

Perspectivas de la Economía Mundial, Octubre de 2008

Capítulo 1. Perspectivas y políticas mundiales

La economía mundial ha iniciado una fuerte desaceleración económica confrontada con el shock financiero más peligroso en los mercados financieros desarrollados desde los años treinta. En estas circunstancias excepcionalmente inciertas, las proyecciones del crecimiento mundial para 2009 se han revisado a la baja y se estima que este se reducirá al 3%, el ritmo más lento desde 2002, y los riesgos de deterioro a que están sujetas las perspectivas son considerables. Las principales economías avanzadas ya se encuentran en recesión o cerca de ella y, aunque se proyecta que la recuperación cobre fuerza progresivamente en 2009, es probable que el repunte sea excepcionalmente gradual, debido al continuo desapalancamiento en los mercados financieros. En este contexto, cabe prever que las altas tasas de inflación general se reducirán rápidamente, siempre que los precios del petróleo se mantengan en los niveles actuales o por debajo de ellos. La actividad económica también se está desacelerando en las economías emergentes y en desarrollo, en algunos casos a tasas muy por debajo de la tendencia, aunque algunas aún se ven confrontadas con importantes presiones inflacionarias a pesar de la mayor estabilidad de los precios de las materias primas. El desafío de política económica inmediato es estabilizar los mercados financieros mundiales, fortaleciendo al mismo tiempo las economías durante la desaceleración económica mundial y manteniendo la inflación bajo control. A más largo plazo, las autoridades económicas deberán restablecer bases sólidas para la intermediación financiera y considerar la manera de reducir las tendencias procíclicas en la economía mundial y reforzar las respuestas de la oferta y la demanda en los mercados de materias primas.

En la primera parte del capítulo se presenta el panorama general de una economía mundial bajo presión. A continuación se examina con más detalle la expansión de la crisis financiera actual y sus implicaciones macroeconómicas, así como los desequilibrios en los mercados de materias primas y de la vivienda. En este análisis se sientan las bases para el examen de las perspectivas y riesgos. En la última parte del capítulo se analizan los desafíos

de política económica. El capítulo 2 se centra en la evolución y las cuestiones de política económica de cada una de las principales regiones del mundo.

Una economía mundial bajo presión

Durante los cuatro años transcurridos hasta el verano de 2007, la economía mundial experimentó una vigorosa expansión. El PIB mundial creció a un promedio de alrededor del 5% anual, la tasa sostenida más alta desde principios de los años setenta. Alrededor de las tres cuartas partes de este crecimiento (medido según la paridad de poder adquisitivo) se atribuyó a un auge de amplia base en las economías emergentes y en desarrollo (cuadro 1.1 y gráfico 1.1). La inflación se mantuvo, en general, moderada, a pesar de algún repunte.

En el último año, la economía mundial se ha visto confrontada con una crisis cada vez más profunda en los mercados financieros, fuertes correcciones en los mercados de la vivienda de varias economías avanzadas y auges de precios de las materias primas. De hecho, la crisis financiera que estalló en agosto de 2007 tras el colapso del mercado de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos entró en septiembre de 2008 en una nueva fase agitada que ha dañado gravemente la confianza en las instituciones y mercados financieros mundiales. Y lo que es más dramático, la creciente preocupación por la insolvencia ha provocado una serie de quiebras en cascada, fusiones obligatorias e intervenciones públicas en Estados Unidos y Europa occidental, lo que ha transformado drásticamente el panorama financiero. Además, los mercados interbancarios casi se han paralizado porque se ha evaporado la confianza en las contrapartes. Para responder rápidamente a la situación, las autoridades estadounidenses y europeas han anunciado la adopción de medidas de gran alcance orientadas a respaldar las instituciones clave, estabilizar los mercados y fortalecer la confianza, pero la situación sigue siendo muy incierta e inestable en el momento en que esta publicación se envía a la imprenta.

Confrontada con unas condiciones cada vez más difíciles, la economía mundial se ha desacelerado marcadamente. Las economías avanzadas crecieron a una tasa anualizada colectiva de solamente el 1% durante el período transcurrido entre el cuarto trimestre de 2007 y el segundo trimestre de 2008 inclusive, frente al 2½% registrado en los primeros tres trimestres de 2007. La economía estadounidense es la que más ha sufrido los efectos directos de la crisis financiera que se originó en su propio mercado de hipotecas de alto riesgo, lo que

ha restringido las condiciones crediticias y ha agudizado la corrección en el sector de la vivienda iniciada en 2006. La aplicación de una política contundente de expansión monetaria por parte de la Reserva Federal, la adopción oportuna de un paquete de medidas de estímulo fiscal y el sólido desempeño de las exportaciones respaldado por el debilitamiento del dólar de EE.UU. han contribuido a mitigar estos golpes, pero aun así la economía solo ha logrado crecer en un 1¼% en promedio desde el cuarto trimestre de 2007. La actividad en Europa occidental también se ha desacelerado considerablemente, debido a los altos precios del petróleo, las condiciones crediticias más restrictivas, el debilitamiento del mercado de la vivienda en varias economías, la desaceleración en Estados Unidos y la apreciación del euro. La economía japonesa mostró inicialmente más capacidad de resistencia pero últimamente se ha visto afectada por la desaceleración de las exportaciones y el impacto del deterioro de los términos de intercambio en la demanda interna.

Los datos disponibles con respecto al tercer trimestre y los indicadores de pronóstico parecen indicar que la desaceleración en las economías avanzadas sigue agravándose (gráfico 1.2). De hecho, los indicadores de la confianza de las empresas y los consumidores en Estados Unidos y la zona del euro se acercan a los bajos niveles registrados durante la recesión de 2001–02.

Las economías emergentes y en desarrollo no se han desacoplado de esta desaceleración. El crecimiento en estos países se redujo ligeramente del 8% en los primeros tres trimestres de 2007 al 7½% en los tres trimestres posteriores, debido a la moderación de la demanda interna (especialmente la inversión empresarial) y de las exportaciones netas. Además, los indicadores recientes sobre la actividad empresarial y comercial apuntan a una continua desaceleración. El crecimiento ha mostrado mayor resistencia en los países exportadores de materias primas, que se están beneficiando de los precios, aún altos, de sus exportaciones. En cambio, los países con los vínculos comerciales más sólidos con Estados Unidos y Europa experimentan una marcada desaceleración, mientras que algunos países que dependen de los flujos relacionados con el sector bancario o con inversiones de cartera para financiar sus abultados déficits en cuenta corriente se han visto gravemente afectados por una contracción brusca del financiamiento externo. No obstante, en general, las economías emergentes han logrado mantener hasta el momento el acceso al mercado de manera más

eficaz que en anteriores episodios de turbulencia financiera, lo que refleja el fortalecimiento de los marcos de política y de los balances del sector público.

A pesar de la desaceleración del crecimiento mundial, el nivel general de inflación ha subido en todo el mundo hasta tasas sin precedentes desde finales de los años noventa, impulsado por el aumento de los precios de los alimentos y combustibles. En las economías avanzadas, la inflación general interanual se situó en el 4½% en agosto de 2008, lo que representa un ligero descenso con respecto a su nivel máximo de julio, tras cierta disminución de los precios de las materias primas (gráfico 1.3). Los indicadores de la inflación subyacente —los índices de precios, excluidos los alimentos y combustibles, las expectativas de inflación y los costos de la mano de obra— se han mantenido moderados en general, aunque algunos indicadores han repuntado. Debido a la mayor preocupación por la inflación, la Reserva Federal ha mantenido la tasa de los fondos federales en el 2% desde abril, después de seis meses de fuertes recortes, y el Banco Central Europeo aumentó ligeramente su tasa de referencia, al 4¼%, a principios de julio.

La reaparición de la inflación ha sido más marcada en las economías emergentes y en desarrollo, donde la inflación general agregada alcanzó casi el 8¼% en agosto y una amplia gama de países registran ahora tasas de inflación de dos dígitos. En cierta medida, la diferencia refleja el peso considerablemente mayor de los precios de los alimentos en las canastas de consumo de estas economías, que normalmente representan entre el 30% y el 45% frente al 10% y el 15% en las economías avanzadas. No obstante, la inflación, excluidos los alimentos y combustibles, también se ha acelerado marcadamente, y hay indicios de que las expectativas de inflación y los salarios están aumentando, aunque estos datos no están tan sistemáticamente disponibles como en las economías avanzadas. En el capítulo 3 se examina la relación entre los precios de las materias primas y la inflación, y se observa que las economías emergentes han sido más vulnerables a los efectos de segunda ronda. Esto se debe a que el mayor peso de los precios de los alimentos ha ejercido más presión sobre los salarios reales, porque las expectativas de inflación no están tan bien ancladas por la credibilidad del banco central, y porque el rápido crecimiento ha reducido los márgenes de capacidad no utilizada.

Las autoridades económicas de las economías emergentes y en desarrollo han respondido al incremento de la inflación aplicando una amplia variedad de medidas. Muchos bancos centrales aumentaron las tasas de interés, pero otros decidieron más bien elevar los coeficientes de encaje y restringir el crédito, especialmente en los países en que la tasa de interés de referencia se ha visto limitada por una gestión inflexible del tipo de cambio. De hecho, como se analiza más adelante, recientemente se han dejado sin efecto estas medidas ante la intensa restricción de la liquidez relacionada con la conmoción financiera. Algunos países también han adoptado una política fiscal más restrictiva para frenar el crecimiento de la demanda agregada. Más allá de las políticas macroeconómicas, varios países han procurado limitar el impacto del aumento de los precios internacionales de las materias primas en los precios internos retrasando o limitando el traslado de los precios del petróleo —lo que podría tener un costo fiscal muy alto— mediante la reducción de los aranceles a los alimentos importados, y en algunos casos prohibiendo las exportaciones de alimentos o aplicando impuestos sobre las mismas.

La desaceleración del crecimiento en Estados Unidos en relación con sus socios comerciales y la depreciación sostenida del dólar de EE.UU. desde 2002 han contribuido a reducir el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos al 5% del PIB en el primer semestre de 2008, frente al 6½% observado a finales de 2005 (gráfico 1.4). La disminución es aún mayor si se excluyen las importaciones netas de petróleo. A pesar de un leve fortalecimiento desde principios de 2008, el tipo de cambio real efectivo del dólar de EE.UU. se encuentra en su nivel más bajo en décadas, y se considera que, en general, el dólar está ahora en consonancia con los parámetros fundamentales a mediano plazo. El ajuste del dólar en los últimos años se ha producido mayormente en el contexto de una apreciación de las monedas de otras economías avanzadas, especialmente el euro (que ahora se encuentra en un nivel alto en relación con los parámetros fundamentales) y el yen (que aún se considera subvaluado en función de los parámetros fundamentales), así como otras monedas de tipo de cambio flotante.

