propensión de los países de mercados emergentes —sobre todo asiáticos— a acumular grandes volúmenes de reservas internacionales, y la necesidad de reciclar los superávits de los exportadores de petróleo tras la reciente alza de los precios de este combustible⁵.

Últimamente, la atención se ha concentrado en el sistema financiero estadounidense como imán del ahorro extranjero en medio de la creciente integración mundial de los mercados de capital (véase, por ejemplo, Caballero, Farhi y Gourinchas, 2006). Gracias a la

⁵ Véanse otros análisis publicados en *Perspectivas de la economía mundial*, como “Desequilibrios mundiales: Perspectiva del ahorro y la inversión” (septiembre de 2005) y “Los precios del petróleo y los desequilibrios mundiales” (abril de 2006).

profundidad y liquidez de sus mercados financieros, y también a la rapidez con que crea productos que ofrecen más y más posibilidades de control eficaz del riesgo, Estados Unidos se ha convertido en un destino interesante para los inversionistas mundiales. Al mismo tiempo, la innovación financiera y la creación de productos han abierto nuevas posibilidades de “suavización del consumo”, y los hogares especialmente han podido financiar más gastos gracias al fuerte aumento de los precios de los activos de renta variable y de la vivienda. También han entrado aquí en juego la rápida expansión de los mercados de títulos con garantía en activos —sobre todo hipotecarios—, que hoy ocupan más del 10% de los mercados mundiales de bonos, y los instrumentos que facilitan la extracción de capital inmobiliario y la administración de la liquidez. Esta evolución del mercado ha contribuido a la caída libre de la tasa de ahorro de Estados Unidos desde mediados de los años noventa y ha sido un canal importante para la entrada de capitales al país.

En el capítulo 4 del presente informe se analiza este fenómeno, a fin de evaluar el grado en que los sistemas financieros de las economías avanzadas se han ido alejando de las estructuras financieras basadas en las relaciones personales para pasar a otras de carácter más impersonal, así como las consecuencias que esa variación entraña para los ciclos económicos. Una de las conclusiones propuestas en el capítulo es que, si bien todos los sistemas financieros se han ido orientando hacia sistemas de tipo más impersonal, el proceso ha llegado más lejos en Estados Unidos, y en ciertos aspectos se ha ampliado la brecha entre ese país y la mayoría de los demás países. También se presentan datos que indican que las estructuras financieras más impersonales permitirían una mayor suavización del consumo y que el dinamismo del sistema financiero de Estados Unidos ha sido un factor significativo en la captación de flujos de capital para financiar el déficit en cuenta corriente. En el capítulo se advierte, no obstante, que los sistemas de tipo impersonal podrían ofrecer menos sustento al nivel de actividad ante una corrección del precio de los activos.

Va más allá de las ambiciones de este capítulo distribuir con exactitud la causalidad entre los distintos factores que contribuyen a los desequilibrios mundiales. En gran medida las explicaciones no se contradicen sino que se complementan, y su importancia relativa ha ido cambiando con el correr del tiempo. Pero está claro que aunque ayudan a comprender las razones por las cuales los desequilibrios se produjeron y se mantuvieron durante todo este tiempo, ninguna de las explicaciones implica que puedan durar indefinidamente.

Nadie pone en duda que el déficit en cuenta corriente que ha acumulado Estados Unidos estos últimos años —de por sí elevado y que no deja de crecer— se ha financiado sin tensión excesiva para el sistema financiero mundial y con tasas de interés real más bien bajas a largo plazo. La composición de ese financiamiento ha variado con el transcurso del tiempo: en tanto que la inversión directa y la inversión bursátil jugaron un papel importante a fines de la década de 1990, en estos últimos tiempos el grueso de los fondos se ha volcado a la renta fija, con un porcentaje considerable, pero no predominante, de flujos oficiales correspondientes a la acumulación de cuantiosas reservas internacionales en una serie de países. Además, en los últimos meses ha habido movimientos que con el correr del tiempo ayudarán a reducir los desequilibrios, como la depreciación del dólar de EE.UU., la aceleración de las exportaciones estadounidenses, el anuncio de que el déficit fiscal

estadounidense será inferior a lo previsto para este ejercicio, la revitalización de la demanda interna en la zona del euro y en Japón, y cierto grado de flexibilización cambiaría en las economías asiáticas. Con todo, el problema básico no ha cambiado mucho. Las proyecciones a mediano plazo basadas en tipos de cambio efectivos reales constantes apuntan a que Estados Unidos mantenga un déficit en cuenta corriente cercano al 2% del PIB mundial, en tanto que Asia y los países exportadores de petróleo seguirán acumulando superávits sustanciales (gráfico 1.14). Estas proyecciones implican que Estados Unidos tendría que continuar absorbiendo un porcentaje cada vez mayor de las carteras mundiales de activos, pero llegaría un momento en que estas carteras estarían casi saturadas de activos estadounidenses y los desequilibrios en cuenta corriente tendrían que corregirse.

