

Perspectivas de la economía mundial

Tensiones financieras, desaceleraciones y recuperaciones

.....

OCT 08

Estudios económicos y financieros

PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Octubre de 2008

Tensiones financieras, desaceleraciones
y recuperaciones



Fondo Monetario Internacional

©2008 International Monetary Fund
Edición en español ©2008 Fondo Monetario Internacional

Edición en inglés

Producción: División de Servicios Multimedia del FMI
Cubierta y diseño: Luisa Menjivar y Jorge Salazar
Gráficos: Theodore F. Peters, Jr.
Composición gráfica: Choon Lee y Julio Prego

Edición en español

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

Cataloging-in-Publication Data

World economic outlook (International Monetary Fund). Spanish.
Perspectivas de la economía mundial – [Washington, DC] : Fondo Monetario
Internacional, 1980-
v. ; 28 cm. – (Estudios económicos y financieros, 1020-5071)

Semiannual

Has occasional updates. Some issues also have distinctive titles.
Spanish translation of: World economic outlook.

1. International economic relations – Periodicals. 2. Debts, External – Periodicals.
3. Balance of payments – Periodicals. 4. International finance – Periodicals. 5. Foreign
trade regulation – Periodicals. 6. Loans, Foreign – Periodicals. 7. Monetary policy
– Periodicals. 8. Economic development – Periodicals. 9. Forecasting – Periodicals.
I. International Monetary Fund. II. Title. III. Series (World economic and financial
surveys).

HC10.W797918

ISBN 978-1-58906-785-1

Solicítese a:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, EE.UU.
Tel.: (202) 623-7430 Fax: (202) 623-7201
Correo electrónico: publications@imf.org
Internet: www.imfbookstore.org



en papel reciclado

Supuestos y convenciones	ix
Prefacio	xi
Introducción	xii
Resumen ejecutivo	xv
Capítulo 1. Perspectivas mundiales y cuestiones de política económica	1
Una economía mundial bajo presión	1
El sistema financiero en crisis	7
Se profundiza la corrección de la vivienda	11
Los mercados de materias primas están sobretensionados	17
¿Han sido demasiado expansivas las políticas macroeconómicas?	24
Perspectivas de una recuperación	27
Desafíos de política económica para la economía mundial	39
Apéndice 1.1. Evaluación y divulgación de los riesgos para las perspectivas mundiales	47
Referencias	53
Capítulo 2. Perspectivas nacionales y regionales	57
Estados Unidos y Canadá: Pronóstico de desaceleración económica	57
Europa occidental: Medidas para enfrentar múltiples shocks	61
Economías avanzadas de Asia: Afrontar los shocks externos	65
Economías emergentes de Asia: Riesgos para el crecimiento y la estabilidad de los precios	73
América Latina y el Caribe: Recrudescimiento de las condiciones	77
Economías emergentes de Europa: Perspectivas de un aterrizaje suave	79
Comunidad de Estados Independientes: Gestionar la escalada de los precios de las materias primas	83
África subsahariana: Una prueba para los marcos de política económica	86
Oriente Medio: Continúa preocupando la posibilidad de recalentamiento	89
Referencias	93
Capítulo 3. ¿Ha vuelto la inflación? Precios de las materias primas e inflación	95
Escalada de precios de las materias primas: Orígenes y perspectivas	97
Shocks de precios de las materias primas e inflación	114
Reacciones de la política monetaria ante los shocks de precios de las materias primas	125
Resumen y conclusiones	134
Apéndice 3.1. Evolución reciente del mercado de materias primas	135
Apéndice 3.2. Explicación de los aumentos del precio de los alimentos; 2006–08	141
Apéndice 3.3. Estimación de los efectos inflacionarios de los shocks de precios de las materias primas	143
Referencias	145

Capítulo 4. Tensiones financieras y desaceleraciones económicas	149
Cómo se identifican los episodios de tensión financiera	152
Tensiones financieras, desaceleración económica y recesión	157
¿Ha afectado la innovación financiera a la relación entre las tensiones financieras y los ciclos económicos?	163
La actual crisis financiera en un contexto histórico	167
Conclusiones	176
Apéndice 4.1. Datos y metodología	177
Referencias	180
Capítulo 5. La política fiscal como herramienta anticíclica	183
El debate sobre la política fiscal	184
¿Cómo ha respondido tradicionalmente la política fiscal discrecional?	191
¿Es diferente la reacción de la política fiscal en las economías emergentes y avanzadas?	196
Los efectos macroeconómicos de la política fiscal discrecional	200
El estímulo fiscal observado a través de una simulación	207
Conclusiones y consideraciones de política	210
Apéndice 5.1. Datos y métodos empíricos	214
Referencias	223
Capítulo 6. Divergencias de los saldos en cuenta corriente en las economías emergentes	225
Tendencias recientes de la cuenta corriente en las economías emergentes	227
Factores que han contribuido a la evolución reciente de la cuenta corriente	239
Sostenibilidad de los desequilibrios en cuenta corriente	253
Conclusiones e implicaciones de política económica	259
Apéndice 6.1. Definiciones de las variables y fuentes de datos	261
Apéndice 6.2. Enfoque econométrico	263
Referencias	270
Anexo: Deliberaciones del Directorio Ejecutivo del FMI sobre las perspectivas, septiembre de 2008	273
Apéndice estadístico	279
Supuestos	279
Novedades	283
Datos y convenciones	283
Clasificación de los países	285
Características generales y composición de los grupos que conforman la clasificación de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	287
Lista de cuadros	291
Producto (cuadros A1–A4)	293
Inflación (cuadros A5–A7)	301
Política financiera (cuadro A8)	307
Comercio exterior (cuadro A9)	308
Transacciones en cuenta corriente (cuadros A10–A12)	310
Balanza de pagos y financiamiento externo (cuadros A13–A15)	316
Flujo de fondos (cuadro A16)	320
Escenario de referencia a mediano plazo (cuadro A17)	324
Temas seleccionados de distintas ediciones de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	325

Recuadros

1.1 El último brote de tensiones financieras: ¿Cómo cambia las perspectivas de la economía mundial?	12
1.2 Precios de la vivienda: Correcciones y consecuencias	18
1.3 Medición de las brechas del producto	29
2.1 La Unión Económica y Monetaria: 10 años después	68
3.1 ¿Influye la inversión financiera en el comportamiento de los precios de las materias primas?	101
3.2 Medidas fiscales adoptadas ante los recientes aumentos de precios de las materias primas: Una evaluación	118
3.3 Los regímenes de política monetaria y los precios de las materias primas	127
4.1 Políticas adecuadas para resolver las tensiones en el sistema financiero y restablecer una intermediación financiera eficaz	172
5.1 Diferencias en la magnitud de los estabilizadores automáticos y relación con la política fiscal discrecional	186
5.2 ¿Por qué es tan difícil determinar los efectos del estímulo fiscal?	189
5.3 La puntualidad, provisionalidad y focalización de los recortes de impuestos en Estados Unidos	197
6.1 Factores determinantes de la cuenta corriente de los países exportadores de petróleo	229
6.2 Fondos soberanos de inversión: Implicaciones para los mercados financieros mundiales	234
6.3 Perspectiva histórica sobre el crecimiento y la cuenta corriente	245
A1 Supuestos de política en que se basan las proyecciones para algunas economías	280

Cuadros

1.1 Panorama de las proyecciones de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	2
2.1 PIB real, precios al consumidor y desempleo en las economías avanzadas	60
2.2 Saldos en cuenta corriente de las economías avanzadas	63
2.3 PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de Asia	75
2.4 PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de América	77
2.5 PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías emergentes de Europa	81
2.6 PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en la Comunidad de Estados Independientes	85
2.7 PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de África	87
2.8 PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de Oriente Medio	90
3.1 Contribución de los factores comunes a las fluctuaciones de precios de las materias primas	108
3.2 Indicadores seleccionados de los efectos secundarios entre distintos precios de las principales materias primas alimentarias	112
3.3 Producción y demanda mundial de petróleo por región	139
3.4 Estimaciones de elasticidad utilizadas para el cálculo de precios	142
4.1 Estadísticas descriptivas sobre los episodios de tensión financiera	154

4.2 Estadísticas descriptivas sobre tensiones financieras, desaceleraciones y recesiones	158
4.3 Regresiones de corte transversal	165
4.4 Seis principales períodos de tensión financiera y contracción económica	170
4.5 Datos	177
4.6 Proporción anual media de los activos bancarios totales de los bancos de la muestra	179
5.1 Indicadores macroeconómicos en torno a desaceleraciones, con y sin impulso fiscal: Todas las economías	201
5.2. Crecimiento del PIB real e impulso fiscal en distintas condiciones iniciales: Todas las economías	203
5.3 Crecimiento del PIB real e impulso fiscal por composición: Todas las economías	205
5.4 Reacción del PIB real frente a cambios de la política fiscal discrecional	206
5.5 Lista de países y episodios de desaceleración	216
5.6 Política fiscal discrecional y crecimiento: Resultados de la regresión con el estimador de datos de panel dinámico de Arellano-Bond usando el indicador del impulso fiscal basado en la elasticidad	218
5.7 Política fiscal discrecional y crecimiento: Resultados de la regresión con el estimador de datos de panel dinámico de Arellano-Bond usando el indicador del impulso fiscal basado en regresiones	221
6.1 Factores determinantes del saldo en cuenta corriente	248
6.2 Regresiones de la duración de los déficits en cuenta corriente cuantiosos y persistentes	257
6.3 Explicación de los efectos diferenciados en las economías emergentes de Europa	266
6.4 Lista de episodios de desequilibrios en cuenta corriente persistentes y fuertes	267
6.5 Análisis de duración y liberalización del sector financiero interno	268
6.6 Análisis de duración y riesgo de resoluciones abruptas y no abruptas	269

Gráficos

1.1 Indicadores mundiales	3
1.2 Indicadores corrientes y anticipados	4
1.3 Inflación mundial	5
1.4 Evolución externa de algunas economías avanzadas	6
1.5 Evolución externa de las economías emergentes y en desarrollo	7
1.6 Evolución de los mercados de crédito maduros	8
1.7 Indicadores de los mercados financieros y de la vivienda maduros	10
1.8 Condiciones en los mercados emergentes	11
1.9 Medidas de política monetaria y liquidez en algunas economías avanzadas	25
1.10 Medidas de la brecha del producto y presiones sobre la capacidad de producción	26
1.11 Perspectivas mundiales	28
1.12 Riesgos para las perspectivas mundiales	34
1.13 Impacto del shock financiero en la economía mundial	36
1.14 Saldos en cuenta corriente y activos externos netos	38
1.15 Errores medios de pronóstico en períodos de recesión mundial y en otras ocasiones; 1991–2007	49
1.16 Histogramas de los errores de pronóstico; 1991–2007	50
1.17 Probabilidad de recesión mundial	52
1.18 Ejemplo de intervalos de confianza del 90% basados en el modelo GPM	53
2.1 Estados Unidos: Dificultades para los hogares	58

2.2 Europa occidental: Desaceleración de la demanda e inflación alta	62
2.3 Japón: ¿Cómo afrontaría la economía un shock de los términos de intercambio?	66
2.4 Economías emergentes de Asia: Persiste la preocupación por la inflación	74
2.5 América Latina: Regreso de la inflación	78
2.6 Economías emergentes de Europa: ¿Están frenándose los auges de crédito?	80
2.7 Comunidad de Estados Independientes (CEI): Gestionar la escalada de los precios de las materias primas	84
2.8 África subsahariana: Los pros y los contras de la carestía de las materias primas	86
2.9 Oriente Medio: Medidas para enfrentar presiones inflacionarias	91
3.1 Precios de las materias primas en un contexto histórico	97
3.2 Variación marginal en la intensidad energética, las existencias de las materias primas y la capacidad no utilizada de producción de petróleo de la OPEP	98
3.3 Comparación de la demanda, la producción y las existencias de granos y petróleo	99
3.4 Evolución de la oferta de petróleo	109
3.5 Tendencias de los precios de los principales alimentos	111
3.6 Duración y amplitud de los ciclos de precio de los alimentos y el petróleo crudo	114
3.7 La inflación en el mundo	116
3.8 Variaciones de los precios internos e internacionales de las materias primas y de la inflación general	117
3.9 Importancia relativa de los alimentos y la energía	121
3.10 Política monetaria y cambiaria	122
3.11 Traspaso de los precios de las materias primas	123
3.12 Variaciones de la inflación esperada en respuesta a las variaciones de la inflación efectiva	124
3.13 Actividad, tasas de interés e inflación	126
3.14 Economía avanzada estilizada con shocks de oferta adversos y favorables	131
3.15 Economía de mercado emergente estilizada más vulnerable con shocks de oferta adversos y favorables	132
3.16 Costos potenciales de un retraso en el aumento de las tasas de interés	133
3.17 Precios de las materias primas y del petróleo	136
3.18 Saldos del mercado mundial de petróleo y precio de los contratos de futuros del petróleo	137
3.19 Evolución de los mercados de alimentos y metales	140
4.1 Tensiones financieras y pérdidas del producto	150
4.2 Índice de tensiones financieras	155
4.3 Tensiones financieras y shocks	156
4.4 Contribución del sector bancario y los mercados de valores y cambiarios al actual episodio de tensión financiera	157
4.5 Desfase entre las tensiones financieras y las desaceleraciones	159
4.6 Variables macroeconómicas durante las desaceleraciones económicas con y sin tensiones financieras	160
4.7 Tensiones financieras relacionadas con el sector bancario, desaceleraciones y recesiones	161
4.8 Costo del capital y crecimiento de los activos bancarios durante los episodios de tensión financiera en el sector bancario	162
4.9 Variables macroeconómicas durante los episodios de tensión financiera	163

4.10 Condiciones iniciales de los episodios de tensión financiera	164
4.11 Tensiones financieras y desaceleraciones económicas: Control de cuatro shocks principales	166
4.12 La prociclicidad del apalancamiento de los bancos comerciales y de inversión	167
4.13 Apalancamiento procíclico y sistemas financieros más impersonales	168
4.14 Sistemas financieros más impersonales, crecimiento del PIB y apalancamiento bancario	169
4.15 El episodio actual de tensión financiera en Estados Unidos y la zona del euro en un contexto histórico	171
5.1 Frecuencia y rapidez del estímulo fiscal en las economías del G-7	192
5.2 ¿Cuán intensa ha sido la respuesta de la política fiscal en las economías del G-7?	193
5.3 Variación de la respuesta de la política fiscal entre las economías avanzadas	194
5.4 ¿Hay un sesgo hacia la distensión durante las desaceleraciones de las economías del G-7?	195
5.5 ¿Respondieron las economías del G-7 a desaceleraciones aparentes?	196
5.6 Composición del estímulo fiscal durante las desaceleraciones de economías avanzadas y emergentes	199
5.7 Respuestas de la política fiscal durante desaceleraciones y recuperaciones	200
5.8 Indicadores macroeconómicos después de una desaceleración, con y sin estímulo fiscal	202
5.9 Variaciones del crecimiento del PIB real y de las políticas fiscales en distintas condiciones iniciales	204
5.10 Efecto de la expansión fiscal en una economía grande	208
5.11 Expansión fiscal en una economía grande comparada con una economía pequeña y abierta con una política monetaria acomodaticia	211
5.12 Efecto de la expansión fiscal en una economía pequeña con reacción a la prima de riesgo del mercado	212
6.1 Tendencias divergentes del saldo en cuenta corriente	227
6.2 Saldos externos por componente	233
6.3 Saldo en cuenta corriente, ahorro e inversión	239
6.4 Ahorro e inversión por componente	240
6.5 Aceleraciones del crecimiento	241
6.6 Cambios de signo de la cuenta corriente durante episodios de crisis	242
6.7 Saldo en cuenta corriente y crecimiento del PIB real per cápita	243
6.8 Tendencias de desarrollo financiero	244
6.9 Factores que explican los saldos en cuenta corriente de las economías emergentes de Asia y Europa	249
6.10 Factores que explican los saldos en cuenta corriente: Resultados por subregión	250
6.11 Desviación con respecto a los niveles previstos del tipo de cambio efectivo real	251
6.12 Saldos residuales en cuenta corriente, desviación del tipo de cambio efectivo real con respecto al nivel previsto y al nivel de reservas	252
6.13 Episodios de déficits y superávits cuantiosos y persistentes; 1960–2007	254
6.14 Duración de los déficits en cuenta corriente cuantiosos y persistentes; 1960–2007	255
6.15 Funciones de supervivencia de los episodios de déficit	256
6.16 Duración prevista y real de episodios de déficit en curso	258
6.17 Rentabilidad empresarial y aumento de la productividad	259

SUPUESTOS Y CONVENCIONES

En la preparación de las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* se han adoptado los siguientes supuestos: el promedio de los tipos de cambio efectivos reales permanecerá constante en su nivel del período comprendido entre el 18 de agosto y el 15 de septiembre de 2008, con excepción de las monedas que participan en el mecanismo de tipos de cambio 2 (MTC 2) de Europa, que se ha supuesto permanecerán constantes en términos nominales en relación con el euro; las autoridades nacionales mantendrán la política económica establecida (los supuestos concretos sobre la política fiscal y monetaria de los países industriales se indican en el recuadro A1); el precio medio del petróleo será de \$107,25 el barril en 2008 y \$100,50 el barril en 2009, y en el mediano plazo se mantendrá constante en términos reales; el promedio de la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) para depósitos a seis meses en dólares de EE.UU. será de 3,2% en 2008 y 3,1% en 2009; la tasa de los depósitos a tres meses en euros será, en promedio, 4,8% en 2008 y 4,2% en 2009, y el promedio de la tasa de los depósitos a seis meses en yenes japoneses será de 1,0% en 2008 y 1,2% en 2009. Naturalmente, estas son hipótesis de trabajo, no pronósticos, y la incertidumbre que conllevan se suma al margen de error que de todas maneras existiría en las proyecciones. Las estimaciones y proyecciones se basan en la información estadística disponible hasta principios de octubre de 2008.

En esta publicación se utilizan los siguientes símbolos:

- . . . Indica que no se dispone de datos o que los datos no son pertinentes.
- Indica que la cifra es cero o insignificante.
- Se usa entre años o meses (por ejemplo, 2006–07 o enero–junio) para indicar los años o meses comprendidos, incluidos los años o meses mencionados.
- / Se emplea entre años o meses (por ejemplo, 2006/07) para indicar un ejercicio fiscal o financiero.

Los “puntos básicos” son centésimos de punto porcentual (por ejemplo, 25 puntos básicos equivalen a $\frac{1}{4}$ de punto porcentual).

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

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

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

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

INFORMACIÓN ADICIONAL

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

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

World Economic Studies Division
Research Department
International Monetary Fund
700 19th Street, N.W.
Washington, D.C. 20431, EE.UU.

Correo electrónico: weo@imf.org Fax: (202) 623-6343

PREFACIO

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

El análisis que se presenta en este informe ha sido coordinado por el Departamento de Estudios bajo la dirección general de Olivier Blanchard, Consejero Económico y Director de Estudios. El proyecto estuvo dirigido por Charles Collyns, Subdirector del Departamento de Estudios, y Jörg Decressin, Jefe de División del Departamento de Estudios. Simon Johnson, ex Consejero Económico y Director de Estudios, contribuyó con comentarios durante las primeras etapas de preparación del informe.

Los principales colaboradores fueron Roberto Cardarelli, Kevin Cheng, Stephan Danninger, Mark De Broeck, Selim Elekdag, Thomas Helbling, Anna Ivanova, Florence Jaumotte, Daehaeng Kim, Michael Kumhof, Subir Lall, Tim Lane, Douglas Laxton, Daniel Leigh, Valerie Mercer-Blackman, Jonathan Ostry, Alasdair Scott, Sven Jari Stehn, Steven Symansky, Natalia Tamirisa e Irina Tytell. Toh Kuan, Gavin Asdorian, Ioan Carabenciov, Huigang Chen, To-Nhu Dao, Stephanie Denis, Nese Erbil, Ángela Espiritu, Elaine Hensle, Patrick Hettinger, Annette Kyobe, Susana Mursula, Jair Rodríguez, Bennett Sutton y Ercument Tulun colaboraron en las tareas de investigación. Saurabh Gupta, Mahnaz Hemmati, Laurent Meister y Emory Oakes procesaron los datos y operaron los sistemas de informática. Jemille Colon, Tita Gunio, Shanti Karunaratne, Laura Leon, Patricia Medina y Sheila Tomilloso Igcasenza se encargaron de la preparación del texto en inglés. También colaboraron Steven Barnett, Rudolf Bems, Irineu de Carvalho Filho, Stijn Claessens, Kevin Clinton, David Coady, Gianni de Nicolò, Ondrej Kamenik, Julie Kozack, Luc Laeven, Prakash Loungani, Dirk Muir, Krishna Srinivasan, Emil Stavrev y Stephen Tokarick. Los asesores externos fueron Joshua Aizenman, Antonio Fatás, Christopher Meissner y Hyun Song Shin. Lucy Scott Morales se encargó de la labor de edición. Linda Griffin Kean, del Departamento de Relaciones Externas, y Adriana Vilar, del Departamento de Tecnología y Servicios Generales, coordinaron la producción de la publicación en árabe, chino, español, francés y ruso. La versión en español estuvo a cargo de la Sección de Español y Portugués del Departamento de Tecnología y Servicios Generales.

El análisis se ha enriquecido con sugerencias y comentarios de funcionarios de otros departamentos del FMI, y de los directores ejecutivos tras el debate de este informe los días 17 y 19 de septiembre de 2008. No obstante, cabe aclarar que las proyecciones y consideraciones de política económica corresponden al personal técnico del FMI y no deben atribuirse a los directores ejecutivos ni a las autoridades nacionales que representan.

INTRODUCCIÓN

Mi incorporación al FMI es reciente y, por lo tanto, lamentablemente, no puedo atribuirme el mérito de esta edición de *Perspectivas de la economía mundial* que, como sus ediciones anteriores, es un informe extraordinario que muestra claramente al lector lo que está ocurriendo en la economía mundial. Quisiera expresar mi agradecimiento a Simon Johnson, Charles Collins, Jörg Decressin y todo su equipo por la labor realizada.

En los capítulos 1 y 2 se examina la situación y la evolución de la economía mundial, un análisis que pocas veces ha sido tan difícil. La economía mundial se está desacelerando rápidamente —golpeada por un shock financiero excepcional y por los altos niveles de precios de la energía y las materias primas— y muchas economías avanzadas están cerca de una recesión o encaminándose hacia ella.

La evolución de los mercados financieros ha centrado la atención de los medios informativos en las últimas semanas. La crisis de las hipotecas de alto riesgo que estalló en 2007 se ha transformado ahora en una crisis crediticia que ha sacudido fuertemente a las instituciones financieras en Estados Unidos y Europa. La mayor preocupación por la solvencia de algunas de las principales instituciones financieras europeas y con base en Estados Unidos ha empujado al sistema financiero mundial al borde de un colapso sistémico. Los efectos en la economía real han sido limitados hasta el momento, lo que en parte puede atribuirse a que las devoluciones de impuestos en Estados Unidos respaldaron el consumo y que los sólidos balances de las corporaciones no financieras y la rentabilidad han permitido a las empresas utilizar sus propios fondos sin tener que obtener préstamos. No obstante, no cabe esperar que estos factores se prolonguen durante mucho tiempo. Las condiciones de crédito son ahora considerablemente más restrictivas, lo que pone en peligro

la capacidad de las empresas no financieras y varias economías emergentes para captar capital. Las autoridades estadounidenses y europeas han adoptado medidas excepcionales, como el suministro de liquidez en gran escala, la intervención para resolver las dificultades de las instituciones debilitadas, la ampliación de la garantía de depósitos y la reciente adopción en Estados Unidos de la legislación por la cual se utilizan fondos públicos para comprar los activos problemáticos de los bancos. No obstante, aún no está claro si estas medidas serán suficientes para estabilizar los mercados y reforzar la confianza, y la situación sigue siendo muy incierta.