Entre las economías emergentes, el tipo de cambio de China ha seguido apreciándose a un ritmo moderado, y acelerándose ligeramente en términos reales efectivos debido al repunte de la inflación (gráfico 1.5). No obstante, el superávit en cuenta corriente de China se

ha mantenido por encima del 10% del PIB, y dado el alto nivel de flujos de capital a pesar de los controles más estrictos, las reservas han seguido aumentando. En opinión del personal técnico del FMI, el renminbi sigue estando considerablemente subvalorado en relación con los parámetros fundamentales a mediano plazo. Muchos exportadores de petróleo en Oriente Medio han seguido vinculando su moneda al dólar de EE.UU. En consecuencia, sus tipos de cambio nominales efectivos han tendido a depreciarse, aunque los tipos de cambio se han apreciado moderadamente en términos reales debido al repunte de la inflación. En otras regiones, las experiencias son muy diversas. En general, las monedas de los países emergentes de Europa y América Latina se han apreciado, ya que se ha adoptado una política monetaria más restrictiva y los países exportadores de materias primas se han beneficiado de la evolución positiva de los términos de intercambio, aunque algunas monedas han estado bajo presión recientemente debido al descenso de los precios de las materias primas y el aumento de la aversión al riesgo. En África y Asia oriental y meridional (por ejemplo, Corea, India, Pakistán y Sudáfrica), varias monedas se han depreciado durante un período más prolongado, en parte debido al aumento de los costos de las importaciones de materias primas y la ampliación de los déficits en cuenta corriente.

El sistema financiero en crisis¹

La edición de abril pasado de *Perspectivas de la economía mundial* salió a la imprenta justo después de que la Reserva Federal organizara con carácter urgente la venta de uno de los grandes bancos de inversión de Estados Unidos —Bear Stearns— y diera a corredores y operadores mayor acceso a sus mecanismos de liquidez para emergencias. Los bancos también lograron avances en la contabilización de pérdidas derivadas de su exposición a títulos respaldados por hipotecas de alto riesgo, así como en los procesos de recapitalización y desapalancamiento².

¹La evaluación del sistema financiero se describe en detalle en la edición de octubre de 2008 del informe *Global Financial Stability Report (GFSR)*, informe sobre la estabilidad financiera mundial (FMI, 2008b).

²Para septiembre de 2008, los bancos habían declarado \$518.000 millones en pérdidas derivadas de su exposición a hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos e inversiones afines; el grueso de esa suma recayó en bancos estadounidenses y europeos. Asimismo, el sector bancario captó \$364.000 millones en capital nuevo. Comparativamente, las pérdidas derivadas de préstamos y títulos afines originados en Estados Unidos se

Aun así, la tensión del sector financiero volvió a agudizarse en los meses siguientes, cuando se reavivaron los temores en torno a la solvencia y se hizo obvio que el saneamiento de los balances sería un proceso dilatado. El financiamiento del sector bancario quedó sometido a presiones especialmente intensas (gráfico 1.6). Uno de los factores de presión fue la creciente preocupación en torno a la acumulación de pérdidas crediticias causada por el círculo vicioso formado entre el sector real y el sector financiero. Al mismo tiempo, el ajuste del sector bancario tropezaba con varios obstáculos: un financiamiento costoso, la disminución de los ingresos generados por las operaciones de titulización, y la acumulación forzosa de activos imputable a las entidades estructuradas fuera del balance y a compromisos de préstamo anteriores. La caída de las cotizaciones bursátiles encareció la obtención de capital nuevo —empujándola a menudo a niveles prohibitivos— precisamente en el momento en que los mercados y los reguladores buscaban incrementar la relación capital/activos muy por encima de los niveles vigentes antes de la crisis.

Nuevamente, la tensión más aguda la experimentaron las instituciones muy expuestas al mercado estadounidense de la vivienda, que continúa debilitándose. A partir de agosto, Fannie Mae y Freddie Mac, las dos gigantescas empresas semipúblicas³, se vieron sometidas a enormes presiones debido a los temores en cuanto a sus bases de capitalización frente a la creciente ola de pérdidas. El anuncio de las autoridades estadounidenses de que ambas instituciones podrían recurrir a fondos federales para atender sus necesidades de liquidez y capital no logró descomprimir la situación. Debido a la función crucial que desempeñan en el mercado nacional de la vivienda y el sistema financiero mundial, el gobierno colocó a estas dos instituciones bajo la tutela de la *United States Federal Housing Finance Agency* (el organismo federal de financiamiento para la vivienda) y comprometió la ayuda financiera necesaria para mantener una capitalización y un financiamiento adecuados.

calculan ahora en \$1,4 billones, de los cuales entre \$640.000 millones y \$735.000 millones corresponderían al sector bancario (FMI, 2008b).

³Los nombres oficiales de estas empresas son Federal National Mortgage Association y Federal Home Loan Mortgage Corporation, respectivamente. Manejan o garantizan alrededor del 50% de las hipotecas estadounidenses y avalaron el 80% del crédito hipotecario nuevo en los últimos meses. Además, sus títulos representan inversiones muy extendidas en el sistema financiero mundial, y fueron uno de los conductos principales del financiamiento externo del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos.

A pesar de todos estos esfuerzos, los mercados financieros mundiales se vieron sumidos en una conmoción a mediados de septiembre cuando quebró otro gran banco de inversión estadounidense —Lehman Brothers—, infligiendo pérdidas considerables a acreedores y contrapartes. En los días siguientes, la presión del mercado llevó a la fusión de otro banco de inversión —Merrill Lynch & Co.— con un importante banco comercial y a la adquisición efectiva de la empresa de seguros más grande del mundo —American International Group, o AIG— por parte de la Reserva Federal para evitar una quiebra desordenada. Todas estas instituciones estaban sumamente expuestas a pérdidas vinculadas con el sector hipotecario. La confianza en las contrapartes prácticamente se esfumó y los mercados interbancarios se paralizaron, pese a inyecciones masivas de liquidez coordinadas por los principales bancos centrales y acuerdos de *swaps* de divisas de magnitudes históricas. Más adelante, otros bancos estadounidenses y varios bancos europeos cerrarían sus puertas, se nacionalizarían o se fusionarían con respaldo estatal.

Frente a la tormentosa situación, las autoridades de Estados Unidos y Europa lanzaron una serie de iniciativas nuevas. Una de las más notables fue la creación legislativa en Estados Unidos de un fondo por un valor de \$700.000 millones que les comprará a los bancos títulos hipotecarios problemáticos para contener el riesgo de que esa fuente continúe originando pérdidas, fomentar una valoración más transparente de estos activos y reducir la iliquidez de los balances bancarios. Al mismo tiempo, se ampliaron los programas de garantía de depósitos en Estados Unidos y varios países europeos; Estados Unidos, por ejemplo, instituyó una garantía transitoria de los fondos invertidos en los mercados de dinero, e Irlanda optó por una garantía tanto para los acreedores como para los depositantes. Asimismo, se restringieron las ventas en descubierto de acciones financieras para coartar las presiones especulativas.

En el momento en que el presente informe sale a la imprenta, las tensiones imperantes en el sector financiero aún son extraordinarias. Los mercados interbancarios continúan profundamente dislocados más allá de los vencimientos a un día, los precios de los títulos de renta variable retrocedieron drásticamente y la volatilidad del mercado sigue siendo elevada (gráfico 1.7). Además, los sectores del mercado que no se habían visto tan afectados por la turbulencia —por ejemplo, las empresas no financieras y los mercados emergentes— ahora

se encuentran sometidos a una presión sustancial, como se explica en el recuadro 1.1. En medio de este torbellino, los títulos públicos se transformaron en un refugio y el rendimiento de las letras del Tesoro estadounidense bajó prácticamente a cero.

La acumulación de problemas financieros está comenzando a castigar con más fuerza la actividad económica. Uno de los principales canales de transmisión entre la situación macroeconómica y la situación financiera es la restricción de las condiciones del crédito bancario en Estados Unidos y Europa occidental (gráfico 1.6). El motivo radica en que los bancos intentan desapalancarse porque el mercado tolera menos el riesgo de los balances, el capital bancario es cada vez más caro y hay menos acceso al financiamiento mayorista. Durante un tiempo, el crédito continuó creciendo gracias a la reintermediación de activos estructurados fuera del balance y a compromisos de préstamo anteriores; sin embargo, el crédito a las empresas no financieras y a los hogares ahora se está desacelerando de manera evidente, y es probable que ese enfriamiento persista mientras no aumente sustancialmente la capitalización bancaria. También está claro que el financiamiento a través de los mercados de valores probablemente siga siendo sumamente limitado para los prestatarios más riesgosos, ya que los diferenciales son más altos y la titulización se ha reducido drásticamente.

La crisis financiera también se hace sentir cada vez más en los mercados emergentes por obra de la creciente aversión de los inversionistas al riesgo, el menor volumen de fondos a disposición de inversionistas apalancados como los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y el deterioro de las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes. Los mercados de dinero locales están particularmente presionados, y eso llevó a los bancos centrales de varios países a reducir los encajes legales y tomar otras medidas encaminadas a descomprimir la liquidez. Los precios de las acciones también experimentaron caídas pronunciadas y los diferenciales de los bonos soberanos y empresariales muestran aumentos notables (gráfico 1.8). Los países con grandes necesidades de financiamiento externo y los exportadores de materias primas que se enfrentan a la perspectiva de una caída de precios se ven particularmente afectados por la retracción de los flujos de capital. Sin embargo, la experiencia del último año revela que en términos generales los flujos de capital destinados a las economías emergentes son bastante resistentes, sobre todo en comparación con el pasado. Con este telón de fondo, el crédito privado siguió creciendo con rapidez en muchas de estas

economías y las tasas de interés internas bajaron en términos reales, ya que la inflación fue mayor que el alza de las tasas de referencia.

Las inquietudes planteadas en la edición de abril de *Perspectivas de la economía mundial* sobre el impacto en la actividad económica de la persistencia de condiciones crediticias restrictivas siguen siendo muy válidas. Las reafirma el análisis presentado en el capítulo 4, según el cual los episodios de tensión financiera relacionados con shocks bancarios por lo general estuvieron seguidos de desaceleraciones inusitadamente profundas del ciclo económico y recuperaciones más dilatadas. El principal canal de transmisión de los trastornos financieros a la dislocación de la actividad económica parece ser la contracción del crédito neto a empresas y hogares. El capítulo 4 señala que la creciente importancia de los mercados de valores y el financiamiento de tipo impersonal no redujo la vulnerabilidad de la economía a las tensiones bancarias, e indica que el impacto podría ser más profundo al adquirir el apalancamiento un sesgo más procíclico.

Una lección importante del capítulo 4 es que la magnitud del daño a la economía depende mucho de la solidez original de las finanzas de las empresas y los hogares, y también de la evolución de los precios de la vivienda. La economía de Estados Unidos parece particularmente vulnerable porque los balances de los hogares están sobreextendidos y el sector de la vivienda está atravesando una etapa de corrección profunda. Por otro lado, la posición inicial relativamente sólida del sector empresarial y la celeridad de la distensión monetaria se consideran factores mitigantes. Las economías de Europa occidental deberían gozar de cierta protección gracias a la solidez financiera de los hogares, pero aun así se encontrarían también expuestas a un riesgo considerable durante un período sostenido de tensión financiera.