El desenlace más probable aún es una corrección paulatina y ordenada a lo largo de varios años. En Estados Unidos, es probable que el enfriamiento del mercado de la vivienda estimule el ahorro privado a medida que los precios de los activos dejen de contribuir a la acumulación de riqueza. En las economías emergentes de Asia (y sobre todo en China), por el contrario, se prevé que el consumo se acelere a medida que el ahorro precautorio pierda su atractivo. También se calcula que la absorción se incrementará en los países exportadores de petróleo, sobre todo los de Oriente Medio, donde las autoridades están promoviendo ambiciosos planes de inversión. Esta nueva tendencia del aumento relativo de la demanda interna, acompañada de una depreciación sostenida del dólar de EE.UU. en términos reales y de la apreciación de los tipos de cambio reales en los países con superávit —particularmente en partes de Asia y en los países exportadores de petróleo—, contribuiría a que las cuentas corrientes se regularizaran a lo largo de los años. Ese ajuste podría recibir empuje del mercado, sin necesidad de profundos cambios en los marcos de política económica.

No obstante, como se señala en el recuadro 1.3, lo más probable es que el ajuste se desenvuelva sin tropiezos y de la mano del mercado únicamente si los inversionistas están dispuestos a seguir acumulando activos estadounidenses en sus carteras durante muchos años. De lo contrario, existe cierto riesgo de que se produzca una corrección desordenada, con una caída más rápida del dólar de EE.UU., volatilidad en los mercados financieros, renovadas presiones proteccionistas y un fuerte golpe para la producción mundial. El elevado costo que podría llegar a acarrear una corrección desordenada pone de relieve la importancia de la acción mancomunada para reducir los desequilibrios a tiempo, como se explica a continuación.

Los retos para la política económica

Teniendo en cuenta que la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas se ha agudizado, exacerbando la volatilidad en los mercados financieros, y que los desequilibrios mundiales son motivo de preocupación, es tanto más importante que las autoridades respondan con flexibilidad a la evolución de la situación, se anticipen a las tensiones que puedan surgir y coordinen el control de los riesgos mundiales.

Este reto es especialmente apremiante para los grandes bancos centrales, que conforman el eje de la estabilidad mundial. La política monetaria de Estados Unidos debe

lidar con las dificultades que origina un nivel creciente de inflación en medio de una actividad económica decreciente, y la Reserva Federal tendrá que mantenerse atenta a la evolución de los datos y comunicar claramente sus apreciaciones a los mercados. Dada la importancia de mantener bajo estricto control las expectativas inflacionarias, es posible que aún sea necesario endurecer la política monetaria. En Japón, si bien los datos sobre precios recientes confirman que ha llegado a su fin el período de deflación arraigada y aunque se ha manejado bien la transición hacia tasas con signo positivo, el alza de los intereses deberá ser paulatina, ya que hay poco riesgo de un brote inflacionario y, por otra parte, la reaparición de la deflación sería costosa. En la zona del euro probablemente haya que subir las tasas de interés si la expansión sigue el cauce esperado, pero por el momento la presión inflacionaria parece estar contenida en general, y como persiste el riesgo de desaceleración las autoridades no tienen necesidad de apresurarse a endurecer la política monetaria.

Los mercados emergentes también deben adaptarse a una coyuntura menos propicia y estar atentos a cualquier tensión incipiente para poder responder sin demora. Una de las tareas más delicadas que tienen por delante China y otras economías emergentes de Asia es la de manejar la transición hacia un régimen cambiario más flexible que haga posible una apreciación y amplíe el margen para poder responder monetariamente a la evolución de las condiciones mundiales e internas. Por razones parecidas, Rusia y otros países exportadores de petróleo también podrían beneficiarse flexibilizando los tipos de cambio. En cuanto a los países de mercados emergentes con una fuerte dependencia del financiamiento externo (como en Europa oriental) o una deuda pública aún elevada (como en América Latina y otras regiones), tendrán que ser flexibles para aprovechar la oportunidad de reducir más esas vulnerabilidades y, al mismo tiempo, reaccionar con agilidad ante cualquier eventualidad perjudicial, a fin de evitar que tambalee la confianza de los mercados y que se pongan en duda las credenciales antiinflacionarias ganadas con tanto esfuerzo.