Este no es el único shock que sacude a la economía mundial. Los precios del petróleo y las materias primas han alcanzado niveles históricos máximos en los últimos meses. En las economías avanzadas, la conjunción de la flexibilidad de los salarios reales, las expectativas inflacionarias mejor ancladas y la perspectiva de una fuerte desaceleración de la actividad han ayudado a limitar el incremento de la inflación básica. Sin embargo, en las economías emergentes y en desarrollo, el impacto ha sido mucho más perjudicial. Los salarios reales han caído sustancialmente. Los países exportadores de petróleo han tenido dificultades para reducir el recalentamiento de sus economías.

De cara al futuro, es preciso evaluar cómo afectarán estos shocks a la economía mundial. Nuestros pronósticos se basan en tres supuestos principales. Primero, proyectamos una estabilización de los precios del petróleo y las materias primas, lo que aliviará las presiones sobre la inflación y dará más margen, si es necesario, para aplicar políticas expansivas. Segundo, los precios de la vivienda en Estados Unidos tocarán fondo en el próximo año, lo que impulsará una recuperación de la inversión residencial.

Tercero, aunque persistirán las restricciones crediticias, se están estableciendo ahora las bases

para definir una solución sistémica de la crisis financiera, lo que evitará un mayor deterioro de la intermediación financiera. Teniendo en cuenta conjuntamente estos tres factores, proyectamos que el crecimiento mundial comenzará a recuperarse a finales de 2009, aunque a un ritmo muy lento. No obstante, el grado de incertidumbre es mayor de lo habitual, y los riesgos a la baja son considerables.

Como en ediciones anteriores, en este informe también se examinan más a fondo varias cuestiones analíticas importantes. En el capítulo 3 se analiza el temor de que la reciente escalada de precios de las materias primas pueda poner en peligro los avances logrados en los últimos veinte años en la reducción de la inflación. Concretamente, la caída de algunos precios —especialmente del petróleo— desde mediados de julio ha reducido las presiones, pero aún es pronto para bajar la guardia. Es probable que los precios de las materias primas se mantengan en niveles mucho más altos en términos reales que en las últimas décadas, y esta modificación de los precios relativos deberá absorberse sin generar efectos de segunda ronda en los precios o la formación de los salarios. Esta tarea probablemente será más fácil para las economías avanzadas, ya que en estos países la ampliación de las brechas del producto está ayudando a contener las presiones inflacionarias. Además, estas economías hacen ahora un uso mucho menos intensivo de las materias primas que en los años setenta y tienen mercados de trabajo más flexibles y unos marcos de política monetaria bien establecidos que han logrado en gran medida anclar las expectativas de inflación. No obstante, las economías emergentes y en desarrollo son más vulnerables a los efectos secundarios de la inflación, debido al uso más intensivo de sus recursos, sus marcos de política menos sólidos y unas tasas de crecimiento más rápidas. En muchas de estas economías, los efectos de segunda ronda son cada vez más visibles, y aunque la desaceleración del crecimiento mundial y el debilitamiento de los precios de las materias primas ayudará a contener la inflación, persiste el riesgo de que los continuos excesos inflacio-

narios deterioren la reputación ganada con mucho esfuerzo en la lucha contra la inflación, lo que requerirá la aplicación de medidas aún más contundentes en el futuro para restablecer el terreno perdido.

En el capítulo 4 se analiza una cuestión central para la economía mundial: ¿Cuál será el impacto de la crisis financiera actual en la actividad económica? Se observa ahora claramente que nos enfrentamos al shock más profundo que haya afectado al sistema financiero mundial desde la Gran Depresión, por lo menos en Estados Unidos. ¿Estamos condenados a un desplome del producto como ocurrió en los años treinta? Como muestra el capítulo 4, los resultados históricos varían. Los períodos de tensiones financieras no siempre estuvieron seguidos por una recesión o incluso por una desaceleración económica. No obstante, el análisis también indica que cuando las tensiones financieras afectan fuertemente al sistema bancario —como en el episodio actual— aumenta la probabilidad de que se produzca una desaceleración grave y prolongada de la actividad. Así lo demuestran claramente las experiencias de muchas economías que se han visto confrontadas con graves crisis financieras en las últimas décadas, por ejemplo, los países nórdicos y Japón. Además, las economías con sistemas financieros más impersonales o basados en el mercado parecen ser especialmente vulnerables a contracciones más pronunciadas de la actividad económica cuando se producen tensiones financieras, porque el apalancamiento parece ser más procíclico en estas economías y los riesgos de una contracción del crédito son mayores.

¿Significa esto que Estados Unidos —con un sistema financiero basado en el mercado por excelencia— se encamina hacia una profunda recesión? No necesariamente, porque, como se señala en el capítulo, también influyen otros factores. La economía estadounidense está respaldada por dos factores: la respuesta rápida y contundente por parte de la Reserva Federal de reducir las tasas de interés de referencia y la solidez del sector empresarial no financiero de este país. El bajo nivel de deuda y el alto

nivel de beneficios han ayudado a las empresas estadounidenses a capear la tormenta financiera. No obstante, cuanto más se prolongue la crisis financiera, menos probable será que las empresas no financieras puedan respaldar un crecimiento vigoroso.

En el capítulo 5 se examina desde una nueva perspectiva el conocido debate sobre el uso de la política fiscal como instrumento anticíclico que vuelve a ser relevante porque la desaceleración de la economía mundial y la turbulencia en los mercados financieros han planteado dudas sobre la eficacia de la política monetaria. Las conclusiones no son muy alentadoras para los partidarios del activismo fiscal: se observa que los multiplicadores fiscales —el impacto de los estímulos fiscales discrecionales en el producto— son por lo general bastante débiles, y a veces incluso operan en la dirección equivocada, especialmente en las economías con altos niveles de deuda en las que la aplicación de una política fiscal expansiva puede plantear dudas sobre la viabilidad de la deuda a largo plazo. Esto no significa necesariamente que las autoridades deban abandonar la política fiscal como instrumento anticíclico, pero subraya que los programas fiscales, cuando sean necesarios, deben estar bien focalizados para tener el máximo impacto a corto plazo sin poner en peligro la disciplina fiscal a largo plazo.

También es útil considerar cómo podría reforzarse la función de la política fiscal como estabilizador macroeconómico fortaleciendo el marco fiscal a nivel más amplio. Podrían considerarse dos opciones. Primero, existe la posibilidad de reforzar los estabilizadores automáticos mejorando la respuesta de los programas tradicionales de tributación y de transferencias a la evolución del ciclo. Por ejemplo, podrían incrementarse automáticamente las prestaciones de los sistemas de seguro por desempleo cuando se produzca una

desaceleración de la economía y sea más difícil encontrar empleo. Segundo, podrían adoptarse medidas para reforzar la gobernabilidad de la política fiscal a nivel global, lo que reduciría el riesgo relacionado con la “tendencia de la deuda” garantizando la adopción de políticas fiscales expansivas durante una desaceleración y de políticas más restrictivas durante las expansiones. La mejora de la gobernabilidad podría reforzar la credibilidad y, por lo tanto, la eficacia del estímulo fiscal. Creo que es importante considerar estos enfoques reconociendo sus pros y sus contras.

Por último, el capítulo 6 procura resolver un rompecabezas importante: ¿por qué los saldos en cuenta corriente han variado tanto de una economía emergente a otra en los últimos años, y algunas economías de Asia emergente registran cuantiosos superávits, mientras que otras, especialmente las economías emergentes de Europa, mantienen déficits grandes y persistentes? No hay una sola respuesta, pero en el capítulo se indican algunos factores importantes que han contribuido a la evolución reciente de la cuenta corriente, como la rápida liberalización financiera y de la cuenta de capital de las economías emergentes de Europa, en particular las que se están integrando rápidamente en la Unión Europea, y el interés de las economías emergentes de Asia por acumular cuantiosos saldos de reservas internacionales para autoprotgerse después de la crisis de Asia de 1997–98. Por lo tanto, cabe preguntarse si los patrones actuales serán sostenibles. Obviamente la actual turbulencia mundial está generando tensiones en las economías con cuantiosos déficits en cuenta corriente y, por consiguiente, con grandes necesidades de financiamiento externo.

Olivier Blanchard
*Consejero Económico y Director
 del Departamento de Estudios*

RESUMEN EJECUTIVO

La economía mundial ha iniciado una fuerte desaceleración al verse confrontada con el shock financiero más peligroso que haya afectado a los mercados financieros desarrollados desde los años treinta. Se prevé que el crecimiento mundial sufrirá una desaceleración considerable en 2008 y comenzará a recuperarse moderadamente solo a finales de 2009. La inflación se mantiene en un nivel alto, debido a la escalada de los precios de las materias primas, pero se prevé que se moderará. La situación es excepcionalmente incierta, y los riesgos a la baja son considerables. El desafío de política económica inmediato es estabilizar las condiciones financieras mundiales, fortaleciendo al mismo tiempo las economías durante la desaceleración y manteniendo la inflación bajo control.

Una economía mundial bajo presión

Después de varios años de vigoroso crecimiento, la economía mundial se está desacelerando rápidamente (capítulos 1 y 2). La actividad económica mundial se ve golpeada por un shock financiero extraordinario y por un nivel de precios aún alto para la energía y otras materias primas. Muchas economías avanzadas están cerca de una recesión o avanzan hacia ella, mientras que el crecimiento en las economías emergentes también se está debilitando.

La crisis financiera, que estalló primero con el colapso del mercado de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos en agosto de 2007, se ha agravado aún más en los últimos seis meses y entró en una nueva fase agitada en septiembre. El impacto se ha notado en todo el sistema financiero mundial, incluidos los mercados emergentes que lo sienten con una intensidad cada vez mayor. La creciente preocupación por la insolvencia ha dado lugar a resoluciones de emergencia de algunas de las principales instituciones financieras de Estados Unidos y Europa y ha dañado gravemente la confianza. Para responder a esta situación, las autorida-

des estadounidenses y europeas han adoptado medidas extraordinarias orientadas a estabilizar los mercados, como el suministro de liquidez en gran escala, la rápida intervención para resolver las dificultades de las instituciones debilitadas, la ampliación de la garantía de depósitos y la reciente adopción en Estados Unidos de la legislación por la cual se utilizan fondos públicos para comprar los activos problemáticos de los bancos. No obstante, la situación sigue siendo muy incierta en el momento en que este informe se envía a la imprenta.

Al mismo tiempo, la conjunción del alza de los precios de los alimentos y combustibles iniciada en 2004 y la restricción de la capacidad productiva ha impulsado la inflación hasta niveles sin precedentes en una década. Como se analiza en el capítulo 3, los aumentos de los precios al consumidor han sido especialmente fuertes en las economías emergentes y en desarrollo. Esta aceleración es reflejo del fuerte peso de los precios de los alimentos en las canastas de consumo de estas economías, un crecimiento aún bastante rápido y expectativas de inflación no suficientemente ancladas. Cabe señalar que, en general, los países que han adoptado regímenes de metas de inflación han logrado mejores resultados. En las economías avanzadas, el encarecimiento del petróleo ha impulsado al alza el nivel general de inflación, pero las presiones de la inflación subyacente parecen controladas.

El reciente deterioro de la evolución económica mundial se produce tras una expansión sostenida de la actividad basada en la integración creciente de las economías emergentes y en desarrollo en la economía mundial. En retrospectiva, sin embargo, la aplicación de políticas macroeconómicas y regulatorias poco restrictivas puede haber contribuido a la aceleración de la economía mundial a un ritmo superior al recomendado y a la acumulación de desequilibrios en los mercados financieros, de la vivienda y

de productos. Al mismo tiempo, las fallas del mercado, junto con las deficiencias de política económica, han impedido que los mecanismos equilibradores operaran eficazmente y han permitido la acumulación de tensiones.

No hay indicios de recuperación y es probable que sea gradual cuando aparezca

De cara al futuro, es probable que las condiciones financieras sigan siendo muy difíciles, lo que limitará las perspectivas de crecimiento mundial. Las proyecciones de referencia se basan en el supuesto de que las medidas adoptadas por las autoridades estadounidenses y europeas lograrán estabilizar las condiciones financieras y evitarán nuevos acontecimientos sistémicos. No obstante, aunque el plan de Estados Unidos para eliminar los activos problemáticos de los balances de los bancos se implemente con éxito, el riesgo de contraparte probablemente se mantendrá en niveles excepcionalmente altos durante algún tiempo, lo que retrasará el retorno a una situación de mayor liquidez en los principales mercados financieros. Además, es muy probable que se produzcan pérdidas de crédito adicionales a medida que se desacelera la economía mundial. En estas circunstancias, la capacidad de las instituciones financieras de captar capital se pondrá a prueba. Por lo tanto, como se analiza en la edición de octubre de 2008 del informe sobre la estabilidad financiera mundial, *Global Financial Stability Report*, el desapalancamiento necesario seguirá siendo un proceso prolongado, lo que implica que el ritmo de creación del crédito —y de actividad— estará sujeto a límites por lo menos hasta 2009.

No obstante, se prevé que varios factores sienten las bases para una recuperación gradual a finales de 2009:

- Se proyecta una estabilización de los precios de las materias primas, aunque a un nivel sin precedentes en 20 años. Cabe prever que los efectos adversos sobre los términos de intercambio resultantes del aumento de los

precios del petróleo en más de un 50% en 2008 comiencen a moderarse en 2009, lo que acelerará el consumo en los países importadores de petróleo.

- Se prevé que el sector de la vivienda en Estados Unidos toque fondo finalmente en el próximo año, lo que acabará con el intenso lastre que este ha representado para el crecimiento desde 2006. Cabe esperar que la estabilización de los precios de la vivienda ayude en su momento a limitar las pérdidas del sector financiero relacionadas con las hipotecas, y la reciente intervención de las dos semipúblicas, Fannie Mae y Freddie Mac, favorecerá la disponibilidad de crédito en el sector de la vivienda. Aunque el ciclo de la vivienda y el consiguiente ajuste pueden producirse con rezago en otras economías avanzadas, el impacto global de la crisis financiera será considerable.
- A pesar del enfriamiento del ritmo de actividad, aún se prevé que las economías emergentes resistan bien a las turbulencias, gracias al vigoroso crecimiento de la productividad y el fortalecimiento de los marcos de política económica. Obviamente, cuanto más larga sea la crisis financiera, más probable será que se vean afectadas.

En estas circunstancias, las proyecciones de referencia con respecto al crecimiento se han revisado considerablemente a la baja en relación con la actualización de julio de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*. Tomando como base el promedio anual, se prevé que el crecimiento mundial se moderará del 5,0% en 2007 al 3,9% en 2008 y al 3,0% en 2009, el ritmo más lento desde 2002. Las economías avanzadas se encontrarán en recesión o cerca de ella en el segundo semestre de 2008 y principios de 2009, y la recuperación prevista para finales de 2009 será excepcionalmente gradual en comparación con recuperaciones anteriores. El crecimiento en la mayoría de las economías emergentes y en desarrollo se desacelerará por debajo de su tendencia. Con respecto a la inflación, cabe esperar que la combinación del aumento de la capacidad ociosa y la estabilización de los precios de las materias primas con-

tenga el ritmo de incremento de los precios, lo que reducirá la inflación hasta niveles inferiores al 2% en 2009 en las economías avanzadas. En las economías emergentes y en desarrollo, la inflación disminuirá de forma más gradual, a medida que los recientes aumentos de precios de las materias primas continúen trasladándose a los consumidores.

Este pronóstico de referencia está sujeto a considerables riesgos a la baja. El riesgo principal está relacionado con dos cuestiones financieras conexas: las tensiones financieras podrían seguir siendo muy fuertes y la restricción del crédito derivada del desapalancamiento podría ser más intensa y más prolongada de lo previsto en el escenario de referencia. Además, el deterioro del mercado de la vivienda en Estados Unidos podría ser más pronunciado y más prolongado de lo previsto en el pronóstico, mientras que los mercados de la vivienda en Europa podrían deteriorarse a nivel más general. Los riesgos inflacionarios para el crecimiento son ahora más equilibrados porque los precios de las materias primas se han reducido a medida que se ha desacelerado la economía mundial. Al mismo tiempo, las posibles perturbaciones de los flujos de capital y los riesgos de un aumento del proteccionismo representan riesgos adicionales para la recuperación.

En el capítulo 4 se examinan las conexiones entre las tensiones financieras y las desaceleraciones económicas y se compara la experiencia reciente con episodios anteriores. En el análisis se indica que las tensiones financieras relacionadas con el sector bancario normalmente suelen tener más efectos económicos adversos que las relacionadas con los mercados de valores o los mercados cambiarios y que el mayor impacto podría obedecer al cambio hacia una intermediación financiera de tipo más impersonal. La situación de partida parece influir en los resultados. Por lo tanto, los balances relativamente sólidos del sector empresarial no financiero en Estados Unidos y Europa occidental al principio de la actual desaceleración refuerzan la capacidad de resistencia, pero estarán sujetos al riesgo

que entraña un período sostenido de tensiones financieras.

En el capítulo 6 se plantean varias cuestiones relacionadas con los países que registran grandes déficits sostenidos en cuenta corriente. Estas cuestiones podrían ser particularmente pertinentes ya que el desapalancamiento mundial reduce la disponibilidad de financiamiento externo para las economías emergentes. En el análisis se examinan las grandes divergencias en la evolución de la cuenta corriente en los países de mercados emergentes de todo el mundo y se relacionan los grandes déficits en las economías emergentes de Europa con la liberalización de la cuenta de capital, la reforma financiera y las oportunidades creadas por la convergencia económica europea. No obstante, los grandes déficits sostenidos pueden desaparecer bruscamente, y los regímenes cambiarios rígidos agravan estos riesgos. De hecho, en muchas economías con cuantiosos déficits en cuenta corriente el impacto de la turbulencia financiera ya ha sido mucho mayor que en las que registran pequeños déficits o superávits en cuenta corriente.

Las autoridades se encuentran entre la espada y la pared

Las autoridades de todos los países afrontan la ardua tarea de estabilizar las condiciones financieras fortaleciendo al mismo tiempo sus economías durante un período de desaceleración del crecimiento y manteniendo la inflación bajo control. Los esfuerzos multilaterales son particularmente importantes en las circunstancias actuales, entre otros, las iniciativas de política económica para paliar la turbulencia financiera, aliviar las rigideces en los mercados de materias primas y respaldar a las economías de bajo ingreso confrontadas con altos costos de importación de alimentos.

Las autoridades de los países están implementando activamente medidas de política económica orientadas a estabilizar la situación financiera. Para llevar a cabo esta enorme tarea se deberán tomar medidas de gran alcance que

permitan abordar los problemas sistémicos, es decir, cómo solucionar el problema de los activos problemáticos, fomentar la reconstitución del capital bancario y restablecer la liquidez en los mercados financieros, tomando en cuenta al mismo tiempo los intereses de los contribuyentes y las consideraciones de riesgo moral. Las iniciativas a nivel nacional deberán coordinarse a escala internacional para afrontar los problemas comunes y evitar incentivos adversos entre los países.

Cabe prever que el plan de Estados Unidos de comprar activos relacionados con el sector inmobiliario contribuya con el tiempo a reducir la presión sobre los bancos afectados por los activos problemáticos y, por lo tanto, ayude a estabilizar las fuentes de financiamiento y recuperar la confianza. No obstante, probablemente también se necesitarán fondos públicos para ayudar a los bancos a restablecer sus bases de capital. En Europa occidental, para restablecer la confianza es esencial que las autoridades se comprometan claramente a actuar de manera coordinada y concertada para facilitar el reconocimiento oportuno de los activos problemáticos y la recapitalización de los bancos. Una tarea fundamental será establecer acuerdos de cooperación, adaptados a una amplia variedad de circunstancias, como por ejemplo, para resolver las tensiones en las grandes instituciones transfronterizas y asegurar que se aplique un enfoque coherente al ampliar la garantía de depósitos.

Las políticas macroeconómicas en las economías avanzadas deberán respaldar la actividad y, por lo tanto, contribuir a romper el círculo vicioso de repercusiones adversas entre la situación del sector financiero y la economía real, sin perder de vista los riesgos inflacionarios.

- Cabe prever que la rápida desaceleración de la actividad y el aumento de las brechas del producto contribuyan a contener la inflación. La moderación de la presión inflacionaria y el deterioro de las perspectivas económicas proporcionan cierto margen para aplicar una política monetaria más expansiva en algunos casos, especialmente en la zona del euro y

el Reino Unido, donde las tasas de interés a corto plazo se mantienen altas.

- Con respecto a la política fiscal, los estabilizadores automáticos contribuyen eficazmente a proteger la actividad frente a los shocks y debería dejarse que estos operaran libremente, siempre que las trayectorias del ajuste sean compatibles con la viabilidad a largo plazo. El estímulo fiscal discrecional puede proporcionar respaldo al crecimiento si se materializan los riesgos a la baja, siempre que este estímulo se preste de forma oportuna, esté bien focalizado y no socave la sostenibilidad fiscal. En las circunstancias actuales, el margen fiscal disponible debería centrarse en respaldar la estabilización del sector financiero y el sector de la vivienda según sea necesario, y no en impulsar un estímulo más general. A su debido tiempo, deberán efectuarse ajustes compensatorios de las políticas fiscales para salvaguardar los objetivos de consolidación a mediano plazo.

Las prioridades de las autoridades de política macroeconómica varían considerablemente entre las economías emergentes y en desarrollo, en el marco de sus esfuerzos por encontrar un equilibrio entre el crecimiento y los riesgos inflacionarios.

- En un número cada vez mayor de 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. Si se producen salidas repentinas de capital, los países deberán responder rápidamente para garantizar la liquidez adecuada, utilizando al mismo tiempo el tipo de cambio para absorber parte de la presión. Además, deberán redoblar los esfuerzos para mejorar la capacidad para prevenir, gestionar y

resolver las tensiones financieras, a través, entre otras medidas, de la planificación para contingencias.

- No obstante, en varios otros países, las presiones inflacionarias siguen siendo un motivo de preocupación debido a los fuertes incrementos de los precios de los alimentos, el sólido crecimiento sostenido, las mayores restricciones de la oferta y la aceleración de los salarios, especialmente en el sector público. 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; si se deteriora la credibilidad, restablecerla será un proceso costoso y prolongado. En estos países, tal vez sea necesario aplicar una política monetaria más restrictiva.
- Los países con regímenes cambiarios muy regulados afrontan importantes desafíos. La adopción de tipos de cambio más flexibles ayudaría a contener las presiones inflacionarias ya que daría mayor margen de maniobra para un ajuste monetario ante las salidas de capital. Naturalmente, también influyen otras consideraciones al elegir un régimen cambiario, como, por ejemplo, el grado de desarrollo financiero y la diversidad de la base de exportación.
- La política fiscal puede respaldar la gestión macroeconómica. Una mayor restricción del gasto público ayudaría a reducir las presiones inflacionarias en varios países que aún enfrentan problemas de recalentamiento de la economía. Este aspecto es particularmente importante para los países con déficits en cuenta corriente que aplican un régimen de tipo de cambio fijo. En las economías exportadoras de petróleo con monedas vinculadas al dólar de EE.UU., el gasto puede centrarse en aliviar los estrangulamientos de la oferta. Si bien las economías emergentes tienen ahora más margen de maniobra que en el pasado para aplicar una política fiscal anticíclica si las perspectivas económicas se deterioran, el análisis del capítulo 5 advierte que es poco proba-

ble que esta opción sea eficaz a menos que la confianza en la sostenibilidad esté firmemente establecida y las medidas sean oportunas y estén bien focalizadas. A nivel más general, los subsidios a los alimentos y combustibles son cada vez más costosos y, por naturaleza, ineficientes. Una opción más adecuada son los programas focalizados que ayudan a las familias pobres a hacer frente al aumento de los gastos de subsistencia.