Se profundiza la corrección de la vivienda

Existen interacciones importantes entre los factores financieros y los ciclos de la vivienda que amplifican la magnitud de los ciclos de auge y colapso del sector inmobiliario y las fluctuaciones procíclicas del apalancamiento. El boom histórico que experimentó el sector de la vivienda en Estados Unidos y en muchas economías de Europa occidental desde comienzos de esta década se originó en la caída de las tasas de interés reales, un crecimiento

pujante y, en algunos casos, una rápida inmigración. Pero otro factor que alimentó esa expansión fueron nuevas técnicas de financiamiento basadas en la titulización y la relajación de las normas de otorgamiento de crédito, particularmente en Estados Unidos⁴. Para el año 2006, más del 40% de las hipotecas nuevas otorgadas en Estados Unidos pertenecían a una de las categorías de riesgo; en muchos casos exhibían una relación préstamo/valor muy elevada y estaban respaldadas por un mínimo de documentación. En Europa las normas crediticias no parecen haberse debilitado tanto, pero al igual que en Estados Unidos, el financiamiento de la vivienda estuvo sustentado en varios países por un uso más frecuente de financiamiento mayorista que en algunos casos implicaba fuertes asimetrías de la liquidez.

Esta desaceleración del mercado de la vivienda es la más pronunciada que sufre Estados Unidos desde la posguerra, ya que tanto las ventas como los precios sufrieron caídas drásticas. Los factores agravantes son la desaparición casi completa del mercado de hipotecas de alto riesgo, el endurecimiento general de las normas crediticias, el aumento de los diferenciales de los préstamos hipotecarios convencionales pese a la distensión monetaria (debido a la crisis financiera de Fannie Mae y Freddie Mac) y la rápida multiplicación de los embargos hipotecarios. En Europa occidental, el ciclo de la vivienda también entró en una fase descendente hace poco, en algunos casos debido a la restricción crediticia y al encarecimiento del crédito. Las desaceleraciones más marcadas están concentradas en algunos mercados nacionales —España, Irlanda y el Reino Unido— que habían experimentado la apreciación más rápida de los precios de la vivienda o el auge más intenso de la actividad de construcción, pero los precios de la vivienda están retrocediendo a nivel general (gráfico 1.7, paneles inferiores). Según el análisis de las valoraciones realizado por el personal técnico del FMI que aparece en el recuadro 1.2, una vez descontado el impacto de las variables económicas fundamentales, la vivienda parece estar todavía sobrevalorada en un amplio abanico de economías avanzadas, pero en Estados Unidos los precios parecen estar alineándose con las relaciones históricas.

⁴Dell’Ariccia, Igan y Laeven (2008) documentan de qué manera la aplicación de normas crediticias menos estrictas contribuyó a deteriorar la calidad del crédito en el sector de las hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos.

Como lo explica el recuadro 1.2, la desaceleración del mercado de la vivienda puede tener un fuerte impacto negativo en el crecimiento a través de una variedad de canales. El más directo es la contracción de la inversión residencial, que le restó anualmente $\frac{3}{4}$ de punto porcentual al crecimiento estadounidense durante los dos últimos años; una contracción parecida está produciendo un impacto aún más profundo en España e Irlanda. Además, las pérdidas cuantiosas y constantes derivadas de los activos vinculados a hipotecas —pérdidas tanto directas, causadas por la multiplicación de préstamos impagos, como indirectas, originadas en la valoración a precios de mercado de activos respaldados por hipotecas— son uno de los factores centrales de la crisis financiera y de las restricciones crediticias conexas. Por último, la caída de los precios de la vivienda repercute desfavorablemente en la obtención de préstamos garantizados por inmuebles, así como en los posibles efectos riqueza. Aunque el consumo resistió bien en Estados Unidos, en parte gracias a la devolución de impuestos, ahora está sufriendo una rápida desaceleración.

Los mercados de materias primas están sobretensionados

En términos reales, los precios de las materias primas continúan a niveles mucho más altos que los registrados durante los 20 últimos años, pese a cierta corrección ocurrida desde mediados de julio en medio de la desaceleración de la economía mundial (gráfico 1.1). El capítulo 3 muestra que el impulso de esa escalada sostenida de los precios proviene del delicado equilibrio entre la oferta y la demanda de muchos productos básicos, y de la probabilidad de que esa situación se mantenga en el futuro próximo después de muchos años de abundante capacidad excedentaria. El factor que más influye en el crecimiento de la demanda de materias primas es la constante integración a la economía mundial de grandes grupos de trabajadores de bajo ingreso —sobre todo de Asia— con un bajo consumo per cápita pero una elevada elasticidad-ingreso de la demanda. Además, la reacción de la oferta frente al avance de los precios relativos fue débil, por diversos motivos: las limitaciones geológicas y tecnológicas —particularmente en el sector petrolero—, la persistente inquietud de que los precios del petróleo puedan retomar los niveles muchos más bajos del segundo quinquenio de los años ochenta y los años noventa, y las deficiencias de la política económica, que desalentaron la inversión en nuevas fuentes de oferta de energía y alimentos. Como las existencias están bajas y la capacidad excedentaria es limitada, y dado que las

elasticidades-precio de la oferta y la demanda son muy bajas a corto plazo, los precios de las materias primas en este momento son extremadamente sensibles a las novedades sobre posibles trastornos de la oferta o los cambios de opinión en cuanto a las perspectivas cíclicas. Por ende, la caída reciente de los precios parece haber respondido en gran medida a la opinión de que el crecimiento mundial se está enfriando y a las evidencias incipientes de que la demanda está respondiendo al elevado nivel de los precios (principalmente en Estados Unidos), así como a algunas novedades favorables del lado de la oferta.

Algunos observadores opinan que las marcadas fluctuaciones recientes de los precios de las materias primas tienen que ver con la especulación o con la intensificación de las inversiones en materias primas como otra categoría de activos, y no con cambios de las variables fundamentales que influyen en la oferta y la demanda. Según datos analizados por el personal técnico del FMI, la depreciación del dólar de EE.UU. y el recorte de las tasas de interés estadounidenses repercutieron en los precios a través del impacto en la oferta y la demanda. Sin embargo, como explica el recuadro 3.1, aunque es difícil emitir un juicio definitivo debido a las limitaciones de datos, hay pocas pruebas concretas de que una nueva ola especulativa o el creciente interés de los inversionistas en las materias primas como una categoría más de activos haya tenido un impacto sistemático o duradero en los precios, aunque en algunos casos los cambios de actitud del mercado bien pueden haber alterado la dinámica de los precios a corto plazo.

El impacto macroeconómico más inmediato y directo del auge de precios de las materias primas se nota en la inflación. Como ya se mencionó —y como detalla el capítulo 3—, el encarecimiento de los alimentos es uno de los motivos más importantes del recrudecimiento de la inflación en las economías emergentes. El precio del petróleo, por su parte, es el elemento determinante de la inflación en las economías avanzadas.

El riesgo de que estas contribuciones directas desencadenen efectos de segunda ronda debería estar mitigado por tres tendencias estructurales: 1) mayor flexibilidad de los salarios reales, en contraposición a la resistencia que mostraron particularmente en Europa occidental durante los años setenta; 2) expectativas inflacionarias mejor ancladas gracias a la vigilancia

de los bancos centrales, y 3) decreciente intensidad energética⁵. La desaceleración de la actividad económica también está suavizando los riesgos inflacionarios, sobre todo en las economías avanzadas. Sin embargo, persisten inquietudes en algunas economías emergentes, sobre todo en aquellas cuya capacidad está cada vez más restringida, cuyos salarios públicos subieron con rapidez y cuya inflexibilidad cambiaria puede limitar la respuesta monetaria.

El alza de los precios de las materias primas también puede influir mucho en los términos de intercambio y en el poder adquisitivo, y, por ende, en el crecimiento. A nivel mundial, el factor más importante es el petróleo, no los alimentos, porque la producción de alimentos tiene una distribución internacional más uniforme: en promedio, la importación de petróleo es dos veces y media mayor que la importación de alimentos.

A nivel general, el encarecimiento del petróleo tiene un impacto atenuante neto en la demanda mundial porque los exportadores ahorran una proporción elevada del ingreso petrolero adicional, especialmente dado que sus economías ya están llegando al límite de la capacidad de absorción. La magnitud del efecto redistributivo depende también del origen del shock de precios: el efecto es más intenso cuando la escalada de precios se debe a un trastorno puro de la oferta, y no a una combinación de factores vinculados a la oferta y la demanda, que es lo que parece estar sucediendo en el episodio actual. Los efectos redistributivos son considerables, pero sustancialmente más leves que en los años setenta, cuando la intensidad de la producción petrolera era más o menos el doble de la que existe hoy en las economías avanzadas y 25% mayor en los mercados emergentes (gráfico 3.9). A nivel nacional, los países de bajo ingreso son particularmente vulnerables a las tensiones generadas por el encarecimiento de las importaciones de alimentos y combustibles. Los términos de intercambio de algunos países de África subsahariana sufrieron pérdidas equivalentes a más del 5% del PIB (FMI, 2008a).

⁵Blanchard y Galí (2007) analizan detenidamente por qué este boom de los precios del petróleo probablemente tenga un impacto macroeconómico más leve que el de los años setenta.

¿Han sido demasiado expansivas las políticas macroeconómicas?

El reciente deterioro de la economía mundial ocurre inmediatamente después de cuatro años de una expansión excepcionalmente pujante, durante los cuales los sólidos beneficios de la creciente integración de las economías emergentes y en desarrollo a la economía mundial contribuyeron al ciclo de crecimiento mundial más vigoroso desde principios de la década de 1970. No obstante, en retrospectiva es fácil apreciar que se fueron acumulando abultados desequilibrios entre cruciales mercados financieros, de vivienda y de materias primas, como consecuencia de serias fallas en la operación de estos mercados y la falta de medidas regulatorias adecuadas, con sus inevitables consecuencias.

Algunos observadores opinan que estos desequilibrios en los mercados financieros, de vivienda y de materias primas se exacerbaban al aplicar medidas de política macroeconómica excesivamente acomodaticias durante la fuerte expansión ocurrida en el período 2003–07. En particular, el resonante éxito en la reducción de la inflación en los años noventa y los aumentos en la productividad mundial generados por la integración de China y otras economías que hacen uso intensivo de la mano de obra al sistema de comercio mundial permitieron una política monetaria excesivamente expansiva en las economías avanzadas, generándose una serie de burbujas en los mercados. Tras el colapso de la burbuja de las empresas de informática a principios de esta década, la política monetaria mantuvo una orientación muy expansiva a fin de contrarrestar los peligros de deflación. En efecto, en Estados Unidos y en menor medida en la zona del euro y Japón, las tasas de interés de referencia se fijaron a un nivel muy inferior al que exigiría la regla de Taylor (gráfico 1.9). Además, si bien a partir de 2003 se aplicó una política monetaria más restrictiva, algunos opinan que esta no se endureció lo necesario para intervenir en contra de la tendencia, ya que el crédito se orientó hacia el sector inmobiliario, y los precios de las viviendas subieron a niveles completamente desalineados con respecto a los parámetros económicos fundamentales.