Esto no significa poner en segundo plano las reformas necesarias para sustentar el crecimiento a largo plazo. La mayoría de las principales economías avanzadas tiene aún por delante el formidable reto de llevar a término una consolidación fiscal pensada en función del envejecimiento de la población. Durante los tres últimos años se ha logrado cierto avance en la reducción de los elevados déficits fiscales, sobre todo en Estados Unidos, Francia y Japón; Canadá, por su parte, ha conservado el superávit (cuadro 1.3). Con todo, la mayoría de los países parecen estar encaminados hacia metas poco ambiciosas, incluso suponiendo que gocen de un crecimiento sostenido. Eso significa que los déficits fiscales y las deudas públicas netas todavía serán bastante elevados al final del quinquenio proyectado (con la notable excepción de Canadá), especialmente teniendo en cuenta la escalada de costos fiscales que acarreará una población cada vez más anciana. A Italia y Japón les toca una labor especialmente difícil, y en Estados Unidos la consolidación fiscal tiene una importancia particular porque es necesario incrementar el ahorro nacional y contener el déficit en cuenta corriente. Este inquietante panorama exige fijar objetivos presupuestarios a mediano plazo debidamente ambiciosos y abordar dificultades profundamente arraigadas como la de cimentar la solidez de los sistemas de seguridad social y encontrar soluciones eficaces a la tendencia creciente —y aparentemente inexorable— del costo de la atención de la salud.

Una reforma estructural encaminada a mejorar el clima empresarial y la competitividad mundial sigue siendo fundamental para afianzar las perspectivas a mediano plazo. En la zona del euro, es vital agilizar la agenda de Lisboa —sobre todo a través de una competencia más abierta en el sector de los servicios y una mayor flexibilidad en los mercados laborales—, y las reformas del sector financiero continúan siendo vitales para mejorar las perspectivas de productividad y las oportunidades laborales. En Japón, es prioritario reformar el sector público, fomentar la flexibilidad del mercado laboral y la eficiencia del sector financiero, y lanzar reformas encaminadas a estimular la productividad en el sector de los servicios.

En los países de mercados emergentes y en desarrollo habrá que impulsar con más tesón las reformas de mercado y hacer más extensivas las oportunidades y los beneficios del crecimiento. El capítulo 3 analiza en detalle el crecimiento asiático y concluye que para que Asia pueda sustentar el crecimiento experimentado hasta ahora y para reducir la pobreza y la disparidad del ingreso, será más y más apremiante efectuar reformas que estimulen la competencia y la flexibilidad, y a la vez ampliar el acceso a la educación, la atención de la salud y una red de protección social razonable, especialmente para los grupos de bajo ingreso. Estas conclusiones son también muy relevantes fuera de Asia. La reforma de los sistemas de gobierno corporativo y del sector financiero pensada para fortalecer la disciplina del mercado facilitaría la distribución eficiente de la inversión en China, y el fortalecimiento de las redes de protección social podría contribuir a fomentar el consumo. La aplicación de una regulación financiera más estricta en las economías emergentes de Europa suprimiría focos de vulnerabilidad vinculados con una rápida expansión del crédito. Las reformas del mercado laboral y del sector fiscal destinadas a mejorar la focalización del gasto público en prioridades sociales y de inversión abrirían perspectivas más alentadoras para los grupos de bajo ingreso en una diversidad de países.

El elevado nivel y la volatilidad de los precios en los mercados energéticos mundiales continúan siendo un motivo de gran preocupación que exigirá persistentes esfuerzos de todas las partes interesadas. Es sumamente alentador comprobar que algunos de los principales productores de petróleo de Oriente Medio planifican expandir la inversión. Sin embargo, los recientes intentos de apuntalar la seguridad energética nacional moviéndose unilateralmente hacia la autosuficiencia —excluyendo a las empresas extranjeras del mercado nacional, promoviendo “campeones nacionales” y apresurándose a obtener campos petrolíferos en el extranjero a cualquier precio— podrían agravar las ineficiencias mundiales sin reducir los riesgos para la comunidad internacional. Lo que se necesita en lugar de ese “proteccionismo energético” es lograr el buen funcionamiento de los mercados, ofrecer incentivos adecuados y previsibles para que los productores inviertan (particularmente en fuentes de energía más arriesgadas y costosas) y mantener un excedente de capacidad adecuado. También es necesario fomentar la conservación fijando precios al consumidor que reflejen plenamente los costos sociales del uso de la energía. Redoblando los esfuerzos por mejorar las estadísticas sobre la energía —por ejemplo, mediante indicadores más coherentes y fiables de las reservas petroleras— se facilitaría la toma de decisiones más racionales y previsoras.

La liberalización del comercio multilateral sigue siendo fundamental para afianzar las perspectivas de crecimiento mundial sostenido. Es motivo de profunda decepción observar que las negociaciones de la Ronda de Doha han llegado a un punto muerto, lo cual podría plantear una inquietante reaparición del proteccionismo. Habrá que poner renovado empeño en revitalizar la liberalización del comercio multilateral, prevenir las presiones proteccionistas y evitar una dependencia excesiva de los acuerdos comerciales bilaterales como medio de hacer avanzar la liberalización. La mejor manera de abrir nuevas oportunidades para el crecimiento mundial sigue siendo la liberalización no discriminatoria del comercio (es decir, bajo el régimen de nación más favorecida).

Tampoco se podrá descuidar la ampliación de la ayuda otorgada a los países más pobres para acompañar sus esfuerzos por alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio, afán que revestirá aún más importancia si resulta imposible desbloquear la Ronda de Doha o si llegan a caer los precios de los productos básicos que han apuntalado el sólido crecimiento de las economías de África subsahariana.