Reformas necesarias de los marcos de política económica

El deterioro de la economía mundial ha creado inquietudes en cuanto a los marcos de política macroeconómica que han de adoptarse y la idoneidad de las políticas que influyen en los mercados financieros y de materias primas.

Actuar en contra de la tendencia

El excepcional entorno actual ha avivado el interés en la formulación de políticas que se centren más en evitar altibajos en los precios de los activos, inclusive mediante la aplicación de medidas de política más firmes durante las épocas de prosperidad. Una estrategia adecuada consistiría en incorporar un componente macroprudencial en el marco reglamentario a fin de combatir el carácter inherentemente procíclico de la creación de crédito. Otra posibilidad sería ampliar el alcance de los marcos de política monetaria de manera que permitan amortiguar las fluctuaciones de precios de los activos, sobre todo si dichas fluctuaciones son rápidas o producen alteraciones graves de los precios con respecto a los parámetros fundamentales, si bien tal decisión plantea una compleja problemática.

Además, hay más interés en reforzar la credibilidad de los marcos de política fiscal para hacer de esta una herramienta anticíclica más eficaz. El talón de Aquiles de una política fiscal activa sigue siendo los criterios de economía política que inducen a la toma de decisiones a corto plazo. Por este motivo, muchos países no aprovechan las épocas de prosperidad

para acumular un margen de recursos que les permita aplicar estímulos discretos eficaces durante las fases descendentes del ciclo, o están luchando contra problemas de sostenibilidad fiscal a largo plazo. En el capítulo 5 se señala que la nueva tendencia hacia la adopción de marcos de política más basados en reglas —semejantes al principio de discrecionalidad restringida en la política monetaria— y los mecanismos más enérgicos de gobierno fiscal que se observan en cada vez más países podrían incrementar la eficacia de la política fiscal como herramienta para combatir las desaceleraciones.

Subsanar deficiencias en las infraestructuras de regulación y supervisión

Además de hacer frente a las inminentes amenazas sistémicas, se están realizando denodados esfuerzos para subsanar las múltiples deficiencias que ha dejado al descubierto la actual turbulencia financiera. Como se explica en la edición de octubre de 2008 de *Global Financial Stability Report* (informe sobre la estabilidad financiera mundial), el 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 otro lado, la agitación financiera ha demostrado que los marcos nacionales de estabilidad financiera no han evolucionado al mismo ritmo que las innovaciones en los mercados financieros y la globalización, y la consecuencia ha sido una perjudicial propagación transfronteriza de los problemas. Se necesita una mayor coordinación internacional y colaboración entre las autoridades prudenciales de los países, sobre todo para prevenir, gestionar y resolver las tensiones financieras en los mercados y en las principales instituciones financieras.

Fomentar la conservación de energía e incrementar la oferta de petróleo y alimentos

El reciente descenso de los precios de las materias primas no debería atenuar los esfuerzos por aliviar las tensiones en los mercados de estos productos. No hay muchos datos concretos que indiquen que el creciente interés de los inversionistas en las materias primas como activos alternativos —o la especulación abierta— haya tenido un efecto sistemático o duradero sobre los precios. Sin embargo, la combinación de inusuales vaivenes en la actitud de los mercados y una mayor liquidez en el mercado financiero puede haber contribuido a generar una dinámica de precios a corto plazo en ciertas circunstancias. Por lo tanto, el interés debe centrarse en políticas que propicien un mejor equilibrio entre la oferta y la demanda a largo plazo, y en evitar medidas que podrían exacerbar la rigidez del mercado a corto plazo. Esto podría implicar un mayor traslado de las fluctuaciones de los precios internacionales a los mercados internos y una mayor conservación de energía. La reducción de los subsidios a los biocombustibles en las economías avanzadas también podría aliviar las presiones a corto plazo sobre los precios de los alimentos. En general, la prioridad debe ser reforzar la reacción de la oferta ante el aumento de los precios. Por ahora, será crucial que los donantes incrementen su apoyo a las economías más pobres para hacer frente a los desafíos humanitarios provocados por la escalada de los precios de los alimentos.

Corregir los desequilibrios mundiales

El alza de los precios de las materias primas ha agravado los desequilibrios mundiales, incrementando los superávits en cuenta corriente en los países exportadores de petróleo y los déficits en los importadores de petróleo. Sin duda, la decisión de los exportadores de petróleo de ahorrar una parte de los ingresos adicionales es sensata: el consiguiente reciclaje de los fondos de los países superavitarios a los deficitarios está funcionando bien. Al mismo tiempo, el déficit no petrolero de Estados Unidos ha disminuido sustancialmente, en parte debido a la deprecia-

ción de la moneda estadounidense a un nivel real efectivo que en general está más acorde con el equilibrio a mediano plazo. Sin embargo, el dólar de EE.UU. se ha depreciado principalmente frente al euro y algunas otras monedas de tipo de cambio flexible.

La estrategia multilateral avalada por el Comité Monetario y Financiero Internacional en 2005 y formulada en el marco de la Consulta Multilateral sobre los Desequilibrios Mundiales en 2006 y 2007 aún es válida, pero tiene que aplicarse de forma flexible. La consolidación fiscal en Estados Unidos sigue siendo un objetivo fundamental a mediano plazo, pero las recientes medidas de estímulo fiscal anticíclico y apoyo estatal para estabilizar las instituciones financieras están justificadas. Una mayor apreciación efectiva del renminbi contribuiría a la estrategia general de China de orientar las fuentes de crecimiento hacia la demanda interna y potenciar la eficacia de la política monetaria. Un aumento más lento del gasto en los países exportadores de petróleo de Oriente Medio ayudaría a reducir el recalentamiento de sus economías, al igual que una intensificación de los esfuerzos para aliviar los estrangulamientos de la oferta. Además, las reformas de los mercados de productos y de

trabajo en la zona del euro y Japón elevarían el crecimiento potencial.

Por último, el recrudecimiento de las presiones proteccionistas sobre el comercio y los flujos de capital denotan un riesgo preocupante para las perspectivas de recuperación. La solución del actual impasse en las negociaciones de la Ronda de Doha ayudaría a reforzar el sistema abierto de comercio multilateral, que ha sido un puntal importante del vigoroso crecimiento mundial en los últimos años. Al mismo tiempo, en los países superavitarios los fondos soberanos de inversión siguen adquiriendo importancia como instrumentos de inversión. El conjunto de principios y prácticas acordado recientemente por los fondos soberanos de inversión con respecto a su administración, inversión y gestión de riesgo (los “Principios de Santiago”) contribuirá a paliar las preocupaciones relativas a estos fondos que podrían dar lugar a restricciones contraproducentes sobre las entradas de flujos. Además, las directrices para los países receptores que están siendo elaboradas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos ayudarían a asegurar que los fondos soberanos de inversión gocen de acceso equitativo, transparente y abierto a los mercados.

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

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

	Interanual						T4 a T4		
	2006	2007	Proyecciones		Diferencia con las proyecciones de julio de 2008		Estimaciones	Proyecciones	
			2008	2009	2008	2009	2007	2008	2009
Producto mundial¹	5,1	5,0	3,9	3,0	-0,2	-0,9	4,8	2,8	3,2
Economías avanzadas	3,0	2,6	1,5	0,5	-0,2	-0,9	2,6	0,7	1,0
Estados Unidos	2,8	2,0	1,6	0,1	0,3	-0,7	2,3	0,8	0,4
Zona del euro	2,8	2,6	1,3	0,2	-0,4	-1,0	2,1	0,4	0,6
Alemania	3,0	2,5	1,8	-	-0,2	-1,0	1,7	0,7	0,6
Francia	2,2	2,2	0,8	0,2	-0,8	-1,2	2,2	-0,1	0,8
Italia	1,8	1,5	-0,1	-0,2	-0,6	-0,7	0,1	-0,1	0,2
España	3,9	3,7	1,4	-0,2	-0,4	-1,4	3,2	0,1	0,1
Japón	2,4	2,1	0,7	0,5	-0,8	-1,0	1,4	0,2	0,9
Reino Unido	2,8	3,0	1,0	-0,1	-0,8	-1,8	2,9	-0,3	0,7
Canadá	3,1	2,7	0,7	1,2	-0,3	-0,7	2,8	0,3	1,7
Otras economías avanzadas	4,5	4,7	3,1	2,5	-0,2	-0,8	5,0	2,0	3,7
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,6	5,6	4,0	3,2	-0,2	-1,1	6,1	2,6	5,4
Economías emergentes y en desarrollo ²	7,9	8,0	6,9	6,1	-	-0,6	8,5	6,1	6,5
África	6,1	6,3	5,9	6,0	-0,5	-0,4	...	...	...
África subsahariana	6,6	6,9	6,1	6,3	-0,5	-0,5	...	...	...
América	5,5	5,6	4,6	3,2	0,1	-0,4	...	...	...
Brasil	3,8	5,4	5,2	3,5	0,3	-0,5	6,2	3,9	3,7
México	4,9	3,2	2,1	1,8	-0,3	-0,6	4,2	0,9	2,4
Comunidad de Estados Independientes	8,2	8,6	7,2	5,7	-0,6	-1,5	...	...	...
Rusia	7,4	8,1	7,0	5,5	-0,7	-1,8	9,5	5,9	5,8
Excluido Rusia	10,2	9,8	7,6	6,2	-0,2	-0,8	...	...	...
Europa central y oriental	6,7	5,7	4,5	3,4	-0,1	-1,1	...	...	...
Oriente Medio	5,7	5,9	6,4	5,9	0,2	-0,1	...	...	...
Países en desarrollo de Asia	9,9	10,0	8,4	7,7	-	-0,7	...	...	...
China	11,6	11,9	9,7	9,3	-	-0,5	11,3	9,2	9,4
India	9,8	9,3	7,9	6,9	-0,1	-1,1	8,9	7,2	6,9
ASEAN-5	5,7	6,3	5,5	4,9	-0,1	-1,0	6,6	4,7	5,7
<i>Partidas informativas</i>									
Unión Europea	3,3	3,1	1,7	0,6	-0,4	-1,1	...	...	...
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	3,9	3,7	2,7	1,9	-0,2	-0,8	...	...	...
Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)	9,3	7,2	4,9	4,1	-1,2	-1,9	...	...	...
Importaciones									
Economías avanzadas	7,5	4,5	1,9	1,1	-1,6	-2,3	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo	14,7	14,2	11,7	10,5	-0,7	-1,1	...	...	...
Exportaciones									
Economías avanzadas	8,4	5,9	4,3	2,5	-0,7	-1,8	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo	11,0	9,5	6,3	7,4	-2,0	-1,7	...	...	...
Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)									
Petróleo ³	20,5	10,7	50,8	-6,3	-13,0	-13,6	...	...	...
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	23,2	14,1	13,3	-6,2	-1,3	-1,0	...	...	...
Precios al consumidor									
Economías avanzadas	2,4	2,2	3,6	2,0	0,2	-0,3	3,0	3,3	1,7
Economías emergentes y en desarrollo ²	5,4	6,4	9,4	7,8	0,3	0,4	6,7	7,9	6,2
Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)⁴									
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU.	5,3	5,3	3,2	3,1	0,4	-0,5	...	...	...
Sobre los depósitos en euros	3,1	4,3	4,8	4,2	-0,2	-1,1	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses	0,4	0,9	1,0	1,2	-0,1	-0,3	...	...	...

Nota: Se parte del supuesto de que los tipos de cambio efectivos reales se mantienen constantes a los niveles vigentes entre el 18 de agosto y el 15 de septiembre de 2008.

¹Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan 90% de las ponderaciones mundiales ajustadas según la PPA.

²Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan aproximadamente 76% de las economías emergentes y en desarrollo.

³Promedio simple de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate. El precio promedio en dólares de EE.UU. del barril de petróleo fue \$71,13 en 2007; el precio supuesto en base a los mercados de futuros es \$107,25 en 2008 y \$100,50 en 2009.

⁴Tasa a seis meses para Estados Unidos y Japón, y a tres meses para la zona del euro.

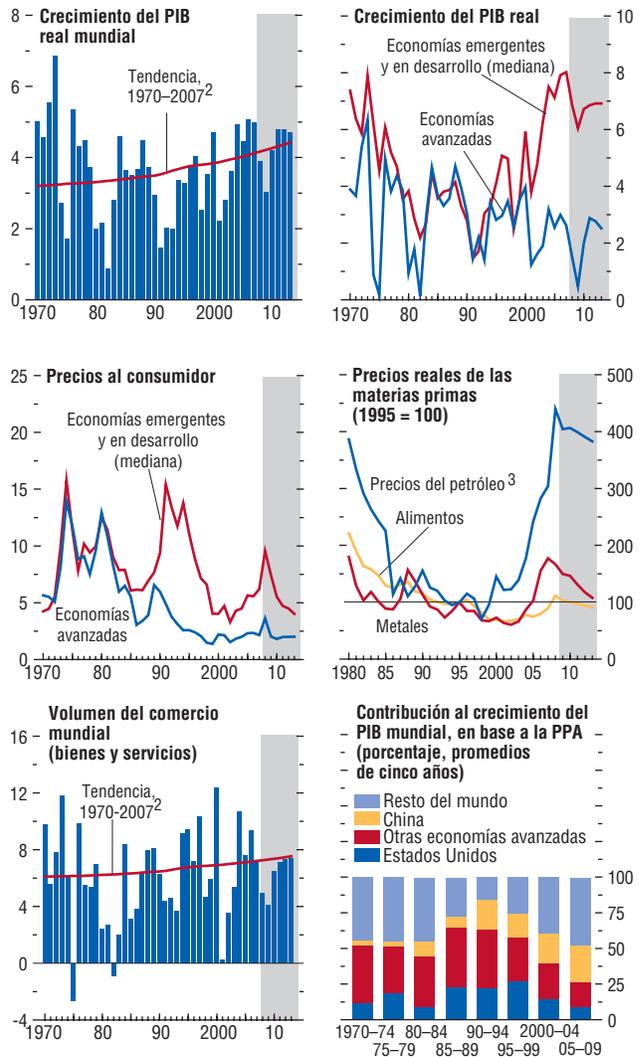
autoridades estadounidenses y europeas han anunciado la adopción de medidas de gran alcance orientadas a respaldar las instituciones clave, estabilizar los mercados y fortalecer la confianza, pero la situación sigue siendo muy incierta e inestable en el momento en que esta publicación se envía a la imprenta.

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

Gráfico 1.1. Indicadores mundiales¹
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

Tras cuatro años de vigoroso crecimiento, la economía mundial ha iniciado una fuerte desaceleración, encabezada por las economías avanzadas. Al mismo tiempo, la inflación ha subido hasta las tasas más altas en una década, impulsada por el aumento de precios de las materias primas.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Las franjas sombreadas indican proyecciones del personal técnico del FMI. Los agregados se calculan tomando como base ponderaciones en función de la paridad del poder adquisitivo (PPA), salvo indicación en contrario.

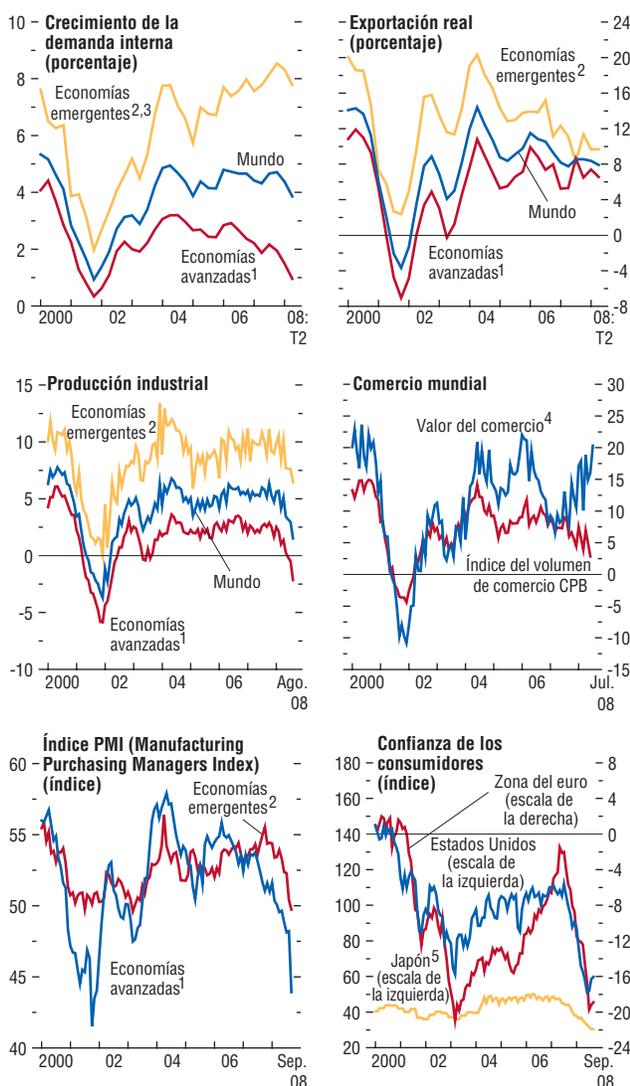
²Tasas de crecimiento promedio en cada país, agregadas usando ponderaciones de la PPA; los agregados varían con el tiempo a favor de los países de crecimiento más rápido, debido a lo cual la línea adquiere una tendencia ascendente.

³Promedio simple de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate.

Gráfico 1.2. Indicadores corrientes y anticipados

(Variación porcentual con respecto a un año antes, salvo indicación en contrario)

La demanda interna se ha desacelerado considerablemente en las economías avanzadas, y los indicadores de la confianza de las empresas y de los consumidores parecen indicar que la desaceleración probablemente se intensificará. Las economías emergentes no se han desacoplado, ya que la desaceleración del comercio mundial ha frenado la actividad manufacturera.



Fuentes: Índice del volumen de comercio CPB: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; demás indicadores: NTC Economics y Haver Analytics.

¹Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Japón, Noruega, Nueva Zelandia, el Reino Unido, Suecia, Suiza y la zona del euro.

²Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Corea, Estonia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Israel, Letonia, Lituania, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, la República Checa, la República Eslovaca, Rumanía, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y la República Bolivariana de Venezuela.

³Los datos correspondientes a China y Pakistán son interpolados.

⁴Variación porcentual respecto de un año antes, en DEG.

⁵Los datos sobre la confianza de los consumidores en Japón están basados en un índice de difusión, en que los valores superiores a 50 indican un aumento de la confianza.

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 4¼% 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.

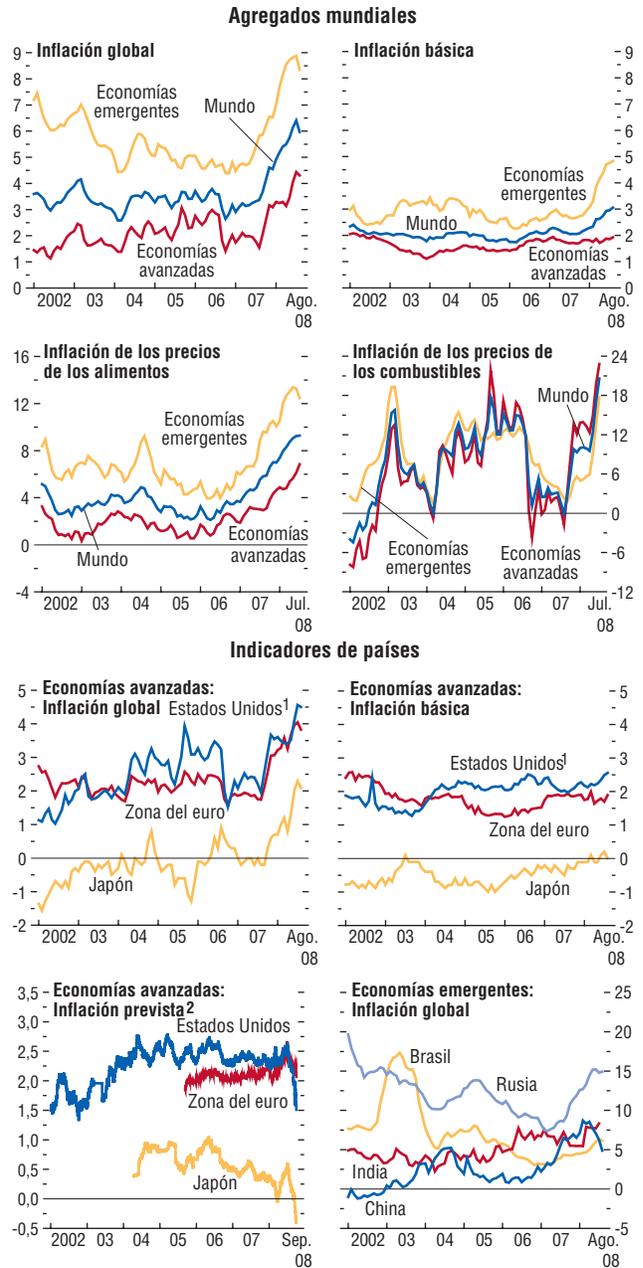
La reaparición de la inflación ha sido más marcada en las economías emergentes y en desarrollo, donde la inflación general agregada alcanzó casi el 8¼% en agosto y una amplia gama de países registran ahora tasas de inflación de dos dígitos. En cierta medida, la diferencia refleja el peso considerablemente 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,

Gráfico 1.3. Inflación mundial

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

La inflación global se disparó, especialmente en las economías emergentes y en desarrollo, impulsada por el aumento de los precios de los alimentos y combustibles y una reducción más general de la capacidad. La inflación global también aumentó considerablemente en las economías avanzadas, debido principalmente al traslado de los altos precios internacionales del petróleo a los precios internos, pero los indicadores de la inflación subyacente solo han registrado un aumento moderado.



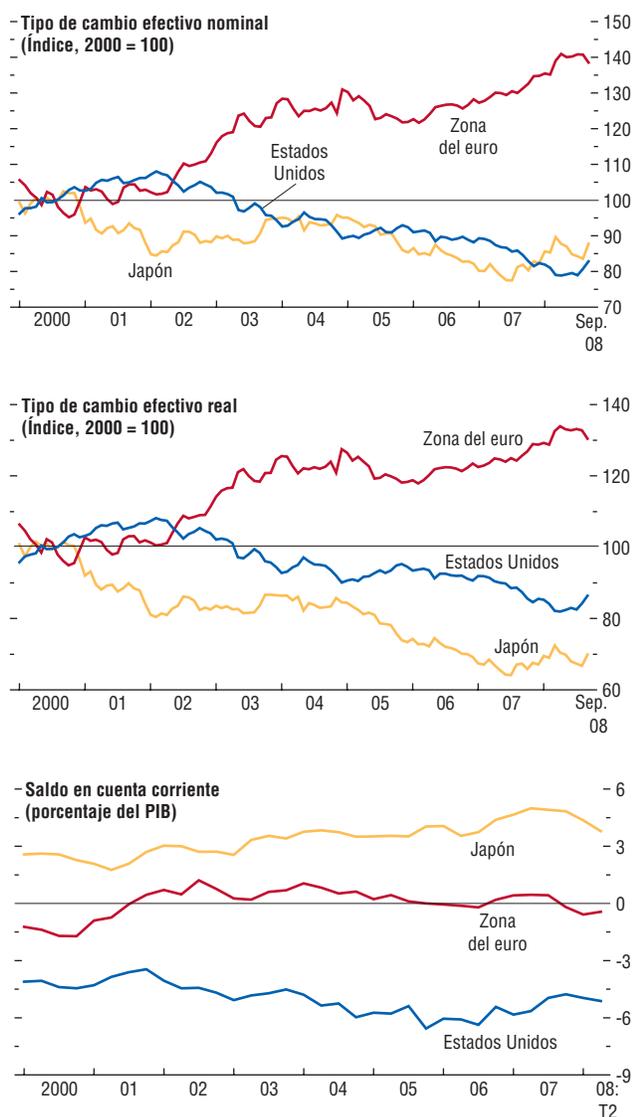
Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Deflactor del gasto de consumo personal.