Además, los regímenes cambiarios inflexibles últimamente han limitado la capacidad de algunas economías emergentes clave para aplicar políticas monetarias independientes, y esta limitación cobró cada vez más importancia después de agosto de 2007, cuando el dólar

de EE.UU. se depreció y la Reserva Federal redujo enérgicamente las tasas de interés. Como consecuencia, estas economías terminaron importando cada vez más la política monetaria expansiva de Estados Unidos precisamente en momentos en que aumentaban las presiones inflacionarias⁶. Al mismo tiempo, el auge sostenido de los precios de las materias primas se acentuó por el fuerte crecimiento de las economías emergentes, el debilitamiento del dólar de EE.UU., la reducción de las tasas de interés en ese país, y —en opinión de algunos observadores, pero no del personal técnico del FMI— los flujos financieros hacia los mercados de futuros de materias primas. La ortodoxia del banco central indica que se debe absorber un aumento temporal de la inflación ocasionado por un shock de los precios relativos, siempre y cuando la inflación subyacente se mantenga compatible con los objetivos futuros. No obstante, reiterados shocks en un mismo sentido han elevado los riesgos de que la modificación duradera de los precios relativos produzca efectos de segunda ronda.

Las medidas de la liquidez mundial que se observan en el gráfico 1.9 no parecen ofrecer gran ayuda para resolver estas inquietudes. La base monetaria de las economías avanzadas más grandes ciertamente creció aceleradamente hasta 2005 y, si bien la tasa de expansión de la base se ha moderado desde entonces, en las economías emergentes la continua acumulación de reservas internacionales se ha traducido en un acelerado crecimiento monetario en estas economías. No obstante, la relación entre los agregados monetarios y los precios en las economías avanzadas es endeble en el mejor de los casos, y no hay una comprensión cabal de dicha relación en las economías emergentes. Las tasas de interés a largo plazo en el curso de la década han sido bajas en comparación con los niveles históricos, aunque se aduce que esas tasas son determinadas más por factores fundamentales que inciden en la oferta y demanda de ahorros —incluidas las altas tasas de ahorro de las economías emergentes, el mayor ahorro público de las economías avanzadas y las bajas tasas de inversión mundial (fuera de China)— que por los ajustes de la política monetaria.

Los indicadores de la brecha del producto ofrecen una evidencia más directa del exceso de demanda a nivel mundial. Obviamente, estas medidas son imprecisas y deben ser interpretadas con cautela, como se resalta en el recuadro 1.3, que contiene un examen del método utilizado en *Perspectivas de la economía mundial* para calcular el crecimiento

⁶Estas inquietudes se ilustran en las simulaciones de modelos que figuran en el recuadro 3.3.

potencial y las brechas del producto. Con todo, en resumidas cuentas los datos parecen indicar que la economía mundial ha estado operando a un nivel muy superior al neutro con respecto al ciclo, como la economía de finales de los años noventa (gráfico 1.10)⁷. Las economías avanzadas parecen estar operando a un nivel algo inferior al neutro con respecto al ciclo, y es probable que sus brechas del producto aumenten, en vista de que las tasas actuales de crecimiento están muy por debajo de su potencial estimado. En cambio, hasta hace poco las economías emergentes parecían haber estado creciendo a un ritmo más acelerado que el de sus tendencias, y persisten fuertes presiones sobre la capacidad instalada. Aunque para este grupo de países las estimaciones de la brecha del producto son particularmente susceptibles de errores, estas evaluaciones son en general compatibles con la aceleración de la inflación observada recientemente.

Por lo tanto, si bien efectivamente existen algunos indicios de que la política monetaria puede haber sido demasiado expansiva a nivel mundial y que la economía mundial puede haber excedido su límite de velocidad colectiva, las excesivas presiones de la demanda parecen concentradas en las economías emergentes y no parecen desmesuradas a nivel agregado en comparación con otros ciclos recientes. Es difícil explicar la intensidad de las recientes tensiones de los mercados financieros, de vivienda y de materias primas exclusivamente a la luz de estos factores macroeconómicos, pero indudablemente han desempeñado algún papel.

Perspectivas de una recuperación

Las perspectivas de la economía mundial son excepcionalmente inciertas al momento de enviar este informe a la imprenta. Un supuesto clave en que se basan las proyecciones de referencia es que las amplias medidas tomadas por los gobiernos de Estados Unidos y Europa lograrán estabilizar los mercados financieros y evitar nuevos fenómenos sistémicos. No obstante, es probable que los mercados sigan sufriendo fuertes tensiones durante 2008 y 2009. Incluso si el plan para eliminar los activos problemáticos de los balances de los bancos estadounidenses tiene éxito, tomará tiempo restablecer la confianza en la valoración de los

⁷Cabe anotar, sin embargo, que las estimaciones del producto potencial con frecuencia se revisan a la baja tras una fase descendente del ciclo.

activos y apaciguar los temores con respecto al riesgo de contraparte. Además, los bancos van a permanecer bajo presión a raíz de la necesidad de más capital, combinada con crecientes pérdidas crediticias provenientes de la economía en general. Las proyecciones detalladas contenidas en la edición de octubre de 2008 del informe *Global Financial Stability Report (GFSR*, informe sobre la estabilidad financiera mundial) (FMI, 2008b) indican que el continuo desapalancamiento reducirá el crecimiento del crédito a niveles muy bajos en las economías avanzadas en 2009 e incluso en años posteriores, en tanto que los diferenciales para los tipos de activos más riesgosos se mantendrán elevados. Las economías emergentes y en desarrollo seguirán experimentando difíciles condiciones de financiamiento externo, y las que tienen grandes déficits en cuenta corriente u otras vulnerabilidades seguirán sufriendo las mayores presiones.

En los mercados de materias primas, de no producirse nuevos shocks de la oferta o una importante revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento, se prevé que los precios se mantendrán en los altos niveles actuales, alineados con los precios de los mercados de futuros. Por consiguiente, el promedio del precio del petróleo para 2009 sería de aproximadamente \$100 el barril. Pero es probable que continúe la volatilidad en los mercados, con rápidas reacciones ante los cambios en las percepciones con respecto a las tendencias de la demanda y la oferta.

Frente a este telón de fondo, las proyecciones de referencia indican que la economía mundial sufre una fuerte desaceleración, y que el crecimiento caerá a su ritmo más lento desde la recesión de 2001–02. Se prevé una recuperación gradual hacia los últimos meses de 2009, pero no se prevé que el crecimiento mundial regrese al nivel de su tendencia antes de 2010. Los factores clave para apoyar una futura recuperación serán la desaparición de los efectos negativos de los términos de intercambio una vez que se estabilicen los precios de las materias primas, un vuelco en el sector de la vivienda de Estados Unidos y un aumento de la confianza en la resolución de los problemas de liquidez y solvencia de las instituciones financieras básicas. En cifras anuales, se prevé que el crecimiento mundial se modere, pasando del 5,0% en 2007 al 3,9% en 2008 y al 3,0% en 2009 (cuadro 1.1 y gráfico 1.11). Estas proyecciones son considerablemente inferiores a las que figuran en la actualización de julio de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*, dado que en los últimos meses se han

acumulado evidencias de una desaceleración de la actividad económica, se ha registrado un fuerte recrudecimiento de la crisis financiera, y se ha llegado a apreciar mejor en qué grado el desapalancamiento puede llegar a convertirse en un impedimento prolongado para el crecimiento.

Se prevé que las economías avanzadas serán particularmente débiles en lo que resta de 2008 y el primer semestre de 2009. Para este período, la economía de Estados Unidos podría registrar un crecimiento nulo o negativo, a medida que se disipa el apoyo proveniente del estímulo fiscal, se modera el impulso exportador y aumenta el efecto de la escasez de crédito. Una recuperación en el sector de la vivienda y una mayor estabilidad en los precios del petróleo ayudarían a sentar las bases para una incipiente recuperación en el segundo semestre de 2009, pero se prevé que la reactivación será mucho más gradual que en anteriores ciclos económicos, ya que las condiciones crediticias restrictivas siguen teniendo un fuerte efecto en la demanda interna⁸. Se prevé que la mayoría de las demás economías avanzadas también pasarán por un período de crecimiento extremadamente lento o incluso una contracción en 2008 y el primer semestre de 2009, y registrarán una recuperación apenas moderada hacia finales de 2009. De hecho, las proyecciones actuales para todos los países del G7 con excepción de Canadá contemplan un crecimiento inferior al 1%, de cuarto trimestre a cuarto trimestre, para 2008 y 2009.

Las proyecciones también indican que el crecimiento en las economías emergentes y en desarrollo seguirá desacelerándose, y descenderá a un nivel ligeramente inferior al de su tendencia en el segundo semestre de 2008 y principios de 2009 antes de repuntar en el curso de ese mismo año. Se prevé que en este período, el crecimiento en general se mantendrá muy por encima de los niveles registrados en la desaceleración mundial de 2001–02. El crecimiento de las exportaciones seguirá desacelerándose y la demanda interna también se moderará, aunque la demanda seguirá sustentándose en los fuertes aumentos de productividad registrados en años recientes. Se prevé que los países exportadores de materias primas —particularmente los exportadores de petróleo— conservarán su impulso, pero el

⁸ No obstante, el lento crecimiento del crédito, por sí solo, no basta para frenar la recuperación. Los datos de anteriores ciclos económicos indican que la actividad económica comúnmente se recupera con anterioridad al cambio de sentido del ciclo del crédito (Claessens, Kose y Terrones, de próxima publicación).

crecimiento en los países dependientes de la importación de alimentos y combustibles o del financiamiento externo se desacelerará pronunciadamente. Se prevé que la afluencia neta de capital extranjero descenderá a la mitad en cifras agregadas, y algunos países podrían sufrir considerables presiones en sus niveles de reservas.

En cuanto a la inflación, se prevé que el aumento de la capacidad ociosa, combinado con la estabilización de los precios de las materias primas, frenará el ritmo de aumento de los precios en las economías avanzadas y reducirá la inflación a un nivel inferior al 2% a finales de 2009. En cuanto a las economías emergentes y en desarrollo, las proyecciones indican que la inflación se mantendrá en un nivel cercano al 8% a fines de 2008 a medida que se vayan trasladando los recientes aumentos de los precios de las materias primas. Se prevé que el ritmo de inflación se atenuará, bajando a 6¼% en 2009, pero se mantendrá muy por encima de los objetivos del banco central en muchos países.

El escenario de referencia está sujeto a considerables riesgos, como se ilustra en el gráfico de abanico correspondiente al crecimiento mundial (gráfico 1.12)⁹. El principal riesgo a la baja gira en torno a dos inquietudes financieras relacionadas: que las tensiones financieras continúen a niveles muy altos y que las restricciones del crédito provenientes del desapalancamiento sean más profundas y más prolongadas que lo contemplado en el escenario de referencia. Además, el mercado de la vivienda de Estados Unidos podría deteriorarse por un período mayor que el previsto, y el debilitamiento de los mercados inmobiliarios europeos podría tener un alcance más amplio. Los riesgos de la inflación para el crecimiento están ahora más equilibrados a raíz del descenso de los precios de las materias primas y la ralentización de la trayectoria de la economía mundial. Los desequilibrios mundiales siguen despertando preocupación, pero la atención se está alejando un poco de los problemas potenciales del financiamiento del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos para enfocarse en los riesgos que crea la necesidad de reciclar los elevados superávits de los exportadores de petróleo y los riesgos de un resurgimiento del proteccionismo ante la nueva paralización de la Ronda de Doha.