Tal como se ha enfatizado en otras ediciones de *Perspectivas de la economía mundial*, los protagonistas de la economía mundial pueden adoptar medidas que contribuyan a la resolución ordenada del problema de los desequilibrios mundiales (véase el recuadro 1.3): Estados Unidos podría fomentar el ahorro nacional, entre otras cosas comprometiéndose a una consolidación fiscal más ambiciosa a mediano plazo; Europa y Japón podrían impulsar más decisivamente la reforma estructural; las economías emergentes de Asia podrían emprender reformas encaminadas a estimular la demanda interna (el consumo en China y la inversión en el resto de la región) e incrementar la flexibilidad cambiaria, y los países exportadores de petróleo en zonas de rendimientos elevados podrían incrementar el gasto dentro de las limitaciones de la capacidad de absorción, sobre todo en Oriente Medio, cuya capacidad de absorción ha aumentado con el correr del tiempo y cuyo gasto en inversión ya ha alcanzado niveles elevados. Pese a que cada uno de estos objetivos es beneficioso para los intereses de los respectivos países, en algunos casos el progreso ha sido lento, obstaculizado en parte por la dificultad de forjar un consenso político a nivel nacional sobre medidas que tendrán consecuencias distributivas. Es posible que un enfoque multilateral y mancomunado sirva de incentivo, al poner de relieve las vinculaciones y los efectos de contagio transfronterizo, reafirmar el concepto de que los potenciales riesgos de ciertas acciones disminuirían gracias a iniciativas adoptadas en otros países, y forjar un espíritu común de compromiso mundial que abra posibilidades incomparables de prosperidad y crecimiento rápido e ininterrumpido para todos. Tal es la aspiración de las consultas multilaterales que ha iniciado el Fondo Monetario Internacional con Arabia Saudita, China, Estados Unidos, Japón y la zona del euro.

Nota de prensa del capítulo 3
El despertar de Asia: Estructuras de desarrollo
y crecimiento económico

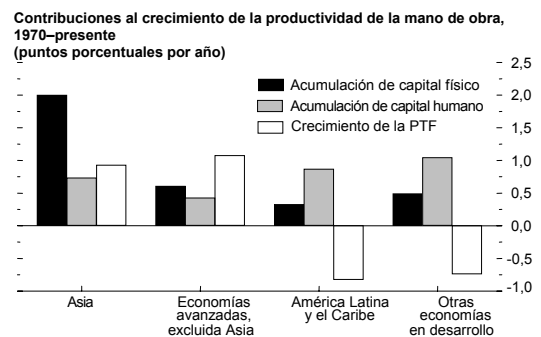
Perspectivas de la economía mundial, septiembre de 2006

Preparado por Florence Jaumotte, Economista,
y Nikola Spatafora, Economista Principal,
ambos del Departamento de Estudios del FMI

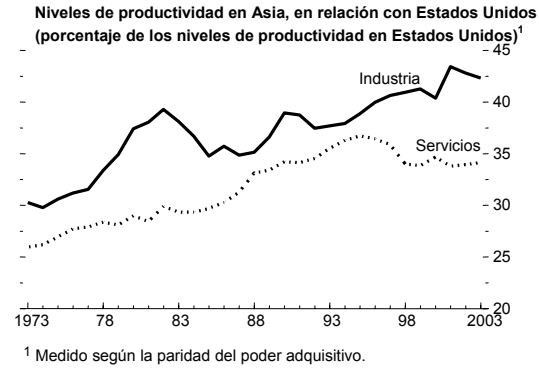
Observaciones y conclusiones fundamentales

- **El extraordinario crecimiento económico de Asia ha sido impulsado por los altos niveles de inversión y el rápido aumento de la productividad; estos, a su vez, han sido propiciados por el sólido marco de políticas existente en la región.**
- **Para mantener un crecimiento acelerado deberán satisfacerse los siguientes requisitos fundamentales:**
 - La implementación de reformas para alentar el crecimiento de la productividad en el sector de servicios, que ha ido adquiriendo creciente importancia.
 - El suministro de apoyo a la política económica a fin de continuar el traspaso de recursos desde el sector agrícola a los sectores industrial y de servicios.
 - El fortalecimiento del marco de política en los países de desarrollo más reciente.