²Tasas de equilibrio de 10 años.

Gráfico 1.4. Evolución externa de algunas economías avanzadas

La depreciación del valor efectivo real del dólar de EE.UU. junto con la desaceleración de la demanda interna han contribuido a reducir moderadamente el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos. Los saldos en cuenta corriente de la zona del euro y Japón se han debilitado en el último año, debido a la apreciación del tipo de cambio y el encarecimiento del petróleo.



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

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

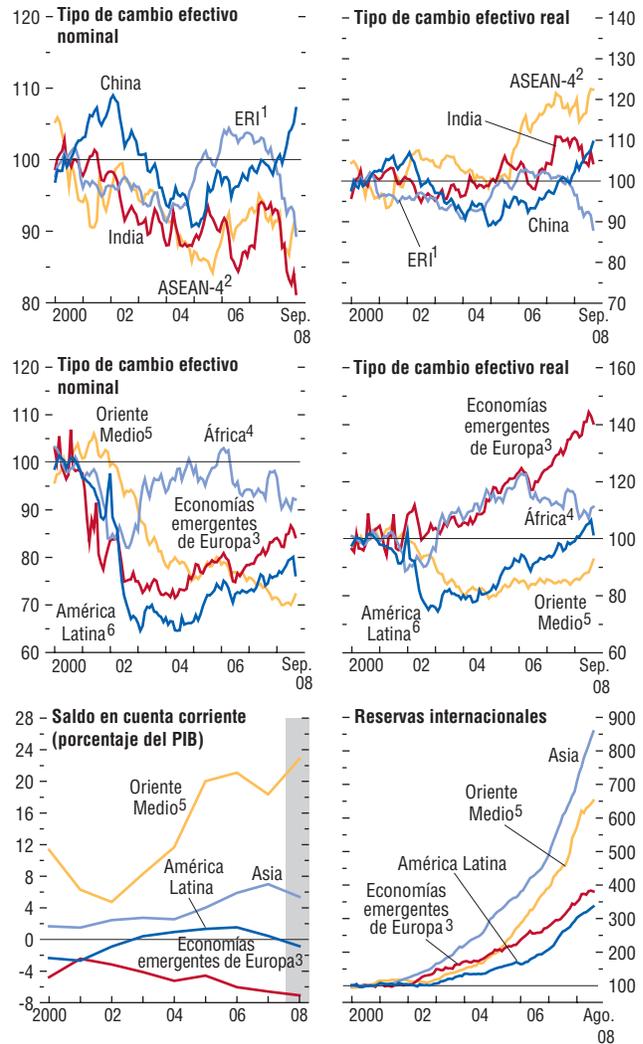
La edición de abril pasado de *Perspectivas de la economía mundial* salió a la imprenta justo después de que la Reserva Federal organizara con carácter urgente la venta de uno de los grandes bancos de inversión de Estados Unidos —Bear Stearns— y diera a corredores y operadores mayor acceso a sus mecanismos de liquidez para emergencias. Los bancos también lograron avances en la contabilización de pérdidas derivadas

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).

Gráfico 1.5. Evolución externa de las economías emergentes y en desarrollo

(Índice, 2000 = 100, salvo indicación en contrario)

Los movimientos de los tipos de cambio han variado mucho entre las economías emergentes y en desarrollo en los últimos meses. Las monedas de varios países importadores de petróleo de Asia, especialmente los que mantienen estrechos vínculos comerciales con Estados Unidos, se depreciaron, mientras que la moneda de China siguió apreciándose. Las monedas de los países de América Latina y las economías emergentes de Europa también se mantuvieron fuertes en general, aunque recientemente comenzaron a debilitarse.



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

¹En Asia, las economías recientemente industrializadas (ERI) son Corea, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur.

²Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

³Bulgaria, Croacia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, la República Checa, la República Eslovaca, Rumania y Turquía.

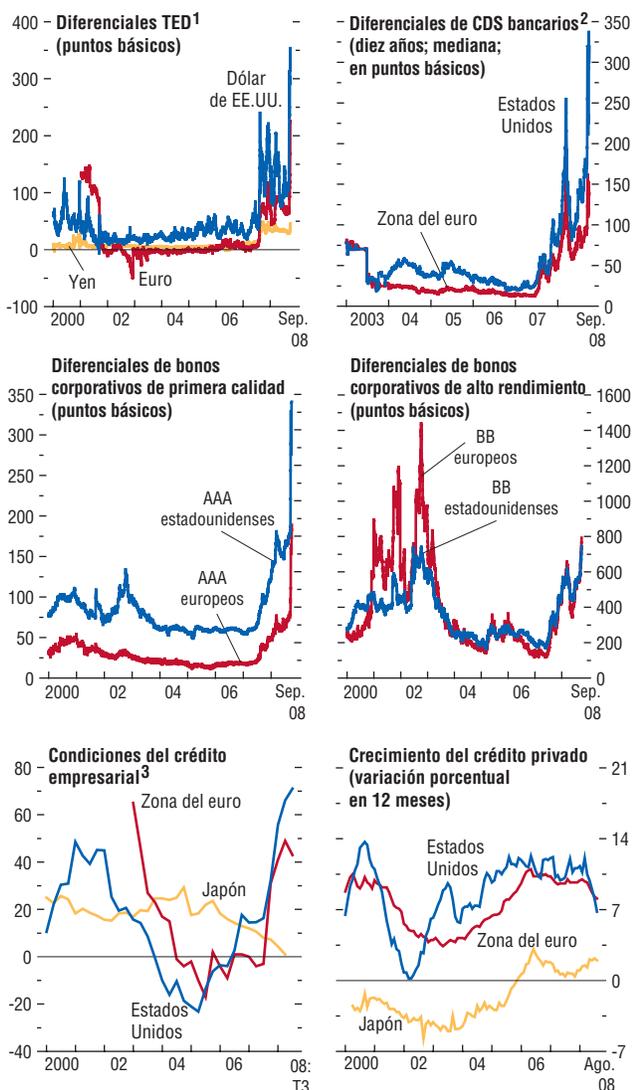
⁴Botswana, Burkina Faso, Camerún, Chad, Côte d'Ivoire, Djibouti, Etiopía, Gabón, Ghana, Guinea, Guinea Ecuatorial, Kenya, Madagascar, Malí, Mauricio, Mozambique, Namibia, Níger, Nigeria, la República del Congo, Rwanda, Senegal, Sudáfrica, Sudán, Tanzania, Uganda y Zambia.

⁵Arabia Saudita, Bahrein, Egipto, los Emiratos Árabes Unidos, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Omán, Qatar, la República Árabe Siria, la República del Yemen y la República Islámica del Irán.

⁶Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y la República Bolivariana de Venezuela.

Gráfico 1.6. Evolución de los mercados de crédito maduros

El recrudecimiento de las tensiones ocurrido en septiembre en los mercados de crédito disparó los diferenciales del mercado interbancario. Los diferenciales de riesgo de una amplia variedad de activos financieros subieron drásticamente. Al mismo tiempo, los bancos de Estados Unidos y la zona del euro restringieron decisivamente las normas de préstamo y la expansión crediticia está comenzando a moderarse.



Fuentes: Banco de Japón; Bloomberg Financial Markets; Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal; Banco Central Europeo; Merrill Lynch, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Tasa interbancaria de oferta de Londres a tres meses menos tasa de letras del Tesoro a tres meses.

²Canjes por incumplimiento de crédito (CDS, por sus siglas en inglés).

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

de su exposición a títulos respaldados por hipotecas de alto riesgo, así como en los procesos de recapitalización y desapalancamiento².

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

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 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

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.

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.

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.

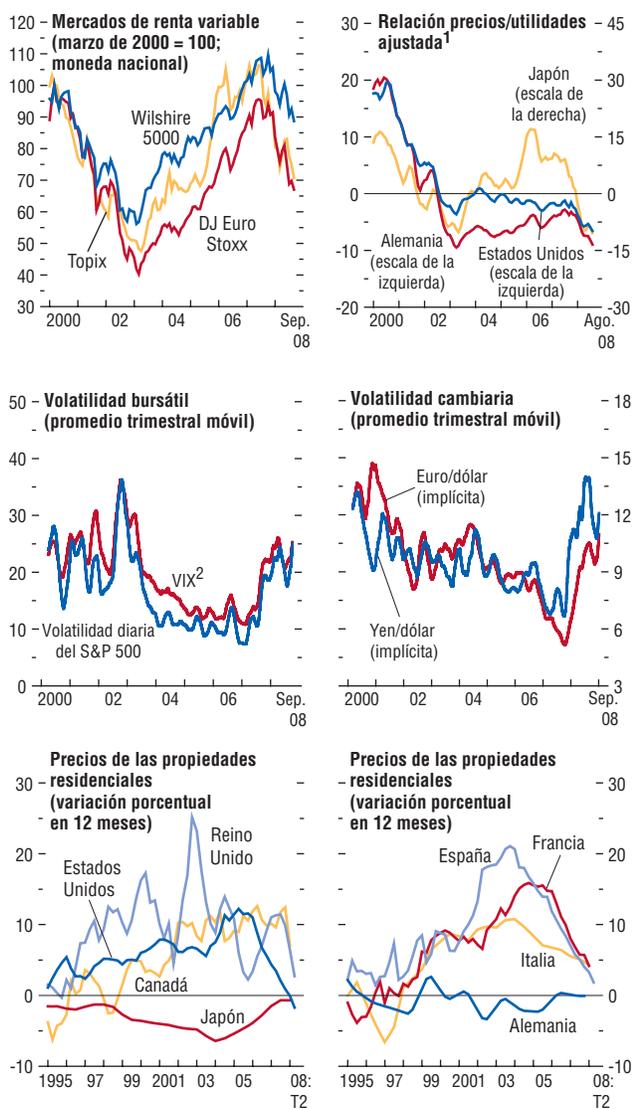
Frente a la tormentosa situación, las autoridades de Estados Unidos y Europa lanzaron una serie de iniciativas nuevas. Una de las más notables fue la creación legislativa en Estados Unidos de un fondo por un valor de \$700.000 millones que les comprará a los bancos títulos hipotecarios problemáticos 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 de cerrar esta edición, 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

Gráfico 1.7. Indicadores de los mercados financieros y de la vivienda maduros

Las tensiones financieras se ven reflejadas en una fuerte corrección de los precios de la renta variable y una volatilidad aguda y persistente en los mercados bursátiles y cambiarios. La dinámica de los precios de las propiedades continúa debilitándose, sobre todo en Estados Unidos, pero también en España, Francia, Italia y el Reino Unido.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Datastream; CEIC Data Company Limited; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; OCDE, *Economic Outlook*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹La relación precios/utilidades ajustada es la relación entre los precios de las acciones y el promedio móvil de las utilidades de los 10 años precedentes, ajustada en función del crecimiento tendencial nominal. Se mide como el promedio móvil trimestral de las desviaciones respecto del promedio del mes de agosto durante el período 1990-2008.

²VIX es el índice de volatilidad empleado por el Chicago Board Options Exchange. Se calcula tomando un promedio ponderado de la volatilidad implícita de las ocho opciones de compra y venta del S&P 500.

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 inusualmente 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.

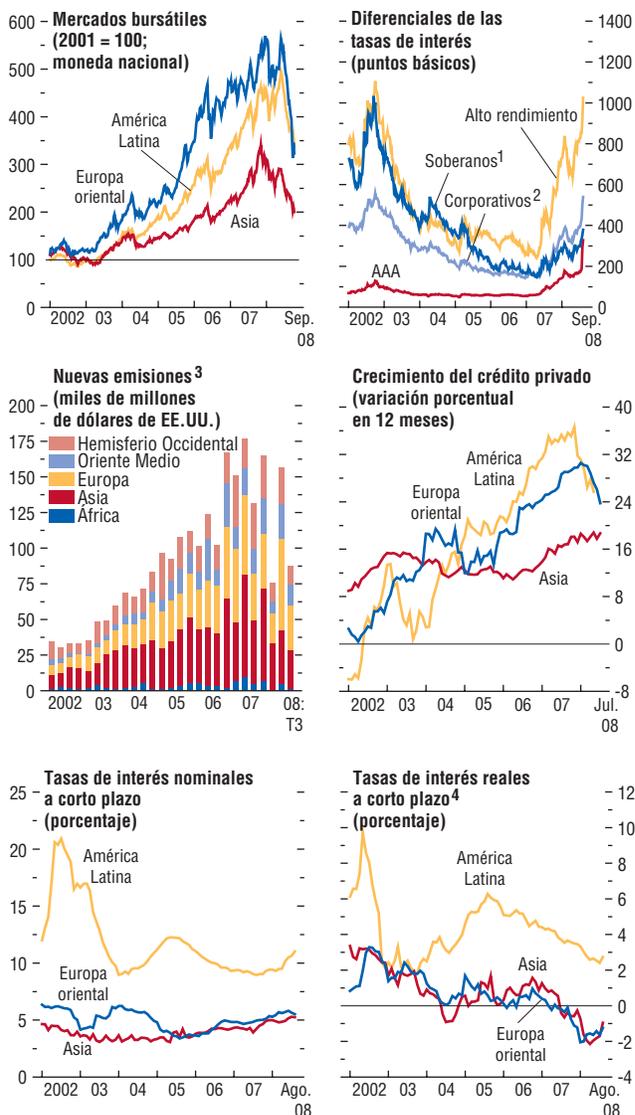
Una lección importante del capítulo 4 es que la magnitud del daño a la economía depende mucho de la solidez original de las finanzas de las empresas y los hogares, y también de la evolución de los precios de la vivienda. La economía de Estados Unidos parece particularmente vulnerable porque los balances 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

Gráfico 1.8. Condiciones en los mercados emergentes

Los mercados emergentes están cada vez más afectados por las tensiones financieras a las que se encuentran sometidos los mercados maduros. Los precios de las acciones sufrieron caídas pronunciadas en los últimos meses, los diferenciales aumentaron y las nuevas emisiones ya no llegan a los máximos del año pasado. Al mismo tiempo, subieron las tasas de interés internas frente a la creciente inflación, aunque las tasas reales disminuyeron. El crecimiento del crédito privado es más moderado, pero sigue siendo elevado.



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

¹Diferenciales del índice EMBI Global de JPMorgan.

²Diferenciales del índice CEMBI Broad de JPMorgan.

³Total de emisiones de acciones, préstamos sindicados y bonos internacionales.

⁴En relación con el nivel general de inflación.

Recuadro 1.1. El último brote de tensiones financieras: ¿Cómo cambia las perspectivas de la economía mundial?

Desde el comienzo de la crisis financiera a mediados de 2007, las proyecciones de referencia de *Perspectivas de la economía mundial* se han basado en el supuesto de que las tensiones financieras serían prolongadas y afectarían considerablemente a la actividad económica. No obstante, se esperaba que la capacidad de resistencia del sector empresarial no financiero de las economías avanzadas y el dinamismo del crecimiento en las economías emergentes mitigaran el impacto de estas tensiones en el crecimiento mundial. Los datos hasta mediados de septiembre de 2008 coincidieron en general con esta evaluación. Al entrar la crisis financiera en una nueva etapa más grave en septiembre de 2008, cabe preguntarse si ha cambiado el curso que probablemente tomará la economía mundial. En este recuadro se examina específicamente cómo han afectado los últimos acontecimientos financieros el sector empresarial no financiero en las economías avanzadas y los mercados emergentes, haciendo hincapié en los crecientes riesgos que amenazan estos sectores de la economía mundial.

La última etapa de la crisis financiera comenzó en septiembre de 2008, cuando varias instituciones estadounidenses de importancia sistémica salieron de manera repentina del mercado. La decisión de Lehman Brothers de declararse en quiebra, en particular, sacudió a todos los mercados financieros mundiales, agravando la fuerte contracción de la liquidez en los mercados e intensificando la preocupación con respecto a los riesgos de contraparte. El costo del financiamiento en dólares de EE.UU. subió a escala mundial, y otros mercados monetarios también se vieron sometidos a fuertes tensiones. A medida que se reducía el apetito de los inversionistas por el riesgo, las presiones se extendieron a los mercados emergentes, especialmente a Rusia, que afrontó una confluencia de shocks. La respuesta de los gobiernos a la turbulencia financiera mundial ha sido de amplio alcance.

Nota: Los autores de este recuadro son Andreas Jobst y Natalia Tamirisa.

No obstante, los mercados financieros se mantienen bajo tensión, y la confianza sigue siendo débil. Los grandes cambios estructurales en el sector financiero estadounidense ocurridos durante esta última etapa de la crisis han intensificado y han ampliado el proceso de desapalancamiento, sentando las bases para una nueva reducción del tamaño del sector financiero¹.

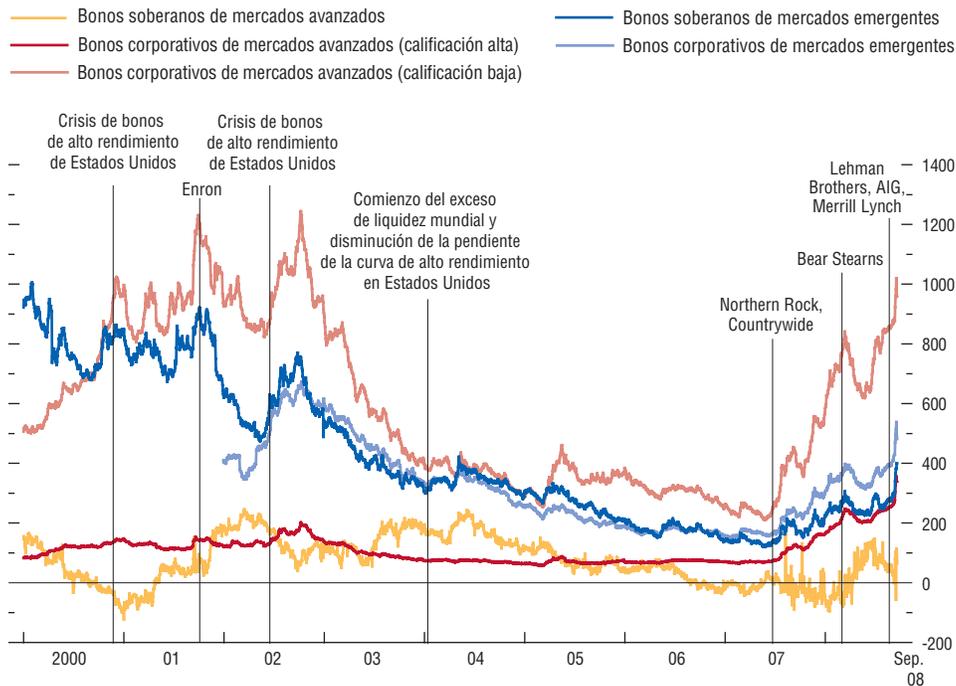
Un aspecto preocupante de este último brote de turbulencia son los indicios cada vez más claros de que las tensiones en los mercados están comenzando a afectar con más intensidad al sector empresarial no financiero y a los mercados emergentes. Si se mantienen, estas tensiones podrían presagiar un impacto macroeconómico de la crisis financiera más fuerte de lo previsto anteriormente.

El sector no financiero de las economías avanzadas se ve ahora más afectado en general que en etapas anteriores de la crisis. Los diferenciales de los bonos corporativos de calificación alta del sector no financiero, que se han ampliado progresivamente desde el comienzo de la crisis, aumentaron aún más durante la última ronda de turbulencias (primer gráfico). Ahora se elevan a casi más del doble de los niveles máximos registrados en 2002 e indican un riesgo de incumplimiento comparable al de la deuda soberana de los mercados emergentes. Los diferenciales de los bonos corporativos de calificación baja también aumentaron, pero se mantienen por debajo de los niveles históricos máximos de 2002. El acceso al financiamiento a corto plazo es más restringido y los precios de las acciones se han reducido (panel superior del segundo gráfico), aunque aún se mantienen por encima de los niveles mínimos anteriores.

La reciente subida de los costos del crédito para las empresas no financieras ha tenido lugar en un entorno caracterizado por el deterioro progresivo de sus perfiles de riesgo a lo largo

¹Véase más información en el texto principal del capítulo 1 y en el recuadro 1.1 de la edición de octubre de 2008 del informe *Global Financial Stability Report* (FMI, 2008b).

Mercados avanzados y emergentes: Diferenciales de los bonos corporativos y soberanos; 2000-08¹ (Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Datastream; JP Morgan; Moody's KMV; Thomson Reuters, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Los diferenciales de los bonos corporativos se calculan como la diferencia entre el diferencial de los *swaps* de activos y la tasa interbancaria de oferta de Londres. La serie del diferencial de los bonos soberanos de los mercados avanzados es una combinación de la diferencia entre la tasa de las letras del Tesoro de Estados Unidos a cinco años y la tasa efectiva de los fondos federales y de la diferencia entre la tasa del *Bund* alemán a cinco años y la tasa EONIA (es decir, la tasa de interés efectiva de referencia del Banco Central Europeo).

de la crisis financiera. Los indicadores basados en el mercado del riesgo de incumplimiento y los coeficientes de apalancamiento² han aumentado en toda la gama de crédito, tanto en Estados Unidos como en Europa; no solo los de los

²Las probabilidades de incumplimiento de cada una de las empresas se calculan a partir de los datos de los mercados, utilizando la fórmula modificada de valoración de opciones de Black-Scholes-Merton y los datos de los balances en un horizonte de riesgo de un año antes de agregarlos a nivel nacional y regional. El valor de mercado, basado en los precios de las acciones, se aproxima al valor de los activos de la empresa. El apalancamiento de mercado se define como la relación deuda/patrimonio neto, valorada a precios de mercado.

bonos de calificación baja, como cabría esperar en una desaceleración³, sino también los de los de calificación alta (panel del medio, segundo gráfico). En el caso de los bonos corporativos de calificación alta en Estados Unidos, por ejemplo, la probabilidad de incumplimiento se ha duplicado desde junio de 2007, aunque se mantiene por debajo de los niveles registrados en 2004⁴, en parte debido a los sólidos balances de las empresas, especialmente, los cuantiosos fondos internos.

³Véase el recuadro 1.1 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*.

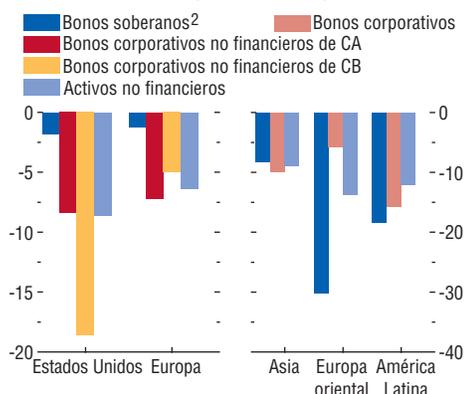
⁴No se dispone de datos de períodos anteriores.