⁹En el apéndice 1.1 se analizan este y otros enfoques utilizados aquí para evaluar y comunicar el riesgo, incluida la metodología utilizada para elaborar el gráfico de abanico del crecimiento y los factores de riesgo conexos, y se examinan los trabajos que se están realizando para reforzar esas evaluaciones.

Riesgos en los mercados financieros

En los mercados financieros los riesgos siguen siendo agudos, aún más que cuando se publicó la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*. Pese a las medidas históricas que adoptaron las autoridades financieras para evitar sucesos sistémicos y a una nueva iniciativa de gran envergadura lanzada por Estados Unidos para ayudar a los bancos a hacer frente al problema de los activos ilíquidos, los mercados continúan sometidos a intensas presiones y la amenaza de un desapalancamiento desordenado continúa representando un riesgo grave para las perspectivas.

Tras los sucesos de las últimas semanas, persisten fuertes temores en torno a la solvencia de las instituciones financieras de los mercados maduros que se enfrentan a pérdidas crecientes, escasez de financiamiento y bases de capital cada vez más pequeñas. El éxito en la aplicación del plan del gobierno estadounidense de adquirir activos problemáticos despejaría esos riesgos con el correr del tiempo, ya que las instituciones radicadas en Estados Unidos no se verían tan castigadas por la exposición al sector inmobiliario del país. Sin embargo, el bajo nivel del capital bancario podría seguir siendo un problema grave, especialmente porque las ventas de activos podrían llevar aparejado un mayor reconocimiento contable de las pérdidas y porque el enfriamiento de la actividad probablemente exacerbe las pérdidas vinculadas a un amplio abanico de activos en Estados Unidos y Europa. Además, el financiamiento probablemente se mantenga sumamente tensionado hasta que no se restablezca la confianza en las contrapartes.

Otra inquietud en ese sentido es que los procesos de desapalancamiento y saneamiento de los balances podrían ser más profundos y prolongados que lo proyectado, lo cual significa que el crédito podría tener un efecto más restrictivo en el crecimiento que lo contemplado en la proyección de referencia. En este momento es difícil juzgar cuánto tendrían que subir los niveles de capitalización bancaria para que los mercados y los reguladores los consideraran satisfactorios. De hecho, cabe suponer que, en vista de los sucesos de las últimas semanas, los bancos probablemente se verán más presionados para acelerar el desapalancamiento y ser extremadamente cautelosos a la hora de otorgar nuevos préstamos mientras las condiciones financieras sigan siendo sumamente volátiles. Además,

las perspectivas de captación de capital continúan sujetas a una enorme incertidumbre, sobre todo a la luz de las cuantiosas pérdidas que sufrieron los accionistas en operaciones recientes de resolución bancaria y la constante incertidumbre sobre la valoración de los activos. Según la proyección de referencia, el crédito seguirá creciendo moderadamente en las economías avanzadas, en consonancia con las proyecciones de la edición de octubre de 2008 del informe *Global Financial Stability Report* (FMI, 2008b), pero la oferta de crédito se contraería en un “escenario de estrés” que obligue a un desapalancamiento más profundo.

Los hechos recientes subrayan la vulnerabilidad de las economías emergentes frente a la turbulencia de los mercados financieros avanzados. Si el proceso de desapalancamiento bancario se intensificara o se prolongara en Estados Unidos o en Europa, o si creciera la aversión al riesgo de los inversionistas, los flujos de capital bancario o inversiones de cartera destinados a las economías emergentes podrían replegarse aún más, presionando sobre todo a las economías consideradas vulnerables —entre ellas, las que tienen cuantiosos déficits en cuenta corriente, como las economías emergentes de Europa— o a los países cuyo rápida expansión crediticia estuvo alimentada por entradas voluminosas de capital, como Rusia y otros integrantes de la Comunidad de Estados Independientes. Una nueva disminución de las corrientes de financiamiento haría recrudecer la presión sobre el crédito interno en medio de una desaceleración de la actividad, agudizando el estrés de los intermediarios financieros y los prestatarios.

Las repercusiones mundiales de una intensificación de las presiones financieras aparecen ilustradas en el gráfico 1.13, que está basado en simulaciones de un modelo de equilibrio general mundial (BoC-GEM)¹⁰. El shock está representado en el modelo por un aumento de 100 puntos básicos de los diferenciales de crédito en Estados Unidos y aumentos más pequeños en otros países, conjugados con una pérdida de confianza que hace bajar los precios de las acciones otro 10%. El resultado es una disminución de la demanda interna estadounidense respecto de la proyección de referencia que le resta un punto porcentual más al crecimiento del PIB real a lo largo del próximo año y cuyos efectos negativos persisten durante tres años. La consecuencia sería una recesión considerablemente más profunda en

¹⁰Se trata de una versión del modelo económico mundial del FMI elaborado en colaboración con el Banco de Canadá, que incluye un modelado específico de los sectores del petróleo y otras materias primas.

Estados Unidos seguida de una recuperación apenas paulatina, con efectos parecidos pero menos intensos en otros países. La desaceleración del crecimiento mundial tendería a deprimir los precios de las materias primas y ampliar las brechas del producto, suavizando la presión inflacionaria y dejando más margen para bajar las tasas de interés de referencia.

Riesgos para la demanda interna en las economías avanzadas

Los riesgos a la baja para la demanda interna en las economías avanzadas siguen siendo claramente patentes. Otro factor vinculado a los riesgos financieros que acabamos de exponer es la amenaza de que la corrección del sector de la vivienda resulte más profunda y prolongada que lo proyectado. La intervención en las empresas semipúblicas y el plan de adquisición de activos problemáticos deberían despejar en cierta medida los riesgos en el mercado estadounidense, ya que aseguran la disponibilidad de financiamiento para la vivienda y alejan el riesgo de liquidación de inmuebles desvalorizados a precios irrisorios en un mercado en baja. Además, las valoraciones de la vivienda estadounidense se están alineando con las variables fundamentales: la construcción residencial ya se está acercando al nivel más bajo de los 40 últimos años y las existencias se están reduciendo. Sin embargo, existe todavía la posibilidad real de que en Estados Unidos los precios y la actividad del sector de la vivienda no toquen fondo en 2009 como está previsto y que bajen aún más, en el contexto del pesimismo del mercado. En Europa occidental, las perspectivas del mercado de la vivienda son inciertas y la dinámica podría verse afectada por un desapalancamiento financiero que restrinja la oferta de financiamiento hipotecario. Por lo tanto, las desaceleraciones actuales podrían intensificarse y un grupo más amplio de economías podría experimentar caídas de los precios de la vivienda, una reducción drástica de la inversión residencial y mayores presiones en los balances de los hogares.

La posibilidad de que la demanda interna resista mejor que lo proyectado la presión crediticia infunde cierto optimismo a las previsiones. Los balances de las empresas no financieras son sólidos en términos generales —mucho más que en los primeros años de la década— y la rentabilidad es elevada, si bien los diferenciales de los bonos empresariales muestran un aumento marcado con respecto a unas semanas atrás. En la zona del euro, el consumo podría resultar más pujante que lo proyectado cuando se estabilicen los precios del

petróleo, sobre todo porque las tasas de desempleo siguen siendo excepcionalmente bajas y los balances de los hogares son más sanos que en Estados Unidos.

Riesgos para la demanda interna en las economías emergentes

En las economías emergentes, la demanda interna se encuentra claramente sometida a riesgos a la baja. Las principales inquietudes tienen origen externo —la exposición al enfriamiento del comercio mundial, el endurecimiento de las condiciones de financiamiento externo y shocks adversos sobre los términos de intercambio—, pero la demanda interna también podría verse dañada por el deterioro de las condiciones de los mercados financieros y la corrección de los mercados de la vivienda. Los países que permitieron que el acceso fácil al financiamiento externo y los ingresos caudalosos derivados de las materias primas alimentaran una rápida expansión del crédito interno y un fuerte aumento del gasto público se encuentran particularmente expuestos a una interrupción repentina de las afluencias de capital que podría tener un impacto adverso en las condiciones financieras internas y castigar duramente la demanda interna. Por el contrario, sigue existiendo la posibilidad de que la demanda interna sorprenda positivamente, por ejemplo en China, donde el gobierno procedió rápidamente a adoptar medidas para apuntalar el crecimiento.

Riesgos de inflación

Los riesgos de inflación son más bajos que cuando se publicó la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial* gracias a la caída de los precios de las materias primas y al enfriamiento del crecimiento, que aliviaron la presión sobre la capacidad. En las economías avanzadas, el nivel general de inflación podría retroceder aún más rápido que lo proyectado y alinearse con las metas de los bancos centrales, que así podrían distender la política monetaria para hacer frente a la desaceleración de la actividad. Sin embargo, persiste la inquietud de que los salarios se aceleren frente a la pérdida de poder adquisitivo causada por el encarecimiento de los alimentos y los combustibles si el nivel de actividad no se reduce tal como se prevé, especialmente en Europa occidental, donde el desempleo se mantiene bajo en comparación con los últimos tiempos.

Todavía hay riesgos manifiestos de inflación en una serie de economías emergentes y en desarrollo, en medio de indicios de que el alza de los precios de las materias primas y la creciente presión sobre las condiciones locales de la oferta ya se están reflejando en las demandas salariales y las expectativas inflacionarias. La moderación de los precios de las materias primas desde julio está contribuyendo a frenar en cierta medida el ímpetu alcista, pero es probable que esta fuente siga generando presión durante cierto tiempo porque los aumentos de precios no se han trasladado del todo a lo largo de la cadena de la oferta —sobre todo en el caso del petróleo— en muchos países que mantienen los precios muy por debajo de los niveles internacionales. El temor es que una vez que se descontrolen las expectativas inflacionarias los bancos centrales se vean obligados a endurecer la política monetaria abruptamente para lograr un “aterrizaje brusco” —un período de crecimiento inferior a la tendencia— y frenar la inflación. Como lo explica el capítulo 3, recuperar el control de la inflación podría traer aparejado un costo considerable desde el punto de vista del producto, sobre todo en las economías donde la política monetaria no goza inicialmente de gran credibilidad y la respuesta monetaria es lenta (gráficos 3.15 y 3.16). Como lo enfatiza el recuadro 1.3, no cabe duda de que es difícil calcular “límites de velocidad” para las economías que alcanzaron rápidas tasas de crecimiento gracias a la integración comercial y financiera. Aunque sigue habiendo mano de obra subutilizada y eso quizá sea indicativo de una capacidad de crecimiento vigoroso y sostenido, es posible que las limitaciones en la infraestructura y la disponibilidad de mano de obra calificada comiencen a tener efectos restrictivos.

Riesgos derivados de los precios del petróleo

Como es probable que la volatilidad persista, los precios del petróleo son una fuente importante de riesgos en ambas direcciones a la hora de elaborar pronósticos. Los datos de los mercados de opciones sugieren que los participantes en el mercado están operando con una banda inusualmente amplia de incertidumbre en cuanto a los precios futuros, desde \$60 hasta \$165 el barril dentro de una banda de confianza de 90% hasta fines de 2008 (apéndice 3.1). Del lado positivo, los precios del petróleo podrían seguir bajando e infundiendo cierto efecto estabilizador a la economía mundial, aunque es más probable que esa eventualidad esté más vinculada a una contracción de la demanda mundial que a un

shock positivo de la oferta, lo cual implica un multiplicador más pequeño (véase el análisis del recuadro 1.1 de la edición de abril de 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*). Por el contrario, un nuevo shock del lado de la oferta podría hacer subir nuevamente los precios del petróleo, en el contexto de las limitaciones persistentes de la capacidad excedentaria; eso mantendría presionado el poder adquisitivo de los consumidores, particularmente en los países importadores de petróleo, y limitaría el efecto moderador que la estabilización de los precios del petróleo ejercería sobre el nivel general de inflación de acuerdo con lo contemplado en la proyección de referencia.