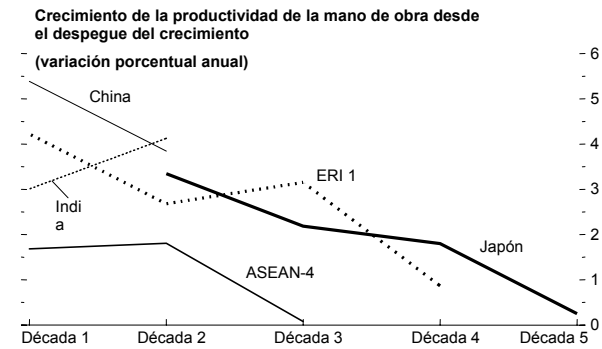
El ingreso real per cápita se ha septuplicado desde 1950. En promedio, el producto per cápita en la región, como un todo, registró un crecimiento del 4%, y en los países de rápido desarrollo, como las economías recientemente industrializadas y China, superó el 5%. Este crecimiento ha sido impulsado por una rápida acumulación de capital físico y humano y un acelerado aumento de la productividad total de los factores (PTF). Esta evolución, a su vez, es atribuible a la existencia de un marco de política generalmente sólido en la región.



No obstante, en muchos países de Asia falta mucho aún para alcanzar los niveles de ingreso de las economías avanzadas. Esta convergencia es esencial para reducir los índices de pobreza en la región, que aún son elevados. Por consiguiente, las políticas económicas deben seguir estimulando un fuerte crecimiento de la productividad. En particular:



- **Es esencial promover el crecimiento de la productividad en el sector de servicios, donde el proceso de convergencia con las economías avanzadas se ha detenido, a pesar de que el nivel de productividad sectorial es equivalente a solo la tercera parte del existente en Estados Unidos.** Si en el curso de los últimos 10 años la productividad del sector hubiera aumentado al



mismo ritmo que en el sector industrial, el producto agregado habría registrado un crecimiento adicional de 1½ puntos porcentuales al año. Para alentar la productividad del sector de servicios será necesario fomentar la competencia, eliminar los obstáculos para la entrada, simplificar las regulaciones y fortalecer el capital humano.

- **La adopción de medidas de política destinadas a facilitar la continua transición desde la agricultura hacia los sectores industrial y de servicios contribuiría a reducir la pobreza y a alentar el crecimiento.** Desde 1970, la convergencia con los niveles de productividad de Estados Unidos ha sido atribuible, más o menos en una cuarta parte, a los desplazamientos de la mano de obra desde la agricultura hacia los sectores industrial y de servicios. Sin embargo, el sector agrícola representa casi la mitad del empleo total en los países en desarrollo de Asia, y el 60% del empleo en los países de desarrollo más reciente, como Vietnam y Camboya. Una mayor liberalización del comercio, la ampliación y profundización de los sistemas financieros, un reforzamiento del capital humano, una flexibilización de los mercados laborales y la eliminación de las deficiencias generalizadas de la infraestructura ayudarán a estos países a seguir transformando la estructura de sus economías.

- Los países de desarrollo más reciente, en Asia y en otras regiones del mundo, pueden extraer enseñanzas del historial de éxitos en esa región. Desde 1970, el crecimiento anual en otros países en desarrollo ha sido, en promedio, de apenas un 1%, a diferencia de Asia, donde el crecimiento ha sido rápido. No obstante, en algunos países asiáticos el ingreso per cápita sigue siendo muy bajo. Los resultados obtenidos en esa región demuestran que un marco macroeconómico estable, la apertura al comercio, unas instituciones sólidas y un sistema financiero bien desarrollado son fundamentales para lograr un crecimiento vigoroso y sostenido.

Nota de prensa del capítulo 4
¿Influyen los sistemas financieros en los ciclos económicos?

Perspectivas de la economía mundial, septiembre de 2006

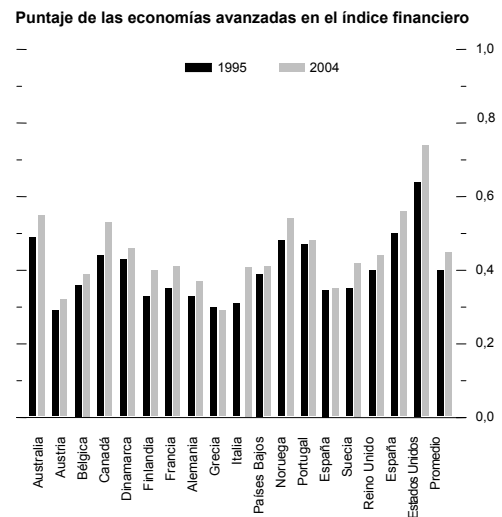
Preparado por Subir Lall, Subjefe de División; Roberto Cardarelli, Economista Principal e Irina Tytell, Economista del Departamento de Estudios del FMI

Observaciones y conclusiones fundamentales

- **Las diferencias entre los sistemas financieros de las economías avanzadas inciden en el comportamiento de los ciclos económicos.**
- **En los sistemas financieros de tipo más “impersonal”, como los de Estados Unidos y el Reino Unido, los hogares puede contraer más endeudamiento para sustentar el consumo, pero el mayor nivel de deuda los hace más vulnerables al aumento de las tasas de interés y a la baja del precio de los activos.**
- **Los sistemas financieros de Europa más “basados en las relaciones” son menos aptos para transferir recursos de sectores económicos en declinación a otros sectores en crecimiento, obstaculizando así las iniciativas dirigidas a elevar la productividad y responder al cambio tecnológico y a la globalización.**