Recuadro 1.1 (continuación)

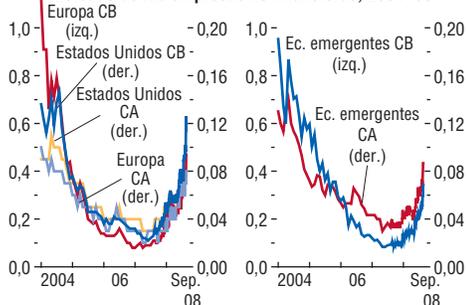
Algunos indicadores financieros¹

(Porcentaje)

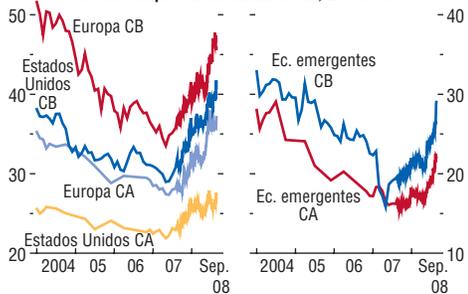
Rendimientos, 31 de agosto al 22 de septiembre de 2008



Probabilidad media de incumplimiento basada en el mercado de las empresas no financieras; 2004-08



Apalancamiento medio del mercado de las empresas no financieras; 2004-08



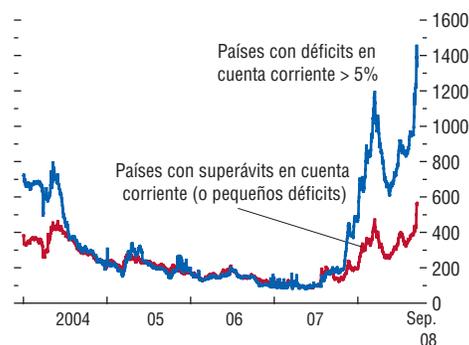
Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Datastream; Moody's KMV; Thomson Reuters, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹CB: Calificación baja; CA: Calificación alta.

²La variación de los rendimientos de los bonos soberanos en Estados Unidos y Europa se basa en los precios del contrato de futuros a un mes de la tasa efectiva de los fondos federales y el índice total de los rendimientos de los *Bund* alemanes, respectivamente.

Economías emergentes: Diferencias de swaps de incumplimiento de crédito; 2004-08¹

(Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg Financial Markets, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Tasas combinadas ponderadas equitativamente de los contratos de swap de incumplimiento de crédito soberano a cinco años.

¿Por qué se ven más afectadas las empresas no financieras de calificación alta en la crisis actual que durante la fuerte caída de los mercados financieros en 2000-02, tras el colapso de la burbuja de la tecnología? Una posible explicación general serían las diferencias entre los shocks que provocaron las respectivas desaceleraciones. La desaceleración actual tiene su origen en el sector financiero, ámbito en que el modelo de originación y distribución dejó en gran medida de funcionar. El shock financiero se transmite al sector no financiero a través de la restricción de las condiciones de crédito y, en los últimos meses, de una escasez de liquidez en los mercados. La amplia presencia de estos canales deja poco margen de maniobra para hacer distinciones dentro de la gama de crédito. En cambio, la burbuja de la tecnología se originó en el sector no financiero, especialmente el crédito corporativo de alto rendimiento, y se transmitió principalmente a través del canal de la solvencia, lo que afectó a los bonos corporativos no financieros de calificación baja en mayor medida

que a los de calificación alta. Una razón más específica que explicaría el aumento de las presiones sobre las empresas no financieras de calificación alta es la creciente preocupación por el riesgo de refinanciamiento en la actual crisis, ya que los planes de refinanciamiento han generado una acumulación de bonos con fecha de vencimiento en los próximos años, mientras que el financiamiento bancario se ha restringido. Además, el descenso de los precios de las acciones ha aumentado el costo de captación de capital.

El costo del crédito para los mercados emergentes también ha aumentado en las últimas semanas, aunque se mantiene por debajo de los niveles máximos registrados en 2001–02 y la crisis de Asia de 1997–98. Se ha producido una fuerte reducción de base amplia de los activos de los mercados emergentes debida al menor apetito de los inversionistas por el riesgo y a la necesidad de vender activos con el objeto de obtener efectivo para atender las demandas de cobertura suplementaria. Los riesgos propios de cada región están aumentando. Las economías emergentes de Europa y América Latina están registrando los descensos más pronunciados de los rendimientos de los bonos corporativos y soberanos, mientras que el efecto en los activos de las economías emergentes de Asia ha sido más moderado (panel superior del segundo gráfico). La diferenciación creciente en los mercados de crédito según las necesidades de financiamiento de los países apunta a un mayor riesgo de que se produzcan interrupciones bruscas de los flujos de capital y crisis cambiarias en las economías emergentes (tercer gráfico).

Desde el comienzo de la crisis, los diferenciales corporativos de las economías emergentes han aumentado por encima de los diferenciales soberanos (véase el primer gráfico), lo que parece indicar que los inversionistas consideran que el sector no financiero de los mercados emergentes es más vulnerable que el sector público, posiblemente debido a las oportunidades de financiamiento interno más limitadas, el mayor apalancamiento y los mayores riesgos

de refinanciamiento en comparación con los bonos soberanos. Estos se consideran más protegidos, por ejemplo, por altos niveles de reservas internacionales oficiales y balances del sector público más sólidos.

Como en las economías avanzadas, el reciente aumento de los diferenciales de los bonos corporativos de los mercados emergentes viene justo después de un debilitamiento de los perfiles de riesgo de las empresas no financieras, en parte debido a la desaceleración del crecimiento (paneles inferiores del segundo gráfico). Las probabilidades de un incumplimiento basado en el mercado casi se han triplicado desde el comienzo de la crisis tanto para los bonos de calificación alta como los de calificación baja, aunque se mantienen por debajo de los niveles máximos recientes. Las empresas no financieras de calificación alta de las economías emergentes de Asia tienen actualmente las mayores probabilidades de incumplimiento, lo que refleja, de hecho, que estas tienen los más altos coeficientes de apalancamiento basados en el mercado del subgrupo respectivo. Esto se debe en parte al aumento del endeudamiento externo de las empresas apoyado por la apreciación de las monedas en los últimos dos años. En el tramo de calificación baja, los bonos corporativos en América Latina registran los coeficientes de apalancamiento más altos.

No obstante, los diferenciales corporativos y de los bonos soberanos de las economías emergentes se mantienen muy por debajo de los niveles registrados después de la crisis de Asia, el incumplimiento de Argentina y el colapso del mercado de la tecnología (véase el primer gráfico). Esto obedece a que las economías emergentes tienen más capacidad de resistencia a los shocks financieros externos debido a las cuantiosas reservas internacionales, los altos ingresos generados por las materias primas y la demanda interna vigorosa. También se debe a que estas economías afrontan un shock menos directo: el estallido de la burbuja de la tecnología estuvo relacionado con la innovación tecnológica que fue compartida a nivel más general en todo el mundo que el modelo bancario de originación

Recuadro 1.1 (conclusión)

y distribución, y la crisis de Asia se originó en las economías emergentes.

En resumen, en la etapa más reciente de la crisis financiera se ha observado un nuevo debilitamiento sostenido de la situación de las empresas y de las economías emergentes. Aún no está claro si este deterioro será sostenido. Los mercados se mantienen excepcionalmente volátiles, y es difícil prever hasta cuándo persistirá esta volatilidad. Cuanto más dure la turbulencia, más arraigará el círculo vicioso de interacciones

entre el sector financiero y la economía real, y más sufrirán los sectores reales a nivel general en todo el mundo. Esto, junto con el desapalancamiento más intenso y más amplio, retrasará la recuperación y aumentará la probabilidad de una recesión mundial. Por lo tanto, la evolución reciente parece indicar que las perspectivas del crecimiento mundial se han debilitado considerablemente debido a los acontecimientos recientes y al incremento de los riesgos a la baja a que está sujeto el pronóstico de referencia.

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 las empresas semipúblicas) 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.

Como lo explica el recuadro 1.2, la desaceleración del mercado de la vivienda puede tener

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.

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.

Recuadro 1.2. Precios de la vivienda: Correcciones y consecuencias

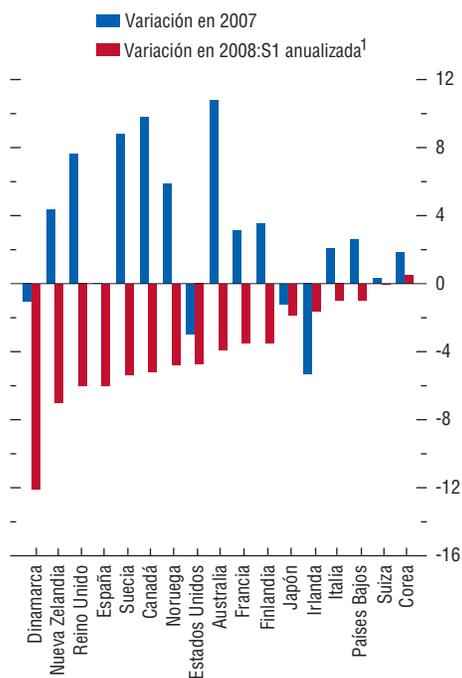
Este año los precios de a vivienda en varias economías avanzadas han empezado a descender; un notable contraste con respecto a las alzas registradas en 2007 en casi todos los países salvo Estados Unidos, donde el sector ha seguido un proceso de corrección desde 2006. En el primer semestre de 2008, y sobre una base desestacionalizada, los precios de la vivienda disminuyeron en valores reales a una tasa anual de entre 5% y 12% en Canadá, Dinamarca, España, Nueva Zelanda y el Reino Unido (primer gráfico)¹. Cabe preguntarse cuánto más pueden seguir bajando los precios de la vivienda y cuáles serán las consecuencias de estos descensos para la macroeconomía.

Corrección de los precios de la vivienda. A modo de referencia para examinar las posibilidades de que los precios de la vivienda disminuyan, primero intentamos explicar los factores que impulsaron el alza del sector inmobiliario en la última década. A tal efecto, empleamos un modelo en que el aumento real de los precios de la vivienda es función de las siguientes variables: la tasa de crecimiento del ingreso disponible per cápita, la población activa, los precios del crédito y de los activos, y el nivel de las tasas de interés a corto y largo plazo. Los efectos dinámicos de estas variables se captan mediante la inclusión de la tasa de de crecimiento desfasada de los precios reales

El autor principal de este recuadro es Prakash Loungani. Ercument Tulun y Jaír Rodríguez colaboraron en la labor de investigación. El recuadro actualiza los análisis presentados en las ediciones de *Perspectivas de la economía mundial* de octubre de 2007 y de abril de 2008.

¹Estos datos proceden de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y se basan en fuentes nacionales comúnmente utilizadas, por ejemplo: [www.oilis.oecd.org/olis/2006doc.nsf/linkto/ECO-WKP\(2006\)3](http://www.oilis.oecd.org/olis/2006doc.nsf/linkto/ECO-WKP(2006)3) (pág. 34). La OCDE desestacionaliza los datos en los casos en que la autoridad nacional no proporciona series ajustadas en función de las variaciones del ciclo. Aunque el uso de datos desestacionalizados dificulta la comparación con los datos globales sobre los precios de la vivienda, estos datos pueden ofrecer un mejor indicador de la evolución que tendrán los precios de la vivienda en los próximos meses.

Variaciones de los precios reales de la vivienda (Porcentaje)



Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y cálculos del personal técnico del FMI.
¹Variación en 2008: S1, anualizada, para Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Francia, Irlanda, Italia, Japón y Nueva Zelanda.

de la vivienda y un coeficiente de la capacidad del poder adquisitivo (la razón entre la tasa desfasada de los precios de la vivienda y el ingreso disponible). Este modelo se estimó para cada país utilizando datos trimestrales del período comprendido entre 1970 y 2007².

El alza de los precios de la vivienda que no puede atribuirse a estos factores fundamentales —que denominamos “la brecha de los precios de la vivienda”— se considera una estimación de la posible corrección de los precios de la vivienda. Evidentemente, estas estimaciones

²Los datos de España comienzan en 1971 y los de Corea, en 1986.

de la brecha podrían obedecer, en parte, a la omisión de factores fundamentales, como, por ejemplo, variaciones en factores por el lado de la oferta del mercado inmobiliario³. No obstante, proporcionan un indicio de la magnitud que estos factores omitidos tendrían que haber tenido en los últimos años para que el alza de los precios de la vivienda pudiera considerarse como un resultado de equilibrio.

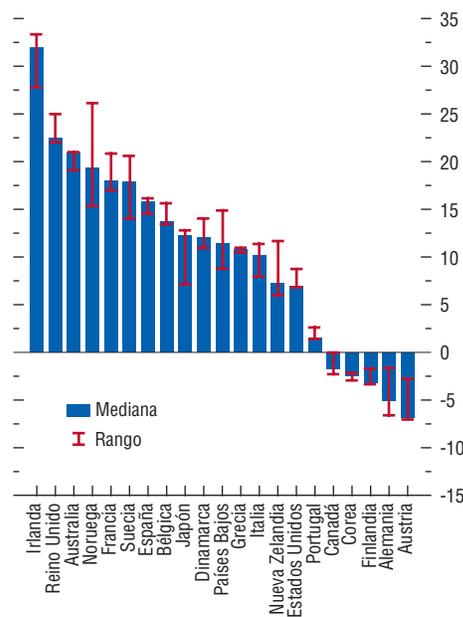
En el segundo gráfico figuran las brechas de los precios de la vivienda durante el período comprendido entre 1997 y el final de 2007, es decir, el aumento porcentual de estos precios que no puede atribuirse a factores fundamentales. También se presenta, como indicador de la robustez de estos resultados, la gama de estimaciones de la brecha que se obtiene al efectuar pequeñas modificaciones en los modelos estimados. Estas modificaciones incluyen, por ejemplo, utilizar el valor medio de los precios durante el periodo 1994–97, en lugar del valor de 1997, como punto de partida para estimar la magnitud de la brecha; elaborar una versión más restringida del modelo, suponiendo que los únicos factores fundamentales son el ingreso y las tasas de interés; y modificar la especificación dinámica, estimando un modelo de autorregresión vectorial para los precios de vivienda, en lugar de emplear un modelo de una sola ecuación.

Los países que han registrado las mayores alzas inexplicadas en la última década son Australia, Irlanda y el Reino Unido⁴; en estos países,

³Los modelos estimados en el presente trabajo procuran explicar las variaciones a corto y mediano plazo de los precios de la vivienda, no determinar el nivel a largo plazo de estos precios, que podría variar considerablemente de un país a otro como consecuencia de restricciones nacionales de la oferta o factores institucionales a largo plazo, como el alcance del régimen impositivo de la vivienda (Poterba, 1984). En un estudio sobre los mercados inmobiliarios de Europa de Hilbers *et al.* (2008), se expone la función que estos factores pueden ejercer en las variaciones de los precios de la vivienda.

⁴Como se señala en el memorando de 2008 sobre Australia preparado por el personal del FMI, las brechas estimadas de los precios podrían ser ligeramente menores si pudieran incluirse más explícitamente en

Brechas de los precios de la vivienda
(Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

los precios de la vivienda en 2007 fueron entre 20% y 30% más altos de lo que cabría esperar de las variables fundamentales. Otro grupo de países —que incluye España, Francia, Italia y los Países Bajos⁵— tiene brechas que oscilan entre

el modelo las repercusiones sobre la demanda inmobiliaria de la inmigración de largo plazo.

⁵En el informe del personal sobre las consultas del Artículo IV de 2008 correspondiente a los Países Bajos se indica que es probable que la brecha estimada de los precios de la vivienda —que varía entre 9% y 15%— sea mucho más pequeña si se tienen en cuenta, además de factores institucionales (como, por ejemplo, las normas que rigen la propiedad residencial y comercial, y la posibilidad de deducir de impuestos un monto considerable de los intereses hipotecarios), el aumento del número de hogares formados por una sola persona, factor que incrementa muy significativamente la demanda de la vivienda en los Países Bajos.

Recuadro 1.2 (continuación)

10% y 20%⁶. La brecha estimada en el caso de Estados Unidos —un 7%— es más pequeña que la de la mayoría de los otros países y se ha ido reduciendo en comparación con estimaciones previas, en parte debido a la disminución de los precios de la vivienda en Estados Unidos en los últimos 18 meses⁷. La gama de estimaciones de cada país es de un 3½% en promedio, aunque en el caso de Noruega, los Países Bajos y Suecia, la gama es considerablemente más amplia.

Para poder situar estas brechas estimadas en contexto, resulta útil compararlas con los ciclos de los precios de la vivienda de las economías avanzadas durante las últimas décadas (OCDE, 2006). Entre 1970 y 2005, el ciclo de los precios de vivienda tuvo una duración media de unos 10 años, con una primera una fase de expansión de aproximadamente seis años de duración durante la cual los precios reales de la vivienda aumentaron un 45%. Posteriormente, durante la fase de contracción, que duró cuatro años, los precios reales de la vivienda disminuyeron 25%,

⁶En Hilbers *et al.* (2008), los países europeos se clasifican como “rápidos”, “regulares” o “lentos”, dependiendo de la medida en que los precios de la vivienda en los últimos años hayan aumentado por encima de los promedios a largo plazo. Las estimaciones de la brecha del presente trabajo se ajustan a esa clasificación: en promedio, la brecha estimada de los tres grupos asciende a 19%, 11% y -3%, respectivamente. Entre los informes recientes del personal sobre las consultas del Artículo IV que apuntan a descensos en el mercado inmobiliario o al inicio de una corrección se cuentan los informes de Canadá, Corea, España, Noruega, Nueva Zelanda y el Reino Unido. Algunos estudios sobre Alemania concluyen que la subvaloración es mayor que la tasa de 5% estimada en el presente estudio, posiblemente debido a fenómenos por el lado de la oferta atribuibles a los programas sociales de vivienda de la época posterior a la reunificación de ese país.

⁷Según estimaciones en Klyuev (2008), en el primer trimestre de 2008 los precios de las viviendas unifamiliares en Estados Unidos seguían sobrevalorados entre un 8% y un 20%. Se estima que en 2007 la brecha de los precios de la vivienda en ese país fue de 12% (recuadro 3.1 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*), y 20% en 2006 (recuadro 2.1 de la edición de octubre 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*).

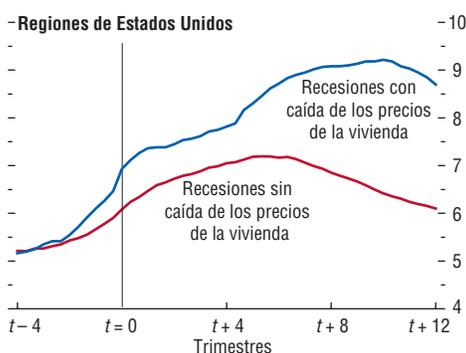
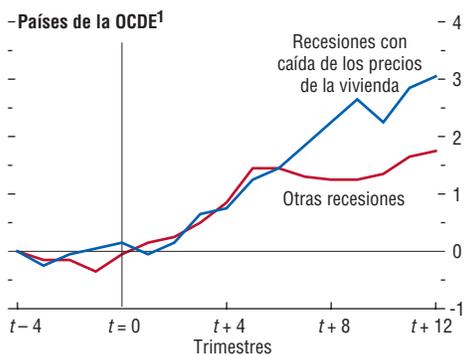
con variaciones entre países desde 10% en Estados Unidos hasta más de 30% en Japón y varios países europeos.

Por consiguiente, si las correcciones de los precios de la vivienda se ajustaran a la magnitud de las brechas que figuran en el segundo gráfico, se hallarían holgadamente dentro de la gama de valores registrados en el pasado. Asimismo, la información empírica indica que las correcciones suelen ocurrir a lo largo de varios años. Según datos regionales de los países (es decir, subnacionales), en algunas regiones la corrección del nivel de precios podría ser mucho más pronunciada y tener una duración mayor que el ciclo nacional (Calomiris, Longhofer y Miles, 2008; Estevão y Loungani, de próxima publicación).

Consecuencias macroeconómicas. La evolución de los últimos ciclos del mercado inmobiliario también ofrece una pauta para comprender las consecuencias macroeconómicas de estas correcciones (Claessens, Kose y Terrones, de próxima publicación; *Perspectivas de la economía mundial*, abril de 2008 y abril de 2004). Los datos indican que, como cabría esperar, las consecuencias son más negativas en el contexto de una economía que se está debilitando o cuyas condiciones crediticias son restrictivas; probablemente, la situación actual de muchos países. Durante el período que abarca de 1960 hasta el presente, las recesiones en las economías avanzadas acompañadas de caídas de los precios de la vivienda y escasez de crédito han sido en general más largas y más agudas que otras recesiones. Si caen los precios de vivienda, la recesión dura por lo menos un trimestre más, la pérdida total del producto es ligeramente mayor, y la tasa de desempleo aumenta notablemente más y durante un período más largo que en las recesiones en que no se registra caída en el sector inmobiliario (tercer gráfico, panel superior). Durante los 12 trimestres posteriores al inicio de una recesión, la tasa de desempleo aumenta en promedio 1,5 puntos porcentuales; en recesiones con caída de los precios de la vivienda, el aumento del desempleo es de 3 puntos porcentuales.

Hay ciertas pruebas de que este fenómeno se da tanto a nivel nacional como regional. Como

Tasa de desempleo (Porcentaje)



Fuentes: Claessens, Kose y Terrones (de próxima publicación); Estevão y Loungani (de próxima publicación); y estimaciones del personal del FMI.

¹OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

puede observarse en el panel inferior del tercer gráfico, en las recesiones regionales en Estados Unidos en que se registra una caída de los precios de la vivienda, el efecto máximo sobre el desempleo es un aumento de 4 puntos porcentuales, frente a un aumento de 2 puntos porcentuales para todas las recesiones regionales (Estevão y Loungani, de próxima publicación).

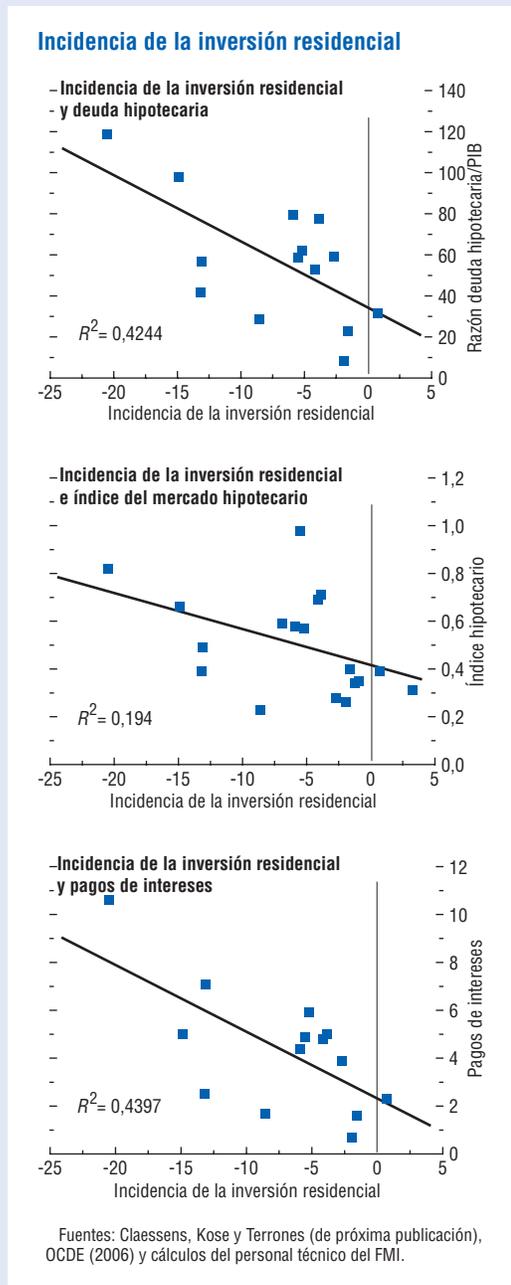
¿Cuál es el efecto de las disminuciones de los precios de la vivienda sobre los componentes del producto? Un número de estudios especializados cada vez mayor señala el efecto que tendrían las variaciones de la riqueza inmobiliaria

sobre el consumo. Buitier (2008) demuestra que las variaciones de los precios de la vivienda son redistribuciones de riqueza y, por lo tanto, solo tienen un efecto reducido sobre la riqueza neta a nivel agregado; sin embargo, pueden incidir en el consumo de las personas porque las restricciones sobre las garantías se atenúan. En consonancia con esa observación, Muellbauer (2008) sostiene que, en modelos que incluyen la evolución del mercado crediticio y el efecto que provoca su desreglamentación, factor que incrementa el acceso a las garantías inmobiliarias, las variaciones de los precios de la vivienda tienen un efecto de liquidez a mediano plazo que afecta al consumo en Estados Unidos y el Reino Unido.