Riesgos derivados de los desequilibrios mundiales

Los desequilibrios mundiales continúan siendo un problema, aunque las fuentes de riesgo están cambiando. La preocupación más apremiante solía ser la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios si los inversionistas extranjeros optaban por no seguir financiando el profundo déficit en cuenta corriente de Estados Unidos y sumando activos estadounidenses a sus carteras. Esos riesgos en cierta medida se moderaron porque el dólar de EE.UU. se depreció y está más alineado con los parámetros fundamentales a mediano plazo, y el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos se encuentra en una trayectoria más sostenible (gráfico 1.14, panel superior). Con todo, el alza de los precios del petróleo retrasó el proceso de ajuste, ya que en Estados Unidos el déficit petrolero aumentó y los pasivos externos netos seguirán aumentando, según las proyecciones, como porcentaje del PIB mundial (gráfico 1.14, panel intermedio)¹¹. Además, la erosión de la confianza en la liquidez y las características de la relación riesgo/rendimiento de los activos estadounidenses como consecuencia de la crisis financiera significa que no se puede descartar el riesgo de una corrección desordenada. Las dificultades recientes de las empresas semipúblicas —cuyos títulos figuran prominentemente en las carteras de los inversionistas extranjeros y canalizaron un porcentaje significativo del financiamiento del déficit en cuenta corriente estadounidense en los últimos años— son un recordatorio de los focos de vulnerabilidad en este flanco.

¹¹Las proyecciones se basan en el supuesto de que no varían ni los tipos de cambio ni los precios de los activos. De hecho, la depreciación del dólar de EE.UU. y la disminución relativa de los precios de las acciones en Estados Unidos produjeron aumentos netos de las valoraciones en los últimos años que compensan la acumulación de nuevas obligaciones. Véase el recuadro 1.2 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Al mismo tiempo, pasaron a primer plano otros tres factores preocupantes. El primero es que el ajuste del dólar estuvo concentrado en un grupo de monedas con flexibilidad cambiaria, en tanto que otras monedas importantes siguen estando muy controladas o vinculadas al dólar. Esta situación podría crear nuevos desequilibrios con el correr del tiempo, por ejemplo en la zona del euro, cuya moneda está algo sobrevalorada.

Segundo, el alza sostenida de los precios internacionales del petróleo agudiza la necesidad de un reciclaje estable de los grandes superávits de los países exportadores. Como desean ahorrar parte del ingreso adicional, es razonable que estos países procuren un mayor superávit en cuenta corriente. Su superávit agregado anual proyectado para 2008–09 subió a 1½% del PIB mundial, pese al rápido crecimiento de la demanda interna en estos países. Al mismo tiempo, las economías emergentes de Asia siguen acumulando superávits que rondan el 1% del PIB mundial. Hasta la fecha, el reciclaje de estos fondos es relativamente fluido, y de hecho los capitales que los fondos soberanos de inversión volcaron en el sector bancario tuvieron un efecto estabilizador durante la crisis financiera. Sin embargo, existe la preocupación de que la inversión ininterrumpida de grandes superávits engendre una resistencia proteccionista en contra de la creciente presencia extranjera. Un temor parecido es que las inversiones voluminosas en otras economías emergentes, como sucedió con el reciclaje de petrodólares en los años setenta, pueda contribuir a un crecimiento excesivo de la liquidez y exacerbe la vulnerabilidad de estas economías¹².

La tercera inquietud es que la persistencia de déficits comerciales profundos, conjugada con el deterioro de las perspectivas laborales en algunas economías avanzadas, podría fomentar el proteccionismo comercial. Esa preocupación se ve agudizada por el hecho de que las negociaciones de la Ronda de Doha sobre comercio multilateral hayan llegado hace poco a un punto muerto.

¹²Véase el recuadro 2.2 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial* sobre el reciclaje de los superávits derivados de las materias primas, y el recuadro 6.1 de esta edición sobre el papel que desempeñan los fondos soberanos de inversión.

Desafíos de política económica para la economía mundial

Las autoridades de todo el mundo afrontan hoy el desafío fundamental de estabilizar los mercados financieros mundiales fortaleciendo al mismo tiempo sus economías en un período de desaceleración del crecimiento y restricciones crediticias, y garantizando que la inflación vuelva al nivel anterior al reciente aumento. Si bien estas son prioridades inmediatas, deberá avanzarse asimismo en la aplicación de medidas para corregir las fallas del mercado y de la regulación que han contribuido a generar las tensiones recientes. Los mercados y las instituciones financieras deben asentarse sobre una base más sólida, y en los mercados de materias primas deben reforzarse las respuestas de la oferta y la demanda. Es esencial que los países mantengan su compromiso de respaldar el comercio y la integración financiera de la economía mundial para afianzar las perspectivas de crecimiento a más largo plazo.

Estabilización de los mercados financieros mundiales

Las autoridades afrontan la ardua tarea de resolver las dificultades inmediatas que amenazan la estabilidad financiera, favoreciendo al mismo tiempo el restablecimiento de bases sólidas para la intermediación financiera. Para llevar a cabo esta enorme tarea se deberán tomar medidas de gran alcance que permitan abordar los problemas sistémicos —la proliferación de activos problemáticos ilíquidos, la escasez de capital y el colapso de la confianza en las contrapartes— resolviendo al mismo tiempo de manera rápida y eficaz los problemas que vayan surgiendo en las distintas instituciones. Las iniciativas a nivel nacional deberán coordinarse a escala internacional para afrontar los problemas comunes y evitar incentivos adversos en otros países. Además, si bien se reconoce la necesidad apremiante de recuperar la estabilidad del sistema, es importante proteger los intereses de los contribuyentes, garantizar que la intervención del gobierno sea temporal y evitar en todo lo posible un recrudecimiento de los problemas de riesgo moral.

El plan presentado por el Gobierno de Estados Unidos para adquirir los activos problemáticos de los bancos en el sector inmobiliario es una iniciativa audaz orientada a restablecer la liquidez en los balances, lograr más transparencia en la valoración de los activos problemáticos y reducir los temores de que se produzcan nuevas pérdidas como

consecuencia de liquidaciones a precios irrisorios. Aunque los detalles sobre la implementación de este plan son inciertos en el momento en que este informe se envía a la imprenta, el desafío principal será encontrar un equilibrio entre la necesidad de que la implementación sea rápida y eficaz y el objetivo a largo plazo de contener los costos fiscales globales, entre otras formas mediante creación de mecanismos para garantizar que el gobierno participe en las ganancias obtenidas a medida que los bancos se recuperen. También deberá garantizarse una reconstitución rápida del capital bancario, especialmente porque la venta de activos problemáticos puede estimular el reconocimiento contable de pérdidas adicionales. Posiblemente deberá utilizarse dinero público para ayudar a las instituciones sólidas y viables a satisfacer sus necesidades de capital.

Estas soluciones de amplio alcance también serán importantes en Europa occidental, donde las cuestiones de alcance transnacional son particularmente pertinentes. Las políticas que los países de esta región adopten deberán complementarse con las aplicadas en Estados Unidos. Las autoridades europeas deberán actuar de forma concertada para restablecer la confianza mediante la recapitalización oportuna de los bancos, resolver la cuestión de los activos problemáticos y proteger a los depositantes con un enfoque coherente. Como muestran los acontecimientos recientes, los acuerdos cooperativos son esenciales para la resolución de grandes instituciones de alcance transfronterizo, lo que requiere subsanar las deficiencias en el marco de gestión de crisis transfronterizas, entre otras formas mediante mayor intercambio de datos entre los supervisores. También es importante asegurar la aplicación de un enfoque coherente al ampliar temporalmente la garantía de depósitos.

Además de abordar estas prioridades inmediatas, deberán realizarse denodados esfuerzos para subsanar las variadas deficiencias subyacentes en los mercados financieros que la actual turbulencia financiera ha dejado al descubierto. Como se explica en la edición de octubre de 2008 del informe *Global Financial Stability Report*, un objetivo primordial es garantizar que a escala individual las instituciones gestionen el riesgo de una manera más eficaz y resistente, por ejemplo, fijando requisitos más exigentes de reservas obligatorias de capital e insistiendo en que se utilicen prácticas más estrictas de gestión de la liquidez y en que se mejore la publicación de los riesgos tanto dentro como fuera del balance. Otra tarea importante consiste en reforzar los marcos de resolución de crisis, por ejemplo, definiendo

claramente las funciones de los distintos organismos oficiales, reforzando los sistemas de garantía de depósitos y estableciendo instrumentos de intervención adecuados.

Las medidas de emergencia adoptadas para afrontar el colapso de los principales intermediarios financieros no bancarios en los últimos seis meses ha puesto de relieve la necesidad de fortalecer la regulación y garantizar una capitalización más segura de los intermediarios de importancia sistémica que se encuentran fuera del sistema bancario tradicional. Deberá encontrarse una solución clara y permanente para las empresas semipúblicas que tenga en cuenta las vulnerabilidades sistémicas, conocidas desde hace tiempo, derivadas de su tamaño, la naturaleza de sus riesgos y su estructura híbrida que combina la gestión pública y privada, abordando al mismo tiempo su actual escasez de capital. También es necesario replantearse la estructura regulatoria y la capitalización adecuada de otros intermediarios financieros no bancarios que tienen una importancia sistémica en los mercados de valores y de derivados.

Las economías emergentes también deberían extraer algunas enseñanzas de las recientes tensiones. Si bien están expuestas de manera menos directa a los problemas creados por la proliferación de los créditos estructurados, los sistemas financieros de varias de estas economías se han visto gravemente afectados por los cambios de sentido de los flujos de capital a raíz de la crisis financiera. Por lo tanto, las enseñanzas básicas con respecto a la importancia de un marco sólido de gestión de riesgos, la transparencia, la planificación para contingencias y la gestión eficaz de las crisis también son muy pertinentes para estos países.

Los recientes acontecimientos han subrayado la importancia de reforzar la coordinación de enfoques entre los países en muchos de estos ámbitos, dada la creciente integración internacional de las instituciones y los mercados. En primer lugar, las diferencias en los marcos legales y regulatorios de los países pueden propiciar el arbitraje regulatorio. Aunque algunas diferencias pueden fomentar una saludable competencia e innovación, este proceso ha llegado demasiado lejos. En segundo lugar, las fallas en el marco de regulación y supervisión, especialmente en los principales centros financieros, tienen repercusiones considerables a nivel internacional. Por último, los enfoques cooperativos para resolver las dificultades en el sistema financiero probablemente serán más eficaces que los individuales

debido a la interconexión de las instituciones financieras y los mercados. En general, ha sido un desafío para las autoridades mantenerse al corriente de la evolución de un sistema financiero que, por una parte, se está globalizando, pero por otra, está gobernado por una gran variedad de marcos legales y regulatorios nacionales. Aunque los organismos internacionales, como el Foro sobre Estabilidad Financiera y el Banco de Pagos Internacionales, así como el FMI, están contribuyendo de forma decisiva a la reducción de las tensiones entre las fuerzas mundiales y nacionales, deberá reforzarse la voluntad política para intensificar la colaboración. Los últimos esfuerzos en este sentido, como las propuestas sobre el establecimiento de colegios de supervisores para las principales instituciones financieras del mundo, son avances positivos.