En el capítulo 4 de esta edición de *Perspectivas de la economía mundial* se presentan los resultados de nuevos estudios realizados por el FMI sobre la relación entre los sistemas financieros y los ciclos económicos. Las principales conclusiones son las siguientes:

- **Los sistemas financieros de las economías avanzadas están siendo transformados por las nuevas tecnologías y la desregulación, pero subsisten diferencias considerables entre los distintos países.** A partir de un nuevo índice elaborado especialmente para ese fin, en el capítulo se comprueba que en Australia, Canadá, Estados Unidos, los Países Bajos y el Reino Unido los sistemas financieros se basan mucho más en intercambios de carácter impersonal —en los que las partes involucradas no tienen entre sí un conocimiento o información especial distintos de los que están a disposición del público— que los sistemas de la mayoría de los países de Europa y Japón. En estos últimos países siguen teniendo más peso las



Fuentes: Véanse en el apéndice 4.1 las fuentes utilizadas para elaborar el índice financiero.

relaciones a largo plazo entre prestatarios y prestamistas, pese a que en los últimos años las transacciones de carácter impersonal han cobrado más importancia.

- **En los sistemas financieros más impersonales los hogares tienen mayor facilidad de acceso al endeudamiento para financiar el gasto de consumo, pero son más vulnerables a la baja del precio de los activos.** Los sistemas financieros impersonales bien desarrollados, como los de Estados Unidos y el Reino Unido, permiten a los hogares contraer endeudamiento garantizado por el valor en alza de sus viviendas, potenciando así el consumo y favoreciendo un fuerte crecimiento económico. Como resultado de ello, sin embargo, aumenta la deuda de los hogares, que en 2005 alcanzó un promedio del 160% del ingreso disponible en los sistemas de tipo impersonal en comparación con menos del 100% en los sistemas que dependen más de las relaciones. Los hogares que operan en sistemas financieros de carácter impersonal son por lo tanto más vulnerables al aumento de las tasas de interés y a la baja de los precios de los activos. Así, por ejemplo, durante anteriores caídas de los precios de la vivienda registradas en los países cuyos sistemas financieros son de carácter más impersonal, el crecimiento del consumo tendió a desacelerarse, disminuyendo de un promedio del 3% (interanual) al inicio de la caída hasta llegar al 0% dos años más tarde. La desaceleración del mercado de la vivienda en Estados Unidos representa un riesgo fundamental para las perspectivas de la economía de ese país y del mundo.
- **Los sistemas financieros en los que predominan las transacciones basadas en las relaciones son menos eficaces que los de tipo impersonal para responder a las nuevas oportunidades de crecimiento que brindan la innovación tecnológica y la globalización.** Ello se debe a que las relaciones características entre prestatarios y prestamistas tienden a favorecer a las empresas ya establecidas en las industrias preexistentes, mientras que los sistemas de tipo impersonal están relativamente libres de las restricciones que impone una relación a más largo plazo con un prestatario. En consecuencia, en estos últimos sistemas es más fácil reasignar recursos de industrias en declinación hacia otras en crecimiento, lo cual favorece sustancialmente el incremento de la productividad. Este hecho es especialmente importante en el caso de Europa, donde el crecimiento de la productividad laboral se ha rezagado respecto del registrado en Australia, Estados Unidos y el Reino Unido durante la última década.
- **Las diferencias entre los sistemas financieros pueden ser uno de los factores determinantes de los actuales desequilibrios mundiales.** El sistema financiero de Estados Unidos —así como el de Australia y el Reino Unido— ha permitido que aumente el endeudamiento de los hogares en un grado mucho mayor que en otros países, reduciendo el ahorro y elevando el déficit en cuenta corriente. Los mercados financieros complejos y líquidos de Estados Unidos también han brindado atractivas oportunidades de inversión a los ahorristas extranjeros, contribuyendo de ese modo a financiar el déficit de ese país. Por ejemplo, en Estados Unidos las tenencias de los

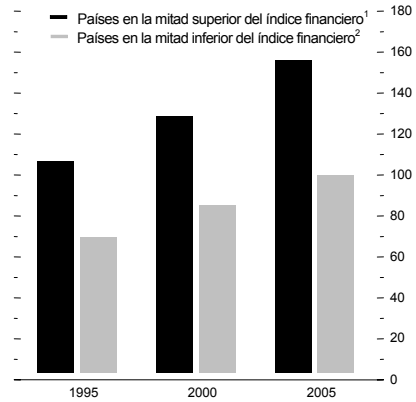
inversionistas extranjeros representan alrededor del 10% del volumen de US\$8 billones a que asciende el mercado de valores respaldados por hipotecas. Si otros sistemas financieros alcanzan un nivel similar, no obstante, probablemente será más difícil financiar los desequilibrios.