El efecto sobre la inversión puede constatarse más fácilmente. Claessens, Kose y Terrones (de próxima publicación) aseveran que en recesiones acompañadas de caídas de los precios de la vivienda y escasez del crédito, la inversión, concretamente la inversión residencial, tiende a reducirse más rápidamente que en otras recesiones⁸. Asimismo, se observan diferencias significativas entre países en cuanto a la disminución de la inversión residencial, diferencias que, en principio, dependen de una amplia gama de características de los sistemas financieros y legales nacionales. Una dimensión importante es la facilidad con que los hogares pueden acceder al crédito hipotecario, que puede medirse en función de la profundidad del mercado hipotecario o de un índice que resuma las características institucionales de dicho mercado. El índice del mercado hipotecario tiene en cuenta características como la razón entre el valor del crédito hipotecario y el valor de la propiedad, el plazo estándar de los préstamos hipotecarios, la capacidad de

⁸En Benito (2007) se concluye, a partir de datos a nivel de los hogares del Reino Unido, que es mucho más común que el retiro de capital inmobiliario se destine a la inversión residencial que al gasto en consumo, lo cual apunta a que la función de las garantías que subrayan Buitier (2008) y Muellbauer (2008) podría ser mucho más significativa en el caso de la inversión que en el consumo.

Recuadro 1.2 (conclusión)



endeudamiento basada en el capital acumulado en la propiedad, y el grado de desarrollo de los mercados secundarios de crédito hipotecario. Como puede observarse en los dos paneles

superiores del cuarto gráfico, la disminución de la inversión residencial tiende a ser más acusada en países donde el acceso de los hogares al crédito hipotecario es mayor⁹.

Hay otros factores que inciden en la amplitud del ciclo económico tras una corrección de los precios de la vivienda. Además de las características de los mercados hipotecarios ya analizadas, en la coyuntura actual un factor clave es la incidencia de hipotecas a tasas de interés variables (en lugar de fijas). Al respecto, hay diferencias dentro de Europa: España, Finlandia e Irlanda son países donde la mayoría de las hipotecas son a tasas de interés variables. Asimismo, durante caídas del sector inmobiliario, se observa una correlación histórica positiva entre el monto de los pagos de intereses (con respecto al ingreso disponible de los hogares) y las disminuciones de la inversión residencial (véase el panel inferior en el cuarto gráfico)¹⁰. Los países también

⁹En Warnock y Warnock (2007) y en OCDE (2006) se presentan datos sobre la profundidad de los mercados hipotecarios, medida según la razón entre la deuda hipotecaria pendiente de reembolso y el ingreso. El índice de mercado hipotecario se describe en el capítulo 3 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*. Aunque el indicador de endeudamiento utilizado en el presente análisis es la razón entre la deuda hipotecaria y el ingreso disponible de los hogares durante los años noventa (de OCDE, 2006), se obtienen resultados similares cuando se utilizan indicadores de otros años o cuando se expresan como razón del PIB. Cuando la magnitud de las correcciones de los precios de la vivienda se mantiene constante, la correlación entre la inversión residencial disminuye y la razón entre la deuda hipotecaria y el PIB aumenta. Cardarelli *et al.* (de próxima publicación) desarrollan este análisis aún más, utilizando restricciones de signo para identificar shocks de la demanda de la vivienda y examinando los efectos de esos shocks sobre los precios de la vivienda, la inversión residencial y el producto. Concluyen que las innovaciones en el financiamiento inmobiliario han amplificado los desbordamientos del sector inmobiliario al resto de la economía porque han reforzado la función de garantía ejercida por la vivienda.

¹⁰Véase Tsatsaronis y Zhu (2004). Warnock y Warnock (2007) agregan Grecia, Portugal, el Reino Unido y Suecia a la lista de países europeos cuyas tasas

difieren en cuanto a las disposiciones jurídicas que rigen el recurso legal de los prestamistas de hipotecas residenciales cuando éstas caen en incumplimiento, factor que puede incidir en la frecuencia de las ejecuciones hipotecarias¹¹. En muchos de los países examinados en este recuadro —Alemania, España, Francia, Irlanda, los Países Bajos y el Reino Unido— los deudores son personalmente responsables del crédito obtenido mediante una hipoteca, lo cual reduce los incentivos para su ejecución. En Estados Unidos, la ejecución hipotecaria se regula a nivel estatal. En seis estados, los prestamistas solo tiene recurso legal a la propiedad hipotecada, que puede ser embargada y enajenada. En los demás estados, aunque los deudores deben responder personalmente por el monto total de la deuda, hay diferencias con respecto a la medida en que los prestamistas pueden recuperar la diferencia entre la deuda hipotecaria y el precio de venta obtenido tras ejecutarse la hipoteca. En la práctica, los prestamistas a veces prefieren no entablar juicio por la diferencia no satisfecha en hipoteca, debido al tiempo y el costo del proceso.

Otro factor que posiblemente explique la amplitud del ciclo económico tras una corrección de los precios de la vivienda es la exposición crediticia de los bancos en el sector inmobiliario, que varía de un país a otro y, dentro de los países, de una institución de crédito a otra. El valor de los préstamos hipotecarios de los bancos, expresado como múltiplo de su capitalización global en el mercado, proporciona una indicación de su capacidad para resistir el deterioro de sus carteras de préstamo en bienes raíces. Este indicador varía: 4 en Dinamarca y Alemania, menos de 3 en España, 1,5 en Canadá, Japón y el Reino Unido, y menos de 1

en Estados Unidos¹². Aunque las disminuciones de la inversión residencial durante los ciclos del mercado inmobiliario han sido más pronunciadas en países donde la exposición crediticia de los bancos al crédito hipotecario era mayor, el efecto no ha sido tan fuerte como el observado en el análisis anterior, basado en la razón entre la deuda hipotecaria y el PIB. Sin embargo, en la coyuntura actual, en que la situación financiera de los bancos es objeto de nuevas presiones y el valor de las acciones de los bancos es baja, es quizás más probable que en el pasado que la exposición crediticia de los bancos en el crédito hipotecario repercuta negativamente en la economía real.

Conclusiones. En los últimos años muchas economías avanzadas registraron una escalada de los precios de vivienda que es difícil de atribuir completamente a factores fundamentales, como la tasa de crecimiento del ingreso o las tasas de interés. El proceso de corrección de los precios de la vivienda parece haberse iniciado en la mayoría de estas economías. Si el pasado puede ofrecer algún indicio de lo que puede suceder, estas correcciones podrían ascender, en promedio, a un 25% y extenderse a lo largo de un período de dos a cuatro años. Asimismo, la información empírica apunta a que las diferencias entre un país y otro, en cuanto al efecto de estas correcciones sobre la macroeconomía, dependerán probablemente de las características de sus sistemas de financiamiento de la vivienda, sobre todo de la facilidad con que los hogares hayan podido recurrir a crédito hipotecario en los últimos años. Es probable que exista una correlación entre esa característica y la magnitud de la disminución de la inversión durante la corrección de los precios de la vivienda, y que esa característica tenga un efecto que atenúe el consumo.

hipotecarias son generalmente variables; fuera de Europa, Canadá, Estados Unidos y Japón se clasifican como países cuyas tasas hipotecarias son principalmente de tipo fijo.

¹¹Véanse Klyuev (2008) y Deutsche Bank (2008), que analizan el efecto de la incidencia de la ejecución hipotecaria sobre los precios de la vivienda.

¹²Salvo las de Estados Unidos, todas las estimaciones de los países proceden de Ahearne *et al.* (2005) y se basan en datos, a nivel de los bancos, sobre los préstamos hipotecarios y la capitalización en el mercado elaborados por Bloomberg L.P. y Worldscope; la estimación de Estados Unidos se basa en el número total de préstamos inmobiliarios otorgados por el sector bancario y en su capitalización total en el mercado.

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).

¿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

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.

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.

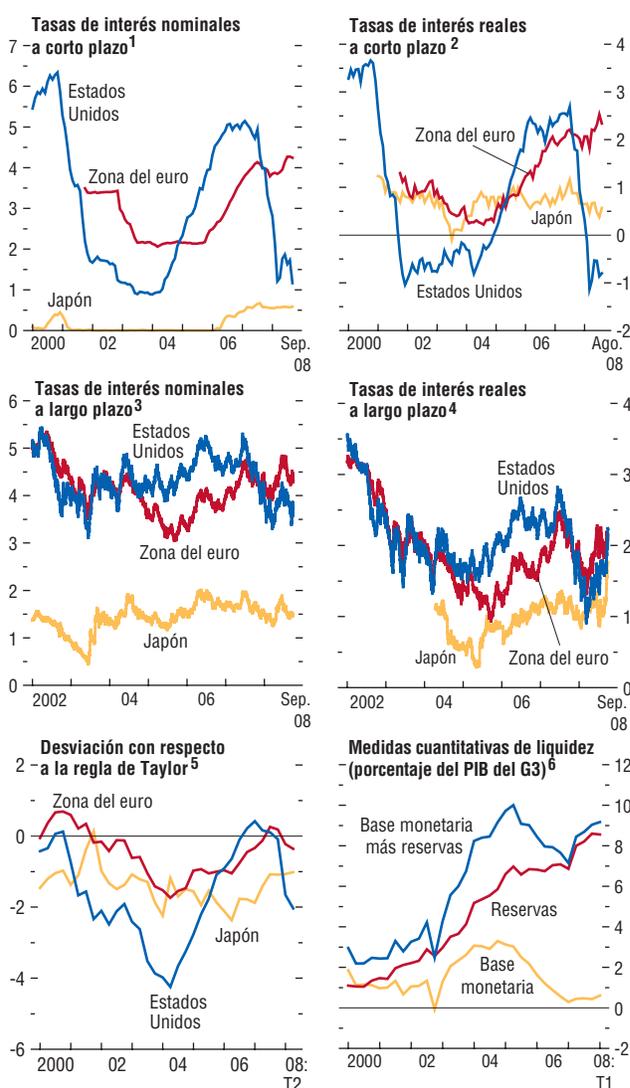
Además, los regímenes cambiarios inflexibles últimamente han limitado la capacidad de algunas economías emergentes clave para aplicar políticas monetarias independientes, y esta limitación cobró cada vez más importancia después de agosto de 2007, cuando el dólar de EE.UU. se depreció y la Reserva Federal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

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

Gráfico 1.9. Medidas de política monetaria y liquidez en algunas economías avanzadas

(Tasas de interés en porcentaje, salvo indicación en contrario)

Tras un período de condiciones monetarias expansivas durante 2001–05, en todas las economías avanzadas se aplicó una política de contracción monetaria. Desde que comenzaron las tensiones financieras en agosto de 2007, la Reserva Federal ha distendido resueltamente la orientación monetaria. En cambio, los ajustes de política monetaria en la zona del euro y Japón se han mantenido prácticamente invariables.

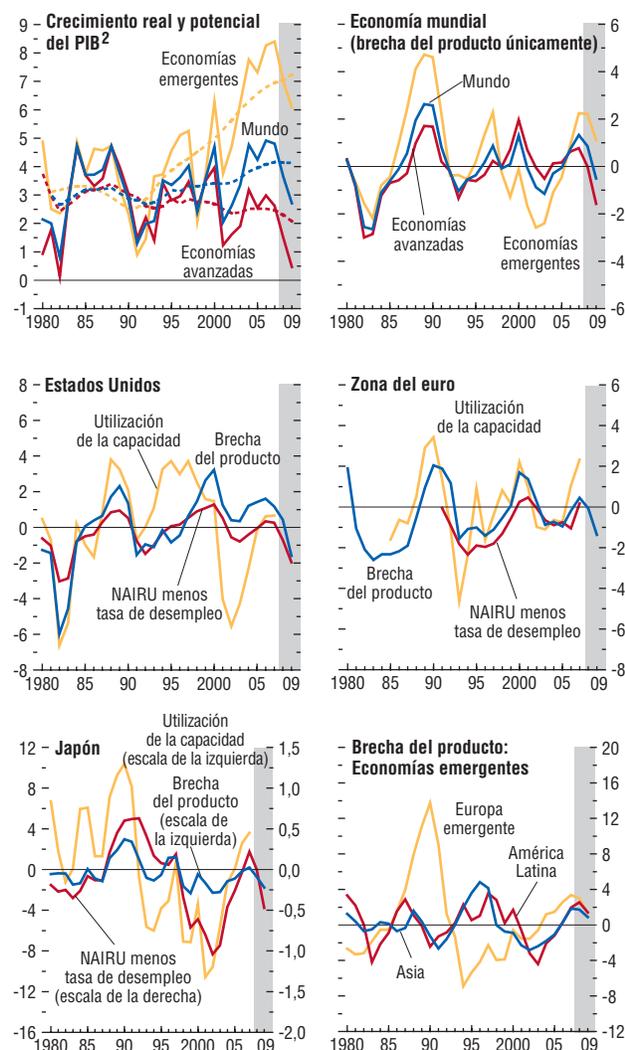


Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Eurostat; Haver Analytics; Merrill Lynch; OCDE *Economic Outlook*; y cálculos del personal técnico del FMI.

- ¹ Letras del Tesoro a tres meses.
- ² En relación con la inflación básica.
- ³ Bonos del Estado a 10 años.
- ⁴ Bonos del Estado a 10 años indexados al nivel de inflación.
- ⁵ La tasa de Taylor depende de 1) una tasa de interés real neutra, que a su vez es función del potencial de crecimiento del producto, 2) la desviación de la inflación prevista de precios al consumidor con respecto a la meta de inflación y 3) la brecha del producto. La inflación prevista se deriva de las tasas correspondientes al umbral de rentabilidad de los bonos indexados al nivel de inflación.
- ⁶ Variación en tres años de Estados Unidos, Japón y la zona del euro (G3), denominada en dólares de EE.UU.

Gráfico 1.10. Medidas de la brecha del producto y presiones sobre la capacidad de producción¹

Tras un período de crecimiento superior a la tendencia, actualmente la actividad mundial está perdiendo impulso y cayendo a un nivel muy inferior al potencial. Se prevé que, en las economías avanzadas, la brecha del producto crezca hasta una gama del 1%–2% del PIB en 2009. En las economías emergentes, el producto se mantendría ligeramente superior al nivel cíclicamente neutro, aunque se aliviarían un poco las presiones sobre la capacidad productiva. En el recuadro 1.3 se explica la metodología empleada para estimar el crecimiento potencial del PIB y las brechas del producto.



Fuentes: OCDE *Economic Outlook*; y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Las estimaciones de la tasa de desempleo no aceleradora de los precios (NAIRU) corresponden a la OCDE. Las estimaciones de la brecha del producto, expresadas como porcentaje del PIB potencial, se basan en cálculos del personal técnico del FMI. La utilización de la capacidad se mide calculando la desviación con respecto a los promedios de 1980–2007 en el caso de Estados Unidos (porcentaje de la capacidad total) y Japón (índice de la tasa de operación para el sector manufacturero), y las desviaciones del período 1985–2007 en el caso de la zona del euro (porcentaje de la capacidad industrial).

²Tasas de crecimiento efectivas del PIB (línea seguida) frente al potencial (línea punteada) en el caso de las economías avanzadas. En el caso de las economías emergentes, se aplica un filtro de Hodrick-Prescott al PIB potencial.

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 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 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.

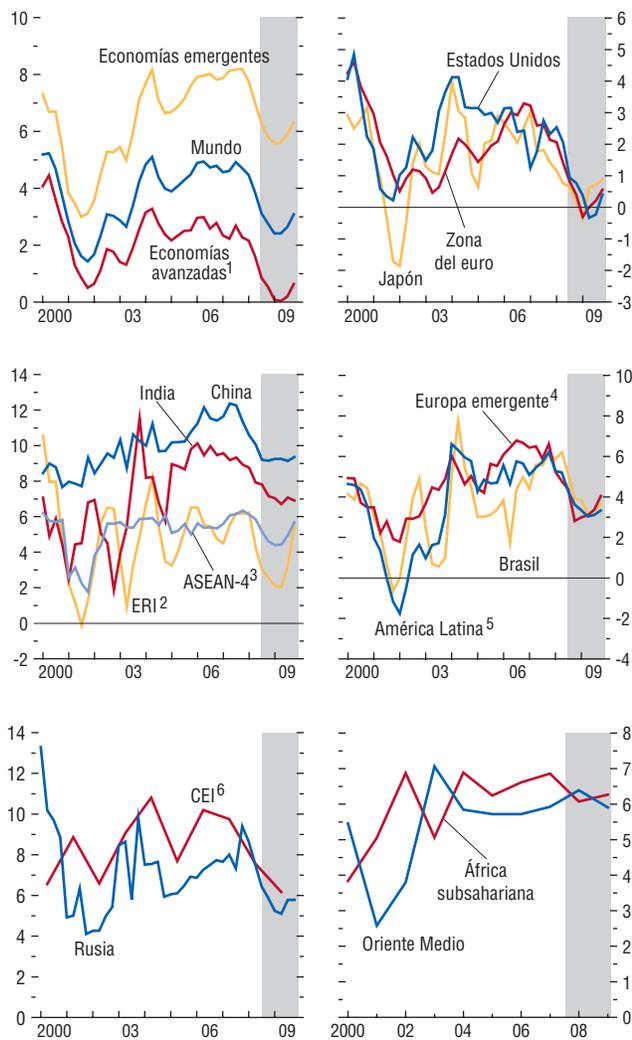
En los mercados de materias primas, de no producirse nuevos shocks de la oferta o una importante revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento, se prevé que los precios se mantendrán en los altos niveles actuales, alineados con los precios de los mercados de futuros. Por consiguiente, el promedio 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

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

Gráfico 1.11. Perspectivas mundiales
(PIB real; variación porcentual con respecto a un año antes)

Según las proyecciones, la economía mundial seguirá desacelerándose en el segundo semestre de 2008 y principios de 2009, y luego se iniciará una recuperación gradual. Las economías avanzadas serán las más afectadas por la desaceleración y estarán en recesión o cerca de ella. En las economías emergentes, el crecimiento también se moderará, particularmente en las de Asia, las economías emergentes de Europa y América Latina, con la que tienen estrechos vínculos comerciales.



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

¹Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, el Reino Unido, Suecia, Suiza y la zona del euro.

²Las economías de reciente industrialización (ERI) comprenden a Corea, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur.

³Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

⁴Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia y la República Checa.

⁵Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y la República Bolivariana de Venezuela.

⁶Comunidad de Estados Independientes.

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

⁸No 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).

Recuadro 1.3. Medición de las brechas del producto

Los crecientes temores de inflación han llevado a preguntarse cada vez más si las economías están recalentándose y cómo se debe medir la capacidad productiva de una economía. Siempre que los demás factores permanezcan invariables, una economía que opera por encima de su capacidad —con una brecha positiva entre el producto efectivo y el potencial— probablemente sufrirá presiones inflacionarias, mientras que la economía que opera cómodamente dentro de su capacidad —con una brecha del producto negativa— tenderá a registrar una inflación descendente. Las medidas de la capacidad también son importantes para otros objetivos; entre ellos, la evaluación de la orientación fiscal a lo largo del ciclo, como se analiza en el capítulo 5. En general, la comprensión de la posición cíclica actual y futura de la economía es crucial para tomar medidas acertadas de política monetaria y fiscal.

No obstante, la medición de la brecha del producto es una ciencia bastante inexacta, ya que la capacidad productiva de toda una economía no es directamente observable (aunque comúnmente se dispone de algunas medidas de la capacidad de algunos sectores, como el sector industrial). Por consiguiente, se ha utilizado una combinación de métodos, con diversos grados de complejidad, para superar las limitaciones de los datos. En este recuadro se examinan los métodos utilizados para estimar las brechas del producto en las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* y se analiza el nuevo enfoque basado en un modelo que está siendo perfeccionado en la actualidad.

Medición de las brechas del producto. Para calcular las brechas del producto de la mayoría de las economías avanzadas, las estimaciones utilizadas en *Perspectivas de la economía mundial* se derivan de una evaluación del PIB potencial valiéndose del método de la función de producción. En virtud de ese método, se estima una función de producción para la economía, y una relación entre el producto y los insumos estimados de mano

de obra y capital. El residuo corresponde a una medida de la productividad total de los factores (PTF) de la economía, que posteriormente puede relacionarse con variables explicativas, como la competencia, las reformas estructurales y la penetración de importaciones¹. Los estudios han prestado gran atención a la formulación de medidas cada vez más exactas de los insumos —por ejemplo, ajustando los insumos de mano de obra según los efectos de la educación y la capacitación sobre la calidad del trabajo y la introducción de una medida del flujo de servicios de capital— y a tratar de explicar el residuo de la PTF.

Este enfoque tiene la ventaja de que una vez que se ha estimado la relación básica, se puede calcular el impacto de un desplazamiento de los factores que incida sobre el potencial de crecimiento; por ejemplo, el impacto de los fenómenos demográficos sobre el aumento de los servicios laborales y el efecto de las tasas de inversión sobre los servicios de capital.

En el caso de las economías emergentes, la información sobre los insumos de mano de obra y capital comúnmente es inadecuada para el método de la función de producción. La posibilidad de una fuerte variación tras una reforma de gran envergadura reduce la continuidad y haría más difícil la aplicación del método. Por consiguiente, las estimaciones de brechas del producto de las economías que se presentan en esta edición se apoyan en series de tiempo para calcular el PIB tendencial basado en series del PIB observado y proyectado. Más concretamente, para los datos del producto se utilizaron filtros estándar de Hodrick-Prescott (HP), que descomponen una serie de tiempo en dos elementos: un componente tendencial y un componente cíclico (Hodrick y Prescott, 1997), utilizando un coeficiente λ de 100 para los datos anuales².

¹En el recuadro 3.1 de la edición de septiembre de 2006 de *Perspectivas de la economía mundial* se encuentra un ejemplo de este método.

²Los resultados dependen mucho del valor del parámetro de suavización λ . El valor de 100 capta bien las propiedades del ciclo económico de Estados Unidos, pero ha sido menos útil para otros países.

Los autores principales de este recuadro son Charles Collyns, Douglas Laxton y Natalia Tamirisa, con la colaboración de Gianni de Nicolò y Ercument Tulun.

Recuadro 1.3 (continuación)

Pese a su sencillez y a su uso generalizado, una dificultad de los filtros HP (y de las técnicas basadas en series de tiempo, en general) es la sensibilidad de las estimaciones al punto final elegido. Como primera aproximación, se aplica el filtro HP a los datos (en logaritmos) correspondientes al periodo 1980–2008 (que prácticamente pueden ser considerados datos históricos), y de nuevo a los datos y proyecciones del período 1980–2013. Las segundas estimaciones de las perspectivas de crecimiento a mediano plazo tienen la ventaja de basarse en el criterio profesional de los economistas del FMI encargados de esos países. Posteriormente se derivan el producto potencial y las brechas del producto como promedio de estas dos estimaciones.