Fortalecer las economías en un entorno de desaceleración mundial

Las autoridades de política macroeconómica están procurando encontrar un equilibrio entre respaldar la actividad económica ante la desaceleración del crecimiento mundial y una situación financiera extremadamente difícil y lograr que la modificación sostenida de los precios relativos derivada de la escalada de precios de las materias primas no provoque un fuerte aumento de la inflación, como ocurrió en los años setenta. La orientación adecuada de la política económica variará de un país a otro. Se justifica retornar a una orientación más acomodaticia en algunas economías que se ven confrontadas con una recesión debido a las tensiones financieras, la desaceleración en el mercado de la vivienda y las pérdidas en los términos de intercambio. No obstante, convendrá seguir aplicando una política restrictiva en aquellos países que aún están creciendo a un ritmo superior al recomendado.

Con respecto a las principales economías avanzadas, aunque las políticas macroeconómicas por sí solas pueden tener un impacto limitado cuando los mercados financieros están bajo una presión extrema, deberán adoptarse medidas orientadas a respaldar a las economías que se encuentran en recesión o avanzan hacia ella para complementar los esfuerzos dirigidos a estabilizar la situación financiera y, por lo tanto, contribuir a romper el círculo vicioso de interacciones negativas entre la situación del sector financiero y la economía real.

- En *Estados Unidos*, la orientación de la política monetaria ya es muy acomodaticia y brindan el respaldo necesario a la economía ante tensiones financieras extremas y una persistente corrección en el mercado de la vivienda. Cabe esperar que las presiones subyacentes sobre los precios se moderen cuando aumente la capacidad no utilizada en la economía, lo que proporcionará margen de maniobra para aplicar una política monetaria más expansiva si se intensifican los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento aun cuando su eficacia puede ser limitada si las tensiones financieras persisten. Con respecto a la política fiscal, el paquete de medidas de estímulo brindó oportunamente el respaldo necesario a la economía, y las iniciativas recientes para estabilizar el mercado de la vivienda y el sistema financiero están justificadas por la necesidad de evitar una crisis sistémica. No obstante, dados los posibles costos de estas propuestas y la necesidad de llevar a cabo la consolidación a mediano plazo, deberán adoptarse medidas en otros ámbitos de las cuentas fiscales, cuando se normalice la situación, para compensar con el tiempo el gasto adicional.
- En la *zona del euro*, las condiciones monetarias son ahora bastante restrictivas, especialmente después de la ampliación de las primas de riesgo. Cabe esperar que la rápida desaceleración de la actividad, el aumento de las brechas del producto y el reciente descenso de los precios de las materias primas contribuyan a reducir la inflación a un nivel inferior al 2% a finales de 2009, lo que proporcionará cierto margen para aplicar una política monetaria más expansiva. La política fiscal ya está brindando respaldo a las economías de la zona del euro a través de los estabilizadores automáticos y las medidas discrecionales en algunos países. El limitado margen de maniobra adicional para la expansión fiscal disponible en el marco del nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento debería utilizarse para focalizar los recursos públicos en la estabilización de las condiciones financieras, según sea necesario.
- En *Japón*, la orientación de la política monetaria sigue siendo acomodaticia y debería mantenerse así, dado que la economía se está debilitando y las presiones subyacentes sobre los precios están suficientemente contenidas, y la inflación, excluidos los alimentos y combustibles, se mantiene cercana a cero. La prioridad de la política

fiscal sigue siendo la consolidación a mediano plazo, lo que parece indicar que debería limitarse el tamaño del programa fiscal previsto actualmente.

Las prioridades de las autoridades de política macroeconómica varían considerablemente entre las economías emergentes y en desarrollo. En un número cada vez mayor de estas economías, la principal preocupación es ahora la desaceleración de la actividad económica, a medida que se deterioran las condiciones externas y el nivel general de inflación comienza a moderarse. Este cambio justificaría frenar el ciclo de contracción monetaria, especialmente en los países en que los efectos de segunda ronda en la inflación derivados de los precios de las materias primas han sido limitados, y convendría adoptar una política más expansiva si el panorama sigue deteriorándose. Además, si se producen salidas repentinas de capital, los países deberán responder rápidamente para garantizar la liquidez adecuada y resolver las dificultades que puedan surgir en las instituciones debilitadas. Debería utilizarse el tipo de cambio para absorber parte de la presión, pero las reservas acumuladas proporcionan margen de maniobra en caso de que sea necesario intervenir para evitar perturbaciones en los mercados.

No obstante, en algunos otros países, en particular, aunque no exclusivamente, en Oriente Medio y la Comunidad de Estados Independientes, las presiones inflacionarias siguen siendo un motivo de preocupación debido a los fuertes incrementos de los precios de los alimentos, el sólido crecimiento sostenido y las mayores restricciones de la oferta. Aunque la reciente moderación de los precios internacionales de las materias primas podría aliviar parte de la presión, se están poniendo en peligro los avances logrados en los últimos años en la reducción de la inflación y, si se deteriora la credibilidad, restablecerla será un proceso costoso y prolongado. Por lo tanto, en varios países, tal vez sea necesario que las autoridades económicas apliquen una política monetaria aún más restrictiva.

En la mayoría de los casos, la política monetaria deberá desempeñar un papel primordial en la gestión de la política macroeconómica, pero también deberá estar respaldada por una política fiscal prudente y, en algunos casos, por una gestión cambiaria flexible. En general, los regímenes de metas de inflación han sido eficaces como marco para facilitar una respuesta temprana al aumento de las presiones inflacionarias, proporcionando al mismo

tiempo margen para responder a un deterioro de las condiciones externas. No obstante, los países con regímenes cambiarios muy regulados han afrontado mayores dificultades. Los esfuerzos para adoptar una política monetaria más restrictiva al aumentar la inflación se ven socavados por las entradas de capital atraídas por la subida del diferencial de tasas de interés, lo que aumenta el crecimiento del crédito y la masa monetaria, y muchos de estos países, especialmente en las economías emergentes de Asia y en Oriente Medio, se han visto confrontados con fuertes incrementos de la inflación. En China, las autoridades han utilizado medidas administrativas y prudenciales para limitar el aumento del crédito, pero la adopción de un tipo de cambio más flexible daría mayor margen de maniobra para aplicar una política monetaria más independiente y respaldar los esfuerzos para lograr un equilibrio más adecuado entre las fuentes de crecimiento internas y externas.

La política fiscal debe respaldar la gestión macroeconómica. En general, en las economías emergentes y en desarrollo los déficits fiscales se han reducido en los últimos años al contribuir el rápido crecimiento a aumentar los ingresos, pero el gasto público se ha incrementado rápidamente en muchos países, lo que ha agravado las presiones sobre la demanda. Una mayor austeridad en el gasto, incluidos los aumentos salariales en el sector público, complementaría la aplicación de una política monetaria más restrictiva, ante el aumento de la inflación, lo que es particularmente importante en economías con regímenes cambiarios inflexibles. Dentro de un nivel de gasto específico, dar mayor prioridad al gasto en infraestructura puede ayudar a aliviar los estrangulamientos de la oferta, una cuestión particularmente importante en los países exportadores de petróleo de Oriente Medio, que han sufrido claramente un recalentamiento de sus economías y que tienen poco margen de maniobra para endurecer su política monetaria al mantener su moneda vinculada al dólar de EE.UU. Algunos países con una flexibilidad cambiaria limitada también han estado más expuestos al fuerte deterioro de las entradas de capital, y en estos casos, tal vez sea necesario aplicar una política fiscal más restrictiva para estabilizar la situación.

Varias economías emergentes tienen ahora más margen de maniobra que en el pasado para aplicar una política fiscal anticíclica —por ejemplo, dejando que los estabilizadores automáticos operen libremente— si las perspectivas económicas se deterioran. No obstante, el análisis del capítulo 5 advierte que es poco probable que las medidas de estímulo fiscal

sean eficaces, y pueden ser contraproducentes, a menos que la confianza en la sostenibilidad fiscal en el mediano plazo esté firmemente establecida y las medidas sean oportunas y estén bien focalizadas.

Fortalecimiento de los marcos de política macroeconómica

Además de estas cuestiones cíclicas tan inmediatas, un entorno mundial más difícil ha planteado interrogantes con respecto a los marcos de política monetaria y fiscal en general. ¿Habrá necesidad de modificar estos marcos para acrecentar sus propiedades estabilizadoras?

El enfoque de metas de inflación se enfrenta al obstáculo de que es necesario atender una serie de fuertes shocks de precios de las materias primas en un solo sentido. Obviamente, se corren riesgos al centrarse exclusivamente en indicadores de inflación que excluyen los precios de los alimentos y los combustibles, ya que este enfoque podría dar margen a varios años de altos niveles generales de inflación, que a la larga podrían repercutir en las expectativas y la formación de salarios. Al mismo tiempo, sin embargo, sí parece justificado permitir cierta desviación del nivel general de inflación con respecto a las metas a fin de ayudar a absorber una modificación de los precios relativos sin una volatilidad excesiva del producto, aunque desviaciones fuertes y sostenidas podrían socavar la credibilidad de la política, como se analiza en el capítulo 3. Esto subraya la necesidad de una comunicación clara y un enfoque prospectivo que esté dispuesto a tolerar desviaciones temporales con respecto a las metas de inflación, siempre y cuando las expectativas se mantengan bien ancladas.

¿Existe en la actualidad un sesgo mundial hacia la inflación en la manera como se determina la política monetaria, que indica la necesidad de enfoques más coordinados para calibrar las políticas? Las autoridades tienden a considerar que los precios internacionales de las materias primas están determinados de manera exógena y por consiguiente no tienen en cuenta el impacto de la demanda del país sobre los mercados mundiales de materias primas, lo cual agrava las restricciones de la oferta mundial. No obstante, al parecer, la magnitud de la externalidad probablemente sea de segundo orden, incluso en el caso de los principales consumidores de petróleo, y no está claro cómo podría internalizársela efectivamente. En la práctica, parece sensato que las autoridades de política monetaria sigan centrándose en

reducir al mínimo la volatilidad de la inflación y el producto internos, recurriendo a medidas más directas para aliviar las presiones del mercado de materias primas, como se plantea más adelante. Si estas medidas surten efecto, también contribuirán a minimizar la volatilidad en los mercados mundiales, incluidos los de materias primas.