En el capítulo se hace hincapié en que los sistemas financieros continuarán evolucionando, y traerán consigo no solo beneficios económicos considerables sino también desafíos para las autoridades económicas. En el capítulo se recalcan tres importantes conclusiones en materia de políticas públicas:

- **Política monetaria.** Al utilizar los hogares sus activos, especialmente la vivienda, como garantía para contraer endeudamiento, el impacto de las variaciones de la tasa de interés sobre los precios de los activos tenderá a convertirse en un canal cada vez más importante de influencia de la política monetaria en la economía. Al tomar medidas para endurecer la política monetaria durante este ciclo, las autoridades de los bancos centrales deberán evaluar cuidadosamente si el aumento de las tasas de interés ejerce un efecto mayor en el gasto de los hogares, especialmente en aquellos países que más han avanzado hacia sistemas financieros de carácter impersonal.
- **Políticas de regulación y supervisión.** Al cambiar los sistemas financieros, surgirán riesgos en otros ámbitos, y es importante que los organismos de regulación y supervisión del sector financiero adapten sus políticas en consecuencia. Por ejemplo, los órganos reguladores deben tener especialmente en cuenta las posibles consecuencias del aumento explosivo que han registrado en Estados Unidos los préstamos hipotecarios sujetos a pagos solo de intereses y con amortización negativa.
- **Los beneficios que trae consigo la evolución actual de los sistemas financieros se aprovecharán plenamente solo si están respaldados por cambios de política en otros planos.** Una de las ventajas fundamentales de un sistema financiero más impersonal es que permite reasignar mejor los recursos desde sectores que declinan hacia otros que crecen. Este proceso debe estar respaldado por reformas que incrementen la flexibilidad de los mercados laborales —por ejemplo, mediante una mayor transferibilidad de los planes de pensiones y de salud— y normas sobre quiebra que faciliten la salida del mercado de las empresas inviables. Por último, mediante redes de protección social sólidas, y a la vez bien definidas, se garantizaría que las personas cuenten con un respaldo adecuado y puedan capacitarse para acceder a nuevas oportunidades de empleo.

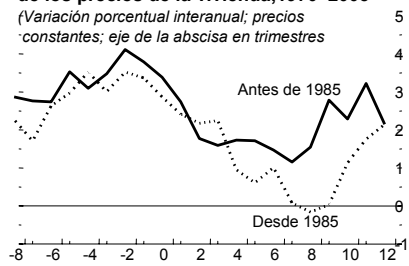
Pasivos totales de los hogares

(Razón respecto del ingreso disponible; promedio del grupo)



Respuesta del consumo privado a las caídas de los precios de la vivienda, 1970-2005³

(Variación porcentual interanual; precios constantes; eje de la abscisa en trimestres)



Fuentes: Cuentas financieras nacionales de Eurostat y OCDE; OCDE, base de datos analíticos y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Los países incluidos son Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Italia, Noruega, los Países Bajos, el Reino Unido y Suecia.

² Los países incluidos son Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Japón y Portugal.

³ Los países incluidos son Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Italia, Noruega, los Países Bajos, el Reino Unido y Suecia. El cero corresponde al trimestre posterior a aquel en que se inicia una caída.

Nota de prensa del capítulo 5
*¿Podrá continuar el auge de precios
de los productos básicos no combustibles?*

Perspectivas de la economía mundial, septiembre de 2006

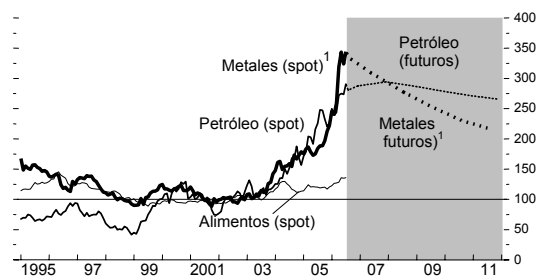
Preparado por Martin Sommer, Economista del Departamento de Estudios del FMI

Observaciones y conclusiones fundamentales

- **Los precios de los metales han experimentado aumentos vertiginosos, empujados por una demanda enérgica. Esta proviene sobre todo de China, que ha originado un 50% del aumento del consumo mundial de los principales metales durante los últimos años, ante el cual no ha bastado la respuesta de la oferta.**
- **Al contrario de lo que se cree comúnmente, la especulación parece haber tenido un efecto limitado sobre los precios de los productos básicos.**
- **Las proyecciones del FMI apuntan a una disminución paulatina de los precios de los metales a medida que entre en servicio una nueva capacidad de producción.**

Los precios de muchos productos básicos han marcado máximos sin precedente este año: los precios de los metales han subido un 180% en términos reales desde 2002, superando incluso el avance de los precios del petróleo (que fue del 157% en términos reales, como se observa en el primer gráfico). El capítulo 5 analiza los factores que pueden haber contribuido a este estallido de los precios de los productos básicos no combustibles y evalúa la posibilidad de que se mantengan a los niveles actuales¹.