Aplicando esta técnica a los datos de 1980–2008, se observa que, al parecer, se produjo una significativa aceleración del potencial de crecimiento en la década pasada en todas las economías emergentes (primer gráfico, columna de la izquierda). Se estima que el grado de aceleración es incluso mayor si se utilizan datos que incluyen las proyecciones a mediano plazo. Utilizando ambas series, se observa que las economías emergentes están operando a un nivel considerablemente superior a su capacidad, especialmente en Europa emergente y América Latina, con un exceso cercano al 4% del PIB en cada región en 2008 si se utilizan las estimaciones más prudentes del potencial de crecimiento³.

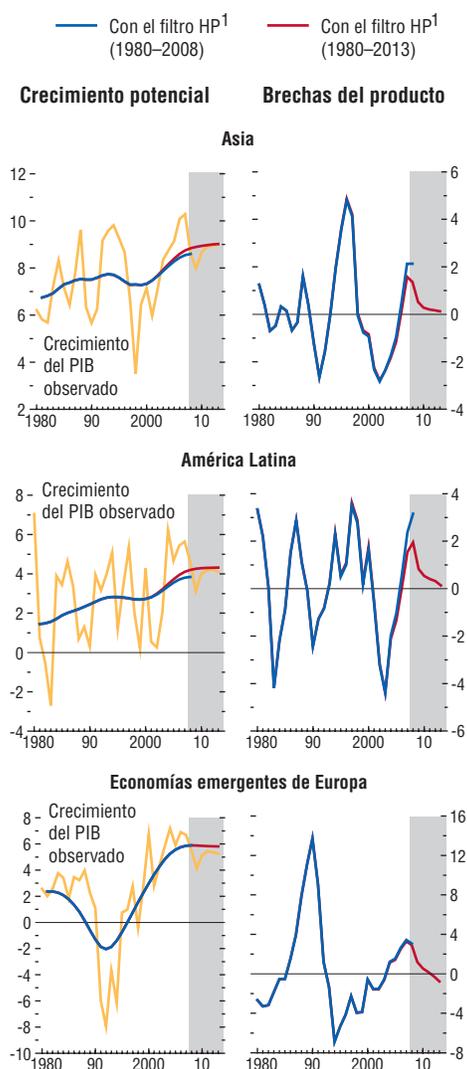
Cuantificación del impacto de los shocks del precio del petróleo sobre el producto potencial.

Una cuestión importante en la actualidad es la determinación de la medida en que el reciente aumento de los precios del petróleo, de ser sostenido, afectará el nivel y la tasa de crecimiento potencial del producto. El petróleo es un insumo clave para la producción de muchos

³Vamvakidis (2008) compara las estimaciones del potencial de crecimiento en Europa emergente utilizando un filtro HP, un método de función de producción y una ecuación de crecimiento semejante a la especificación de Barro y Sala-i-Martin (2004). El método de la función de producción ofrece las mayores estimaciones del potencial de crecimiento, suponiendo que continúe el fuerte aumento de la PTF.

Crecimiento potencial y brechas del producto en las economías emergentes

Aunque el crecimiento potencial probablemente aumentó en las economías emergentes durante la última década, las técnicas de series de tiempo utilizadas parecen indicar que el crecimiento reciente se ha situado por encima de su nivel potencial, lo que implica que se han abierto importantes brechas del producto en el último año aproximadamente. El tamaño estimado de la brecha es sensible al punto final elegido y al criterio del personal técnico del FMI sobre el grado en que ha aumentado el crecimiento potencial.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
¹HP = Hodrick-Prescott.

bienes y servicios, en parte porque se usa para el transporte. Si el precio relativo del petróleo aumenta, otros insumos de la producción (capital y mano de obra) tendrán que ser utilizados con mayor intensidad, lo que implica un descenso del potencial productivo. El impacto de la tasa de crecimiento del producto potencial dependería de la rapidez con que el producto converja hacia su nivel de largo plazo⁴.

Valiéndose de un método de función de producción, las estimaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) indican que un aumento del precio del petróleo del 240% con respecto a su promedio de 20 años en Estados Unidos y del 170% por encima de su nivel en la zona del euro (hasta \$120 el barril) reduciría en un 4% el producto potencial en Estados Unidos y en 2% el de la zona del euro (OCDE, 2008). El impacto sobre el producto potencial de Estados Unidos es mayor debido a la mayor proporción del petróleo en la producción y al descenso del valor del dólar. Se estima que el potencial de crecimiento en Estados Unidos se reduciría en 0,2 puntos porcentuales al año y en 0,1 puntos porcentuales en la zona del euro en el primer año del ajuste, tomando como base la tasa media a la cual comúnmente se desecha y reemplaza el capital existente. No obstante, en caso de un fuerte shock de los precios relativos, el ajuste podría ocurrir más rápidamente, ya que la tasa de renovación probablemente se aceleraría, aunque el capital que hace uso intensivo de energía tiende a tener una vida útil superior al promedio.

Estimaciones de las brechas del producto basadas en modelos. En trabajos recientes con un modelo de proyección mundial (GPM, por sus siglas en inglés) se han creado medidas para el producto potencial —y, por ende, para la brecha del producto— compatibles con el modelo y basadas en información correspondiente a variables obser-

vables, como el PIB, el desempleo y la inflación. Al igual que cualquier otro modelo macroeconómico, el GPM contiene un sistema de ecuaciones, un conjunto de variables observables clave y unas pocas variables no observables pero cruciales, entre las que destaca el producto potencial. Las estimaciones de las variables latentes podrían basarse en el poder de predicción. Según este criterio, de todas las trayectorias económicamente posibles que podría seguir el producto potencial, el procedimiento selecciona la que predice mejor las variables observables del modelo. Es decir, el procedimiento opera “de atrás para adelante” para obtener los valores de las variables latentes que requiere la estructura del modelo y el comportamiento de las variables observables.

A este respecto, el modelo contiene dos ecuaciones cruciales. La primera vincula la inflación con la brecha del producto. La segunda es una ley de Okun dinámica, que vincula las brechas del desempleo (niveles efectivos *menos* niveles de equilibrio) con los movimientos de la brecha del producto en el pasado.

La técnica basada en el modelo es menos mecánica, con un contenido económico mucho mayor, que los filtros de HP y otros filtros univariantes. Ofrece mejoras posiblemente sustanciales, especialmente en la medición del nivel actual del producto potencial en tiempo real, aunque requiere un modelo más avanzado que los de filtros sencillos como el de HP.

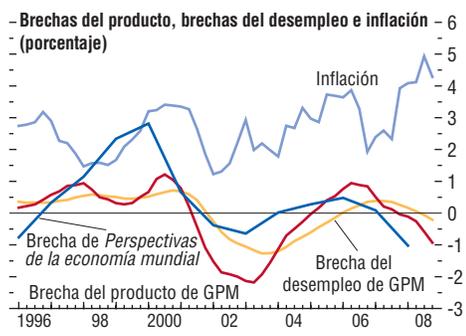
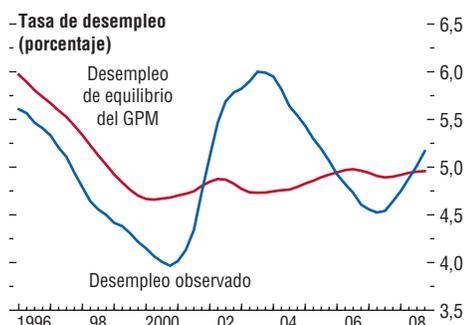
En el segundo gráfico se presentan, a título de ejemplo, algunas estimaciones del GPM para el caso de Estados Unidos y se contrastan con las estimaciones de *Perspectivas de la economía mundial* basadas en el método de la función de producción⁵. En el panel superior se comparan

⁵En las versiones actuales del GPM, las variables observables de la economía estadounidense incluyen los precios del petróleo, el nivel general de inflación del IPC, el PIB real, el desempleo, los tipos de cambio, la tasa de los fondos federales y una medida de la escasez del crédito bancario. Esta última variable se calcula a partir de la encuesta de opinión de la Junta de la Reserva Federal entre altos funcionarios de crédito acerca de las prácticas de concesión de crédito de los bancos.

⁴Por ejemplo, según informes de prensa, al parecer la industria automotriz de Estados Unidos está reequipando rápidamente sus plantas manufactureras para producir vehículos más pequeños y eficientes en cuanto al consumo de energía.

Recuadro 1.3 (conclusión)

Otros indicadores del crecimiento potencial de Estados Unidos

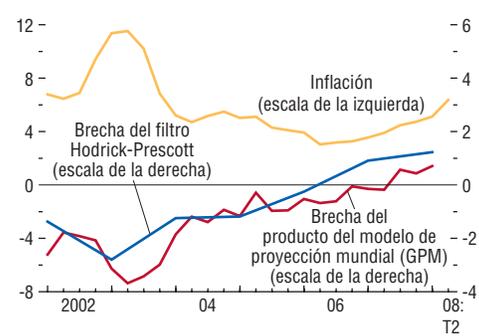


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

las estimaciones del potencial de crecimiento correspondientes al GPM y a *Perspectivas de la economía mundial*. Las estimaciones del GPM presentan una variación considerablemente mayor que las estimaciones de *Perspectivas de la economía mundial*. Esto es previsible, ya que las primeras varían de conformidad con las cifras de inflación y desempleo.

Brecha del producto en varios países de América Latina¹

(Porcentaje)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹Brecha agregada de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

El gráfico presenta una acusada discrepancia entre las dos estimaciones en la segunda mitad de los años noventa, un período con un crecimiento pujante del producto y descenso del desempleo, pero al mismo tiempo una inflación estable. El modelo interpreta estos hechos como congruentes con un aumento más acentuado del crecimiento del producto potencial durante este período (y por consiguiente un aumento permanente del nivel tendencial del producto) y un descenso de la tasa de desempleo de equilibrio (o natural) (panel del medio). Hacia finales de la década, se observa una presión inflacionaria, ya sea medida a través de la brecha del producto o de la desviación del desempleo con respecto a su punto de equilibrio, sea la que sea la estimación que se utilice; pero es muy inferior en la estimación basada en el modelo. Del mismo modo, la estimación en el GPM de la brecha del producto negativa en la recesión de 2001-02 es considerablemente mayor que la de *Perspectivas de la economía mundial*.

En 2008 se observa nuevamente una creciente discrepancia, con un descenso del crecimiento potencial del GPM, que pasa del 3% al 2%, en tanto que la medida de *Perspectivas de la economía mundial* continúa en una trayectoria más suave.

Un factor principal en este caso es el fuerte aumento del precio de la energía, que genera una caída del aumento de la productividad en el GPM por debajo de su nivel a largo plazo y por cierto tiempo. Esto implica una menor brecha del producto negativa en el GPM correspondiente a 2008, y por ende menos presión a la baja sobre la tasa de inflación subyacente, que en el caso de *Perspectivas de la economía mundial*.

En el último gráfico se presentan estimaciones de la brecha del producto basadas en la aplicación del método de GPM a un grupo de cinco países latinoamericanos. Las series de brechas del producto se acercan bastante a las estimaciones derivadas mediante el método del filtro HP,

lo cual otorga cierta credibilidad al uso del filtro HP en una primera tentativa para estimar la brecha del producto en varios grupos de países.

En conclusión, es improbable que se encuentre pronto un instrumento metodológico perfecto para medir el producto potencial y las brechas del producto. Mientras tanto, las autoridades de política tendrán que seguir aplicando un enfoque ecléctico, basándose en diversas medidas de atonía en la economía (brechas del producto y del desempleo) y medidas fundamentadas en encuestas de utilización de la capacidad e indicadores de alta frecuencia, y verificando constantemente las estimaciones con la realidad.

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 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.

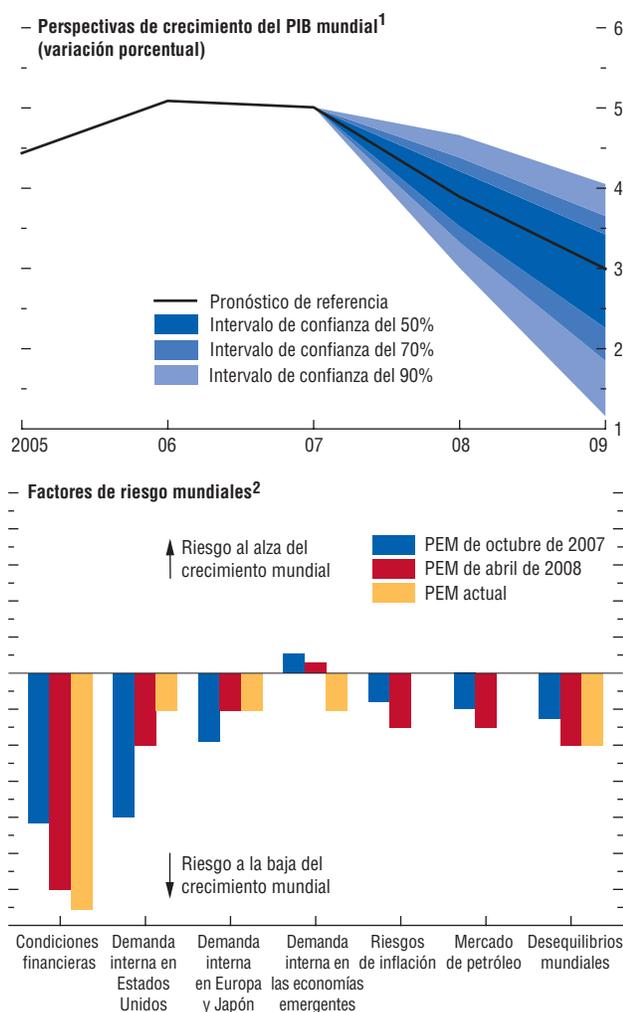
En cuanto a la inflación, se prevé que el aumento de la capacidad ociosa, combinado con la estabilización de los precios de las materias primas, frenará el ritmo de aumento de los precios en las economías avanzadas y reducirá la inflación a un nivel inferior al 2% a finales de 2009. En cuanto a las economías 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

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.

Gráfico 1.12. Riesgos para las perspectivas mundiales

Las perspectivas de crecimiento presentan considerables riesgos a la baja. El mayor temor proviene del riesgo de que las tensiones financieras resulten más intensas y prolongadas de lo que ya se contempla en las proyecciones de referencia. Los riesgos negativos también guardan relación con las inquietudes por la demanda interna y los desequilibrios mundiales, en tanto que los riesgos correspondientes a la inflación y el mercado petrolero se consideran ahora más equilibrados.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹El gráfico de abanico muestra la incertidumbre en torno a las previsiones centrales de *Perspectivas de la economía mundial* (PEM) con intervalos de probabilidad del 50%, 70% y 90%. Como se indica, el intervalo de confianza del 70% incluye el intervalo del 50%, y el intervalo de confianza del 90% incluye los intervalos del 50% y el 70%. Véase el recuadro 1.3 de la edición de abril de 2006.

²El gráfico muestra la contribución de cada factor de riesgo a la balanza global de riesgos del crecimiento mundial, que se refleja en el grado de asimetría de la densidad de probabilidades correspondiente al crecimiento del PIB mundial indicado en el gráfico de abanico. La balanza de riesgos se inclina hacia la baja si la probabilidad prevista de resultados inferiores al pronóstico central o modal (la "probabilidad a la baja" total) supera el 50% (recuadro 1.3 de la edición de abril de 2006). El grado de asimetría de la densidad de probabilidades del gráfico de abanico depende de las diversas fuentes de riesgo y su impacto potencial, así como la desviación estándar de los errores de pronóstico anteriores, que varía, entre otros factores, con la duración del horizonte de previsión. Para poder comparar los factores de riesgo de cada época, se corrige la escala de cada una en función de sus diversas desviaciones estándar.

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.

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

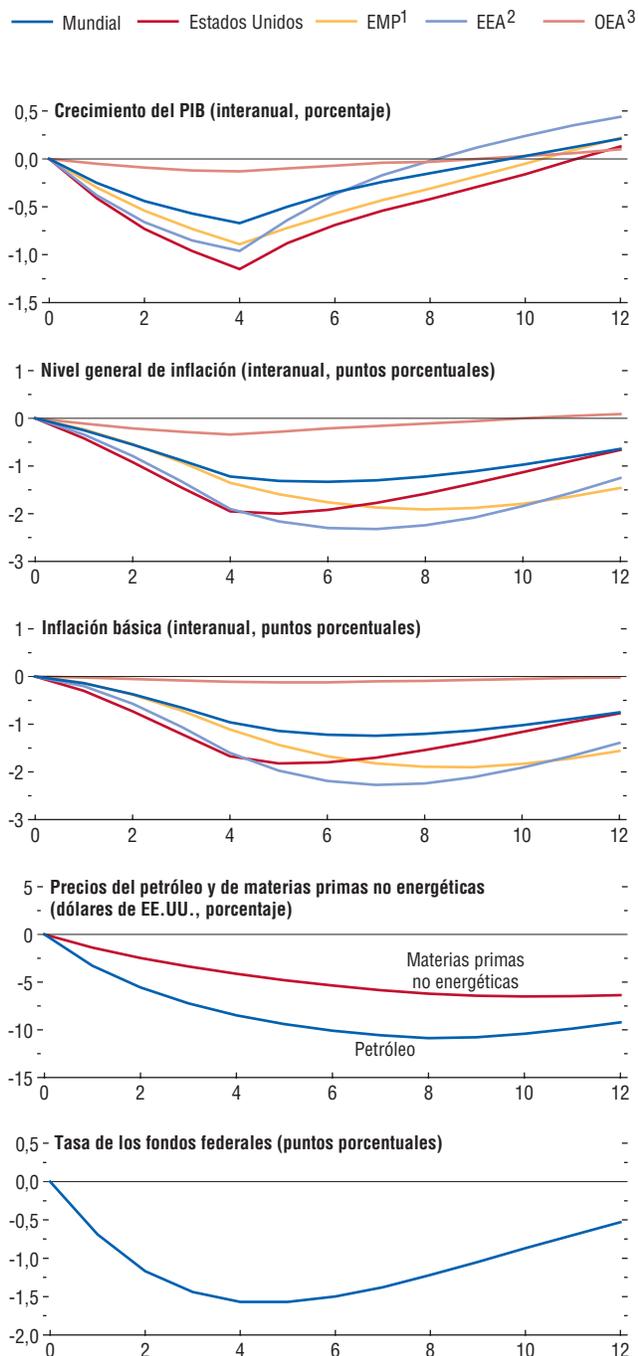
intensificara o se prolongara en Estados Unidos o en Europa, o si creciera la aversión al riesgo de los inversionistas, los flujos de capital bancario o inversiones de cartera destinados a las economías emergentes podrían replegarse aún más, presionando sobre todo a las economías consideradas vulnerables —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 1 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 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.

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.

Gráfico 1.13. Impacto del shock financiero en la economía mundial

(Desviación respecto de la variable de control; eje de la abscisa en trimestres)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI basados en el modelo BoC-GEM.

¹Exportadores de materias primas.

²Economías emergentes de Asia.

³Otras economías avanzadas.

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

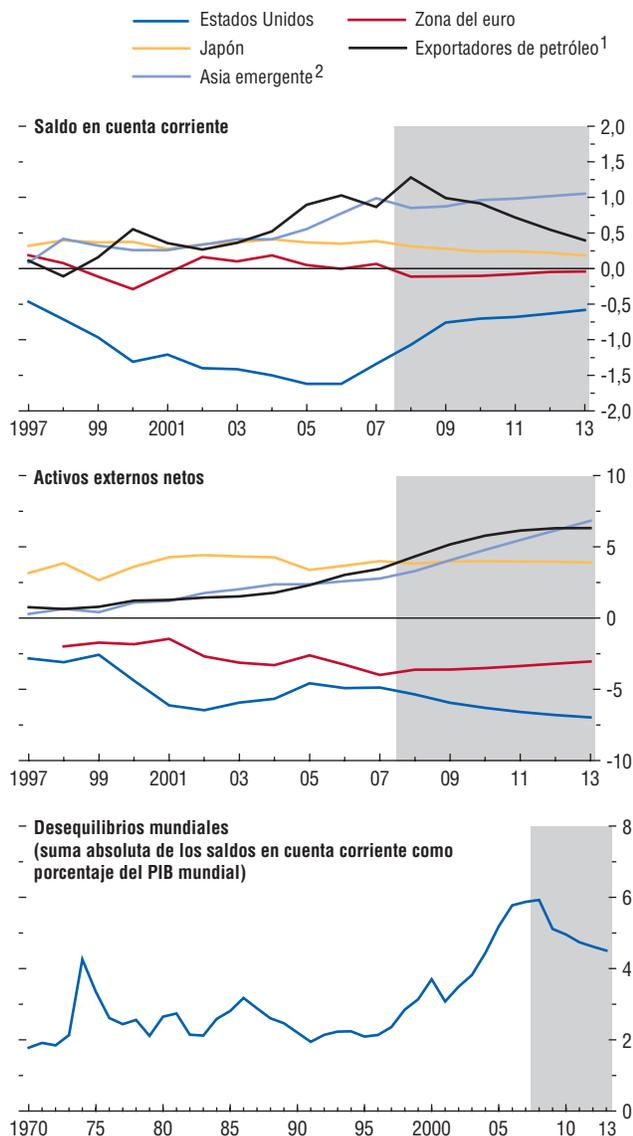
a la desaceleración de la actividad. Sin embargo, persiste la inquietud de que los salarios se aceleren frente a la pérdida de poder adquisitivo causada por el encarecimiento de los alimentos y los combustibles si el nivel de actividad no se reduce tal como se prevé, especialmente en Europa occidental, 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 desconecten 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.

Gráfico 1.14. Saldos en cuenta corriente y activos externos netos

(Porcentaje del PIB mundial)

El déficit en cuenta corriente de Estados Unidos disminuyó en los últimos años y, según las proyecciones, continuará bajando a mediano plazo, aunque los pasivos externos netos seguirán en aumento. El alza de los precios internacionales del petróleo alimentó los superávits de los países que lo exportan y se prevé que, pese a una contracción de los superávits, estos países seguirán acumulando cada vez más activos externos netos. Las economías emergentes de Asia registrarían fuertes superávits en cuenta corriente y continuarían acumulando tenencias netas de activos externos.



Fuentes: Lane y Milesi-Ferretti (2006) y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Arabia Saudita, Angola, Argelia, Azerbaiyán, Bahrein, Ecuador, los Emiratos Árabes Unidos, Gabón, Guinea Ecuatorial, Kuwait, Libia, Nigeria, Noruega, Omán, Qatar, la República Árabe Siria, la República Bolivariana de Venezuela, la República del Congo, la República del Yemen, la República Islámica del Irán, Rusia y Turkmenistán.
²China, Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia.

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.

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

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*.

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.

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.

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.

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 (FMI, 2008b), 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. ¿Habría 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 inter venga 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.

Fortalecer la reacción 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 desestimulan 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 petró-

leo 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 procu-

rando 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 OCDE para los países receptores ayudarán a garantizar a los FSI un acceso justo, transparente y abierto a los mercados.

Apéndice 1.1. Evaluación y divulgación de los riesgos para las perspectivas mundiales

Los autores principales de este apéndice son Kevin Clinton, Thomas Helbling, Douglas Laxton y Natalia Tamirisa, con la colaboración de Juigang Chen, Ioan Carabenciov y Ondra Kamenik.