Una segunda fuente de inquietud es el hecho de que los países que administran sus monedas siguiendo estrechamente la moneda de otro país terminan importando la situación monetaria de este otro país, lo cual podría no ser aconsejable para sus circunstancias. Las tensiones son particularmente severas en los casos en que los países registran fuertes shocks de sentido contrario. Estados Unidos ha distendido la oferta monetaria cuando muchos países con una paridad fija frente al dólar registran superávits en cuenta corriente y operan a plena capacidad o por encima de ella. Estos últimos países se beneficiarían de una restricción de la oferta monetaria y una apreciación del tipo de cambio. No obstante, a falta de una unión monetaria formal, no es razonable esperar que el banco central del país cuya moneda se utiliza como reserva modifique sus políticas para adaptarse a la situación monetaria de otros países que optan por vincular su moneda a la moneda de reserva. Además, esta restricción monetaria probablemente contribuiría a la apreciación del dólar y por ende no sería conducente a lograr el equilibrio deseado en las cuentas corrientes. Aunque existen muchos factores que inciden en la elección del régimen cambiario, los países que tienen instituciones financieras con un desarrollo adecuado podrían percibir beneficios en términos de estabilización si adoptan, en el curso del tiempo, regímenes cambiarios más flexibles que permitan mayor control de las condiciones monetarias internas. Este tema se analiza más detenidamente en el recuadro 3.3.

Los fenómenos ocurridos recientemente en los mercados inmobiliarios y financieros nuevamente han enfocado la atención hacia el grado en que la política monetaria debería reaccionar ante los movimientos de los precios de los activos. Los bancos centrales que aplican metas de inflación efectivamente tienen en cuenta estos movimientos de precios en la medida en que estos afectan el producto y las perspectivas de los precios a corto plazo y los riesgos. No obstante, se teme que esto genere reacciones asimétricas, ya que un fuerte descenso de los precios de los activos podría llevar a una rápida distensión de las políticas en tanto que un período más largo de aumento de los precios de los activos podría no generar

mucha resistencia, siempre y cuando se mantengan perspectivas aceptables a corto plazo. Esto ha llevado a la formulación de propuestas para que se intervenga contra la tendencia del movimiento de los precios de los activos, especialmente cuando los movimientos son acelerados o parecen crear una seria desalineación entre los precios y las variables económicas fundamentales (capítulo 3 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial* y BPI, 2008). Los argumentos se habitualmente se esgrimen en contra son que esta política sería difícil de calibrar y que no está muy claro el éxito que podría tener la política monetaria por sí sola en la neutralización de los ciclos de precios de los activos. No obstante, estudios recientes han destacado el hecho de que los ajustes de la tasa de interés a corto plazo han incidido cada vez más en el mecanismo de transmisión monetaria ya que el desplazamiento hacia el financiamiento basado en el mercado ha incrementado el efecto procíclico del apalancamiento (Adrian y Shin, 2008).

Una medida complementaria sería introducir en el marco regulatorio un elemento que afecte todo el sistema y contrarreste el carácter procíclico de la creación de crédito. Este tipo de enfoque “macroprudencial” podría incluir una mayor atención de las autoridades a la forma en que los incentivos y las restricciones financieras inciden en la toma de riesgos durante todo el ciclo de crédito (Bernanke, 2008). Además, se podrían establecer normas más estrictas sobre capitales y reservas durante la fase ascendente del ciclo económico a fin de reducir los riesgos de un auge del crédito de efecto desestabilizador, al mismo tiempo que se aplican reformas compatibles para reforzar la gestión del riesgo en cada institución. Este tipo de reformas tendría que formularse en el contexto más general de una reforma radical de los enfoques regulatorios, como la que se examina más adelante.

También se está prestando más atención a los marcos de política fiscal. Como se analiza en el capítulo 5, la política fiscal puede desempeñar una función anticíclica útil, siempre y cuando se aplique oportunamente, no comprometa la sostenibilidad a mediano plazo, y se estructure de tal manera que produzca el máximo impacto. Los estabilizadores automáticos ofrecen un respaldo que generalmente satisface por lo menos los dos primeros criterios, y se podrían estudiar reformas, por ejemplo, para que las redes de protección social tengan un mayor efecto anticíclico sin distorsionar los objetivos básicos de las políticas estatales en materia de impuestos o gasto. Las políticas discrecionales también pueden

desempeñar una función anticíclica, pero puede ser más difícil aplicarlas en el momento oportuno y, sobre todo, dejarlas sin efecto. Un “sesgo hacia el déficit” puede contribuir a socavar la credibilidad de la política, y por ende su eficacia, como lo demuestra en el capítulo 5 el limitado efecto del estímulo fiscal en los países con altos niveles de endeudamiento. Para remediar este problema, se podrían estudiar medidas anticíclicas basadas en reglas, apoyadas por mecanismos más estrictos de disciplina fiscal a fin de prestar más atención al logro de la sostenibilidad fiscal a largo plazo. Este tipo de enfoque podría reforzar las propiedades estabilizadoras generales de las políticas macroeconómicas y reducir parte de la carga depositada sobre la política monetaria.

Una reacción más intensa de la oferta y la demanda en los mercados de materias primas

No se debe permitir que el reciente descenso de los precios de las materias primas suscitado por la desaceleración mundial debilite los planes de aplicar medidas para aliviar las tensiones en los mercados de materias primas. La atención debe concentrarse en medidas que mejoren la reacción de la oferta y la demanda, evitando al mismo tiempo medidas que podrían exacerbar la tirantez de los mercados a corto plazo. Será importante trasladar las variaciones de los precios internacionales a los mercados internos, creando al mismo tiempo redes de protección social bien focalizadas que ayuden a amortiguar el impacto sobre los grupos de bajos ingresos. Se deben seguir corrigiendo las políticas que desestiman la exportación y favorecen a los mercados internos. Las economías avanzadas generalmente permiten que las variaciones de los precios de las materias primas se transmitan, pero deben tomar medidas para moderar el uso de energía y alimentos —que en términos per cápita es mucho mayor que en las economías emergentes y en desarrollo— estimulando una mayor conservación de energía (por ejemplo, mediante normas de eficiencia en el consumo de combustibles, junto con medidas basadas en los precios) y reduciendo los subsidios a los biocombustibles.

También se debe dar prioridad a las políticas que estimulan la reacción de la oferta ante el aumento de los precios. Se podría estimular la producción agrícola en los mercados emergentes aplicando medidas que fomenten el desarrollo de infraestructura de irrigación y transporte y que garanticen una transferencia más eficaz de nuevas tecnologías para lograr

mejores rendimientos en las economías en desarrollo de modo que estos se acerquen más a los de las economías avanzadas. En los mercados energéticos, un mejor suministro de información con respecto a los recursos, existencias y planes de inversión, y marcos de inversión claros y estables, proporcionarían una base más sólida para la acumulación de las inversiones necesarias a largo plazo en este sector. Por último, la liberalización del acceso de los productos agrícolas a los mercados de las economías avanzadas, a través de una exitosa conclusión de la Ronda de Doha, constituiría un elemento importante para la creación de un marco más firme para el desarrollo agrícola a largo plazo.

Gestión de los desequilibrios mundiales

Como se destacó en párrafos anteriores, la cuestión de los desequilibrios mundiales tiene múltiples dimensiones. Se han logrado algunos avances en la reducción del elevado déficit en cuenta corriente de Estados Unidos, y se están preparando nuevos ajustes, aunque los aumentos de los precios del petróleo han frenado el proceso y los factores de vulnerabilidad financiera han creado nuevas inquietudes. La estrategia multilateral apoyada por el Comité Monetario y Financiero Internacional en 2005 y perfeccionada en la Consulta Multilateral sobre Desequilibrios Mundiales en 2006–07 sigue siendo válida en términos generales, pero debe ser aplicada con flexibilidad (el recuadro 1.3 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial* ofrece un panorama general completo de los avances desde la Consulta Multilateral). La consolidación fiscal de Estados Unidos sigue siendo un objetivo clave a mediano plazo, pero el reciente estímulo fiscal anticíclico y el apoyo estatal para los sectores inmobiliario y financiero han sido justificados, ya que hacen falta para contrarrestar la actual desaceleración y estabilizar los mercados. Se debe seguir avanzando en la apreciación del renminbi como parte de la estrategia general de China de desplazar sus fuentes de crecimiento hacia la demanda interna e incrementar la eficacia de la política monetaria. Los exportadores de petróleo del Oriente Medio tendrán que adaptar sus planes de aumento del gasto financiado con los recursos provenientes del petróleo a fin de reducir el sobrecalentamiento de sus economías, con un aumento del gasto más moderado y concentrándose más en aliviar los estrangulamientos de la oferta. A su vez, la zona del euro y Japón deben llevar adelante la reforma de sus mercados laborales y de productos a fin de elevar el potencial de crecimiento de sus economías.

Aun con la aplicación de una estrategia de este tipo, los desequilibrios mundiales de la cuenta corriente probablemente seguirán elevados por un período considerable, sobre todo debido al impacto en los superávits en cuenta corriente de los exportadores de petróleo derivado de los altos precios del petróleo y las limitaciones cada vez mayores de la capacidad productiva. Será importante velar por que esos desequilibrios no afecten el compromiso de mantener la apertura al comercio y los flujos de capital, que ha sustentado el crecimiento mundial en las últimas décadas. Un desafío será lograr la inversión de estos recursos de manera segura y sin crear una mayor vulnerabilidad en los países importadores de capital. Últimamente, varias economías emergentes —particularmente en Europa pero también en otras regiones— han registrado déficits en cuenta corriente sin precedentes, tanto por su magnitud como por su duración. Como se analiza en el capítulo 6, estos hechos pueden entenderse, hasta cierto punto, en términos de las oportunidades creadas por el desarrollo financiero, la liberalización de la cuenta de capital y la integración europea. No obstante, la experiencia de la crisis de la deuda en América Latina a principios de los años ochenta, tras años de fuertes entradas de capital relacionadas con el petróleo, constituye una lección válida de que esos episodios pueden terminar afectando seriamente a la economía. Por consiguiente, los países que reciben entradas de capital deben asegurarse de que los flujos no generen un aumento de la vulnerabilidad o asimetrías en los balances, aplicando medidas como el refuerzo de la supervisión financiera y de las instituciones financieras internas y procurando mantener un contexto macroeconómico global propicio para el crecimiento sostenible.

Por último, será importante lograr que los elevados desequilibrios en los flujos de comercio no se traduzcan en más medidas proteccionistas de la cuenta corriente o la cuenta de capital. Una salida del actual impasse en la Ronda de Doha contribuiría a una mayor apertura del sistema de comercio multilateral. Por el lado de la cuenta de capital, un hecho destacado es la creciente importancia de los fondos soberanos de inversión (FSI) como vehículo para las inversiones. El conjunto de principios y prácticas acordados recientemente por los FSI (los Principios de Santiago) que orientan su gobierno, inversión y gestión de riesgo, ayudarán a imprimir más transparencia a esos fondos y, por ende, a despejar las inquietudes con respecto a la forma de gobierno de dichos fondos que podría dar lugar

restricciones contraproducentes de estas inversiones (recuadro 6.1)¹³. Asimismo, las nuevas directrices que está preparando la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos para los países receptores ayudarán a garantizar a los FSI un acceso justo, transparente y abierto a los mercados.

¹³*Principios y prácticas generalmente aceptados para los fondos soberanos de inversión* (de próxima publicación, octubre de 2008).