Precios de los principales productos básicos
(2002 = 100; datos mensuales en términos nominales)



Fuentes: Barclays Capital; Bloomberg Financial Markets, LP; FMI, base de datos de los precios de los productos básicos y cálculos del personal técnico.
¹ Promedio ponderado de los precios del aluminio, cobre, estaño níquel, plomo y zinc.

En el caso de los metales, el capítulo sostiene que el principal impulso del alza de los precios ha sido la rápida expansión de la demanda mundial —sobre todo en China—, que ha superado la ampliación de la oferta. Por ejemplo, el consumo de aluminio aumentó 7,6% por año en 2002–05, comparado con 3,8% durante la última década. Como los períodos

¹ Este capítulo complementa el estudio sobre el mercado del petróleo publicado en la edición de abril de 2005 de *Perspectivas de la economía mundial*, titulado “¿Se mantendrá la tensión en el mercado del petróleo?”

de gestación de la inversión son prolongados en la industria de los metales, los precios pueden subir considerablemente frente a un incremento imprevisto de la demanda. China originó alrededor del 50% del aumento del consumo mundial neto de los principales metales (aluminio, cobre y acero) durante los cuatro últimos años y, según las previsiones, seguirá ejerciendo una influencia crítica en los mercados de los productos básicos como consecuencia de su rápido crecimiento y de su creciente peso dentro de la economía mundial.

Una de las conclusiones del capítulo es que, en comparación con los metales, los precios de los alimentos y de otros productos básicos no combustibles han sido mucho menos sensibles al vigoroso crecimiento mundial. Esto se debe a

varios factores. Primero, el uso de los metales se ha expandido más rápido que el consumo de productos básicos agrícolas como consecuencia del aumento de los ingresos. Segundo, en comparación con la industria de los metales, la oferta del sector agrícola tarda considerablemente menos en responder a los movimientos de

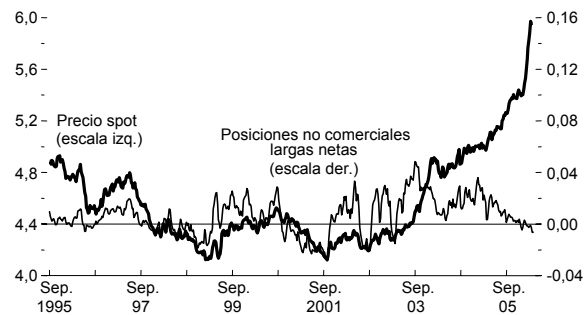
los precios. El encarecimiento relativamente moderado de los alimentos durante los últimos años ha sido más que nada producto de la fluctuación del tipo de cambio del dólar de EE.UU. y del alza de los costos de los insumos, sobre todo de los fertilizantes, cuyo precio está vinculado al del petróleo.

A diferencia de lo que se cree comúnmente, los inversionistas financieros no parecen haber influido mucho en los movimientos de precios de los productos básicos no combustibles. La inversión especulativa en los mercados de futuros de productos básicos se ha intensificado considerablemente en los últimos años, pero los inversionistas han tomado posiciones tanto largas como cortas que neutralizan las fluctuaciones de los precios. No hay muchas indicaciones estadísticas de que los movimientos de las posiciones especulativas netas hagan variar los precios al contado (de hecho, los inversionistas aparentemente están siguiendo las tendencias de los precios, no creándolas). Por ejemplo, en el mercado del cobre las posiciones especulativas netas disminuyeron cuando los precios se dispararon este año (segundo gráfico).

En cuanto al futuro de los metales, las proyecciones apuntan a un retroceso de los elevados precios actuales. Según un análisis de mercado que baraja distintas posibilidades de crecimiento mundial, ampliación de la capacidad productiva y sensibilidad de los precios a la oferta y la demanda, el precio del aluminio y del cobre está por encima de un nivel sostenible. Tomando la hipótesis de referencia, el precio real del aluminio y del cobre caerá un 35% y un 57%, respectivamente, llegado el año 2010. Ese resultado coincide con la experiencia histórica: los precios de los metales suelen converger con los costos de producción a mediano plazo, y los precios actuales están muy por encima de los costos de producción (la relación precio de mercado/costo de los principales metales es de $1\frac{1}{2}$ - $2\frac{3}{4}$).

Cobre: Precio e inversión especulativa

(Precio spot en escala logarítmica; posiciones no comerciales largas netas, en millones de contratos)



Fuentes: Bloomberg Financial, LP y Commodity Futures Trading Commission.

Además, los mercados de futuros también predicen una baja paulatina de los precios de la mayor parte de los metales durante los cinco próximos años (primer gráfico).

Teniendo en cuenta que el actual boom de precios de los productos básicos no combustibles es pasajero, es vital que las autoridades de los países exportadores ahorren gran parte de este volumen excepcional de ingresos, o bien le den un destino que promueva el crecimiento futuro de sectores ajenos al ámbito de los productos básicos.