Las proyecciones de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*, como todos los pronósticos, comportan un alto grado de incertidumbre. En este apéndice se examinan algunos enfoques usados para evaluar y divulgar los riesgos para los pronósticos de *Perspectivas de la economía mundial* y se dan a conocer las medidas actualmente en curso para mejorar el análisis del riesgo macroeconómico.

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

Es importante, como telón de fondo, entender de qué manera el personal técnico del FMI prepara las proyecciones mundiales. Los procedimientos básicos para elaborar los pronósticos de *Perspectivas de la economía mundial* no se basan en un modelo establecido particular. En cambio, están supeditados al juicio crítico de especialistas que preparan proyecciones para países específicos, combinado —mediante un proceso interactivo multifacético basado en un conjunto coherente de supuestos fundamentales— con evaluaciones de los equipos que analizan los acontecimientos económicos y financieros mundiales. Este proceso se respalda con una serie de modelos macroeconómicos regionales, multinacionales o para países específicos. También se basa en consultas efectuadas con las autoridades nacionales en el marco de la supervisión bilateral y en consultas con participantes en el mercado y catedráticos.

El gráfico de abanico

En los últimos años, el personal técnico del FMI, a raíz de las recomendaciones de Timmermann (2006), ha dado a conocer los riesgos para los pronósticos de *Perspectivas de la economía mundial* mediante un gráfico de abanico (véase, por ejemplo, el gráfico 1.12). En el gráfico se indican los intervalos de confianza estimados en torno al pronóstico de referencia del crecimiento mundial, que se van ampliando a medida que el pronóstico se extiende hacia el futuro. La metodología utilizada para elaborar el gráfico es similar a la creada por el Banco de Inglaterra (véase Britton, Fisher y Whitley, 1998). Se da por supuesto que los resultados del crecimiento mundial siguen una distribución normal en dos partes. La proyección central se representa como la moda, o sea, como el resultado más probable, y el ancho del abanico está determinado por la distribución de los errores de pronóstico del pasado. La asimetría de la distribución —o el tamaño relativo de las dos partes en la distribución normal— representa la balanza de riesgos del pronóstico de referencia.

En la preparación del gráfico de abanico se incluye una serie de juicios empíricos sobre las fuentes de riesgo más probables y sobre la forma en que podrían afectar la evolución macroeconómica. Las contribuciones de cada uno de los factores de riesgo a la balanza global de riesgos para el crecimiento mundial se indican en el gráfico de factores de riesgo, que es un complemento del gráfico de abanico. Para cuantificar el impacto de cada uno de los riesgos se usan los modelos macroeconómicos del FMI y las evaluaciones del personal técnico del FMI.

En general, los riesgos estimados no son simétricos, sino que se inclinan hacia un lado. La suma de los factores de riesgo provee un indicador de la balanza de riesgos, o de la asimetría en la distribución de probabilidad en torno a la moda, definida como la distancia entre la media (el resultado medio) y la moda (el resultado más probable). Cuando los riesgos son simétricos, el promedio de todas las posibilidades es el resultado más probable. No obstante, cuando los riesgos están desequilibrados (por ejemplo, si se inclinan a la baja) el extremo izquierdo de la distribución es más largo, el pronóstico medio se sitúa por debajo de la moda y la asimetría es negativa. La media (o sea, el punto que divide la distribución del pronóstico en dos mitades, con una probabilidad del 50% a cada lado) se sitúa entre la moda y la media.

Las distribuciones asimétricas son reflejo de las opiniones que el personal técnico del FMI se forma de los riesgos para los pronósticos. Por varios motivos, el personal podría considerar que el riesgo de desviación respecto del pronóstico en una dirección es mayor que el riesgo de desviación en la otra dirección. Primero, una estimación asimétrica del riesgo podría deberse a que se observan *no linealidades* en la economía mundial. Por ejemplo, las restricciones de la capacidad en el mercado de productos y en el mercado laboral limitarían las posibilidades de que los resultados superen las proyecciones si la economía está funcionando a un nivel cercano a su capacidad plena. El límite cero para las tasas de interés nomina-

les, los mecanismos de aceleración financiera que amplifican los shocks en todo el sistema y el efecto de arrastre en los mercados financieros pueden tener efectos de retroalimentación asimétricos y complejos.

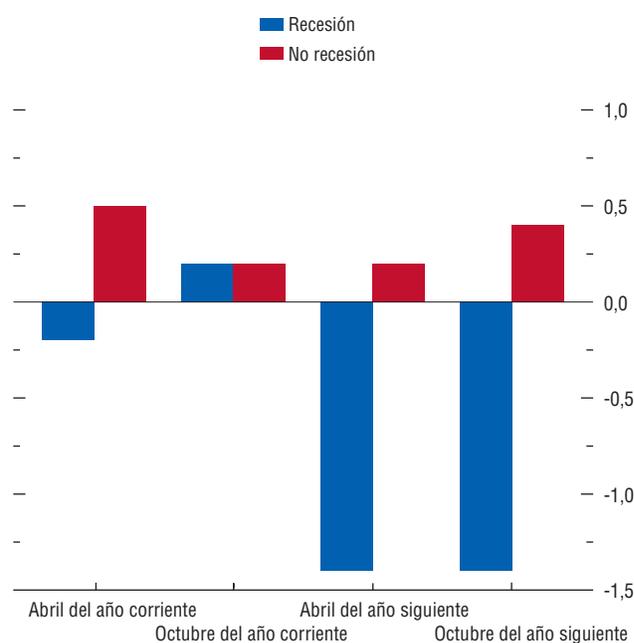
Segundo, las asimetrías pueden deberse a la entrada de *nueva información* una vez que los pronósticos se han “congelado”. Por ejemplo, los precios del petróleo podrían desviarse apreciablemente de su trayectoria prevista, o podrían producirse, aceleradamente, fenómenos financieros cuyos efectos son difíciles de evaluar, pero que, indudablemente, pueden tener un fuerte impacto asimétrico, como ocurrió el año pasado.

Tercero, las asimetrías pueden tener su origen en las *incoherencias internas de los pronósticos de Perspectivas de la economía mundial*. Estos no se basan en un modelo macroeconómico internamente coherente y se da por supuesto que, en general, las tasas de interés y los precios del petróleo están a tono con las expectativas del mercado y que los tipos de cambio reales se mantienen constantes, lo cual podría no concordar con la evaluación de las perspectivas hecha por el personal técnico del FMI.

Cuarto, las asimetrías pueden estar relacionadas con un posible *sesgo sistemático en los pronósticos de referencia de Perspectivas de la economía mundial*. El análisis de los errores de pronóstico del pasado parece indicar que durante el período de 1991–2007 esas proyecciones tendieron a subestimar un tanto el crecimiento mundial, y que lo sobreestimaron apreciablemente en los años que precedieron a las recesiones mundiales, definidas como períodos en que el crecimiento mundial anual (según ponderaciones de la paridad del poder adquisitivo) es inferior al 3% (véanse los gráficos 1.15 y 1.16). Esto podría deberse a la reconocida dificultad de predecir “eventos extremos”, definidos como resultados adversos con una probabilidad de hasta un 10%, como los fenómenos financieros sistémicos o los aterrizajes bruscos.

Si bien el gráfico de abanico es un recurso ilustrativo útil para dar a conocer los riesgos subyacentes para los pronósticos de referencia

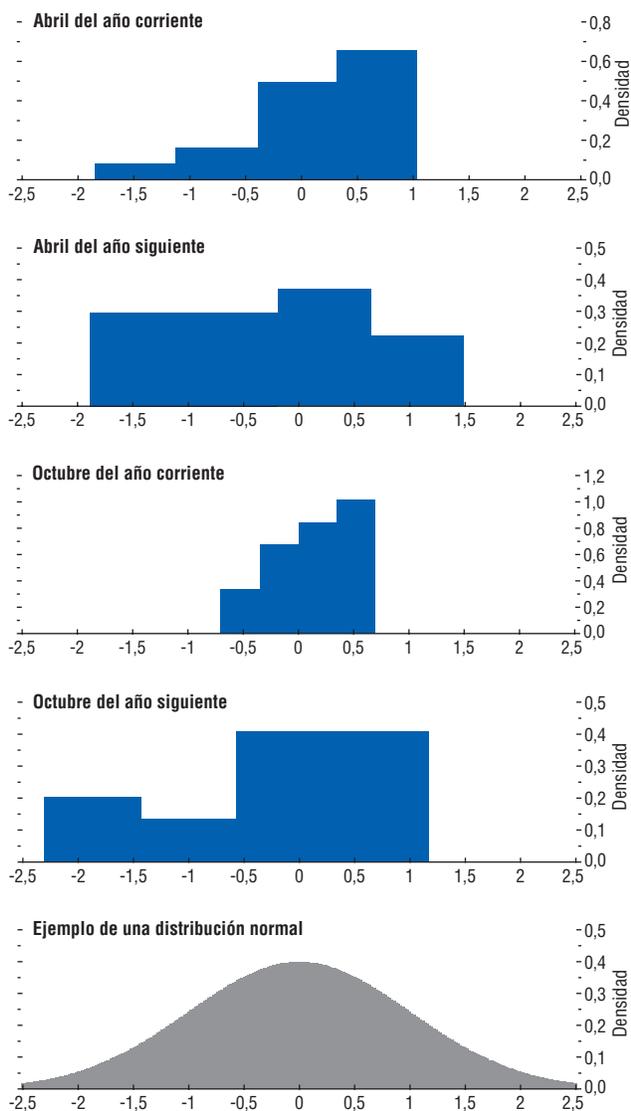
Gráfico 1.15. Errores medios de pronóstico en períodos de recesión mundial y en otras ocasiones; 1991–2007¹



Fuentes: Base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Los errores de pronóstico se definen como la diferencia entre el crecimiento mundial efectivo y el pronóstico de crecimiento mundial de *Perspectivas de la economía mundial*. Se calculan los errores en los pronósticos para el año corriente y el año siguiente en las ediciones de abril y octubre de *Perspectivas de la economía mundial* durante el período de 1991–2007. Un error de pronóstico negativo (positivo) indica que el valor real es inferior (superior) al pronosticado, es decir, que el pronóstico tiene un sesgo por exceso (por defecto).

Gráfico 1.16. Histogramas de los errores de pronóstico; 1991–2007¹



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Los errores de pronóstico se definen como la diferencia entre el crecimiento mundial efectivo y el pronóstico de crecimiento mundial de *Perspectivas de la economía mundial*. Se calculan los errores en los pronósticos para el año corriente y el año siguiente en las ediciones de abril y octubre de *Perspectivas de la economía mundial* durante el período de 1991–2007. Un error de pronóstico negativo (positivo) indica que el valor real es inferior (superior) al pronosticado, es decir, que el pronóstico tiene un sesgo por exceso (por defecto).

de *Perspectivas de la economía mundial*, y el enfoque heurístico que sirve de base para su elaboración es suficientemente flexible para incorporar una amplia gama de factores complejos, esta metodología tiene ciertas desventajas. Las fuentes de incertidumbre son un tanto ad hoc, pues no se derivan de un modelo convencional de la economía, y la distribución efectiva de la probabilidad de que se produzcan resultados diferentes podría no ser normal. Además, la desviación estándar de la distribución usada para elaborar el gráfico de abanico es fija y no varía según las condiciones mundiales. Los factores de riesgo usados para determinar la magnitud de la asimetría en la distribución normalmente son adecuados y, en la práctica, se distribuyen colectivamente, no en forma independiente. Por tanto, los riesgos de inflación son mayores si se produce un aumento repentino de los precios del petróleo, en tanto que los riesgos para la demanda interna dependen de la evolución de las condiciones financieras. Como se indicó anteriormente, un gráfico de abanico basado en una distribución normal en dos partes podría subestimar los riesgos de eventos extremos, como las recesiones mundiales.

Enfoque de indicadores anticipados

Una forma de complementar el enfoque del gráfico de abanico es estimar el riesgo de una recesión mundial aplicando el enfoque de indicadores anticipados.

Los indicadores anticipados son variables que ayudan a predecir la probabilidad de cambios desfavorables de la coyuntura mundial (recesiones) con una anticipación de entre tres y nueve meses¹⁴. Un indicador apropiado tiene un punto de inflexión que precede un cambio de la actividad mundial de manera sistemática y coherente. Los indicadores anticipados se han venido usando por mucho tiempo en el análisis del ciclo económico (por ejemplo, Zarnowitz,

¹⁴Las fechas del ciclo de actividad mundial se basan en series mensuales de la producción industrial mundial.

1992), aunque sigue siendo sorprendentemente difícil encontrar indicadores fiables¹⁵.

Según los análisis del personal técnico del FMI, un índice elaborado mediante una combinación de las variables financieras y reales en Estados Unidos y los precios cíclicos de productos básicos ofrece buenas perspectivas como indicador anticipado. Las variables financieras incluyen la pendiente de la estructura temporal (usando como valor sustitutivo el margen entre las tasas de los bonos a 10 años y los bonos a tres meses del Tesoro) y el rendimiento de las acciones (S&P 500). Las otras variables son la producción industrial en Estados Unidos y el índice de precios de los metales del FMI. En base a datos de septiembre de 2008, según este indicador, la probabilidad de una recesión mundial en el curso de los siguientes tres meses es del 60%, un incremento respecto del 50% previsto a fines del año pasado¹⁶. Como se indica en el gráfico 1.17, estas variables, en conjunto, sirvieron para predecir recesiones mundiales con una probabilidad mayor al 50% sin incorporar señales falsas¹⁷ durante el período de 1980–2007.

Este enfoque deberá aplicarse con cautela. La potencia y periodicidad de la señal varió entre las distintas recesiones, lo cual concuerda con los resultados que en general se obtienen al usar indicadores anticipados (por ejemplo, Stock y Watson, 1989, 2003). Además, el enfoque de indicadores anticipados es, esencialmente, un enfoque estadístico y no ofrece una buena idea de los fenómenos que producen resultados adversos ni de cómo podrían evolucionar en el tiempo. Por tanto, el uso de un enfoque de indicadores anticipados a escala mundial, aunque es simple e intuitivo, no es una panacea cuando se trata de evaluar los riesgos para el crecimiento mundial.

¹⁵La otra dificultad viene dada por la falta de series temporales suficientemente largas para muchos indicadores relevantes de alta frecuencia.

¹⁶Para fines de comparación, en el gráfico de abanico se señala ahora que el riesgo de una recesión mundial es de casi el 20%.

¹⁷Una señal falsa sería la predicción de una recesión mundial con probabilidad mayor al 50% en un período de expansión de la economía mundial.

Análisis de escenarios

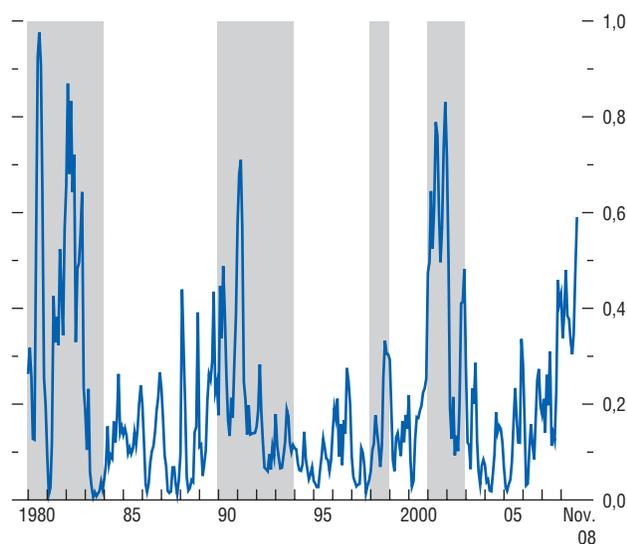
La otra alternativa para abordar estos problemas es complementar la evaluación del riesgo basada en juicios críticos —representada por los gráficos de abanico— con análisis realizados mediante un modelo totalmente articulado para estimar el efecto de los shocks en las variables fundamentales. Por ejemplo, en el gráfico 1.15 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial* se explica el impacto de un shock financiero sectorial más profundo, y en el recuadro 1.1 de la edición de abril de 2007 se exponen los efectos de los shocks de precios del petróleo derivados, respectivamente, de los factores de la demanda y la oferta. Las simulaciones con modelos son especialmente útiles para identificar las complejas interacciones dinámicas que tienen lugar cuando un shock desvía la economía de su trayectoria prevista. Sin embargo, los escenarios simulados, por sí mismos, no proveen pautas para la distribución del riesgo. Esto hace necesario incluir en el modelo un marco probabilístico que contiene estimaciones de la distribución de los shocks pertinentes.

Intervalos de confianza basados en modelos macroeconómicos

El FMI está construyendo un modelo multinacional que permitirá elaborar pronósticos de referencia y gráficos de abanico en que se expliciten claramente todos los supuestos numéricos, incluida la distribución de los shocks¹⁸. Este nuevo modelo de proyección mundial (GPM, por sus siglas en inglés) está basado en los importantes avances logrados en varios bancos centrales en la estimación de un

¹⁸Véase Carabenciov *et al.* (de próxima publicación), en que se describe una versión preliminar del GPM para tres regiones que incluye modelos para Estados Unidos, Japón y la zona del euro. En el corto plazo, el GPM se usará para contrastar escenarios y verificar la concordancia a nivel macroeconómico de los pronósticos de referencia preparados por los economistas del FMI (una labor similar a la que realiza la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, que usa modelos macroeconómicos para comprobar la concordancia de sus propias proyecciones).

Gráfico 1.17. Probabilidad de recesión mundial¹



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹La franja sombreada representa los períodos de recesión mundial.

sistema completo de ecuaciones que permite vincular los shocks de oferta y demanda en distintos mercados con las variables macroeconómicas¹⁹. Si bien este modelo no permite elaborar pronósticos con la información exhaustiva sobre países provista en los pronósticos de *Perspectivas de la economía mundial*, tiene la ventaja de ofrecer una mayor coherencia entre los supuestos y los resultados. El modelo puede usarse también para elaborar proyecciones condicionales, a fin de mostrar el efecto de los shocks en una o más variables.

En su mayor parte, estas investigaciones se han basado hasta ahora en distribuciones simétricas de shocks y en modelos lineales, lo cual dará por resultado bandas de confianza simétricas. No obstante, el personal técnico del FMI ha procurado incorporar tres fuentes de asimetría: 1) la tasa mínima de interés cero; 2) un proceso de producto/inflación no lineal, en que los shocks positivos sobre la demanda agregada tienen un mayor efecto en la inflación cuando la economía está sobrecalentada que cuando existe gran capacidad no utilizada, y 3) un efecto de escasez de crédito en la economía real, en que una distensión de las condiciones financieras podría no aumentar el financiamiento mucho más allá de un cierto umbral (una vez que existen suficientes garantías para convencer a los prestamistas de que sus préstamos son seguros, un nuevo incremento del valor de las garantías podría no afectar mayormente su comportamiento).

El gráfico 1.18 contiene ejemplos de los intervalos de confianza en la versión ampliada del GPM²⁰. Las líneas situadas en el centro del abanico representan las soluciones de referencia del modelo para la trayectoria prevista de

¹⁹Esto se ha hecho posible gracias a la creación de métodos de cálculo bayesiano de fácil manejo, que actualmente se usan profusamente en instituciones normativas y académicas para estimar modelos macroeconómicos; véase Laxton, Rose y Scott (de próxima publicación).

²⁰Véase Chen, Kamenik y Laxton (de próxima publicación), en que se describen el modelo y metodología usados para elaborar los gráficos de abanico del GPM.

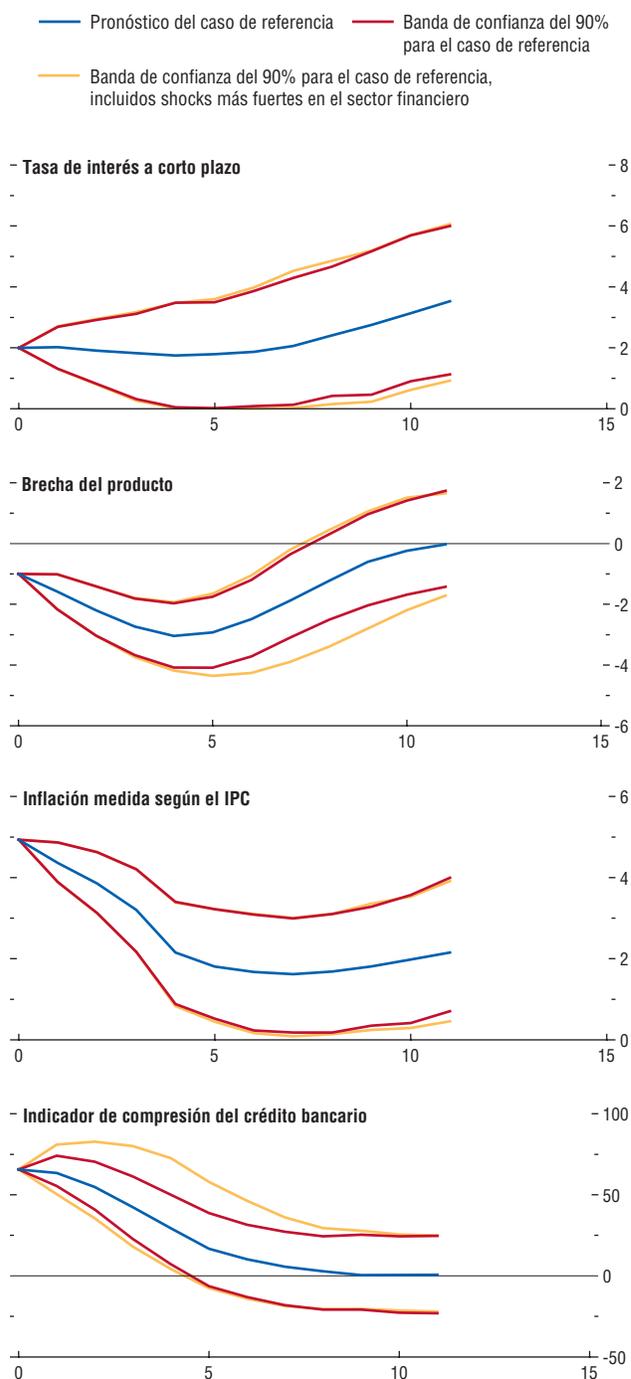
la economía. A diferencia de los pronósticos tradicionales, este pronóstico es incondicional, lo cual significa que todos los shocks se sitúan en cero y que no se usa la información basada en juicios críticos que generalmente resulta de tanta utilidad para la elaboración de pronósticos a corto plazo²¹. Los bordes de los abanicos representan intervalos de confianza del 90%, que se derivan de la distribución histórica estimada de los shocks. Los intervalos de confianza más anchos indicados en el cuarto panel se obtienen al incorporar en el GPM el supuesto de que los shocks sobre las condiciones de crédito adquieren mayor proporción cuando el crédito está excepcionalmente restringido. Las bandas más anchas indican que esa mayor incertidumbre supondría un riesgo de deterioro para la brecha de producción, la inflación y las tasas de interés a corto plazo.

Referencias

- Adrian, Tobias, y Hyun Song Shin, 2008, “Financial Intermediary Leverage and Value at Risk”, Staff Report No. 338 (Nueva York: Banco de la Reserva Federal de Nueva York).
- Ahearne, Alan G., John Ammer, Brian M. Doyle, Linda S. Kole y Robert F. Martin, 2005, “House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study”, International Finance Discussion Paper No. 841 (Washington: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal).
- Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2008, *78th Annual Report* (Basilea).
- Barro, Robert, y Xavier Sala-i-Martin, 2004, *Economic Growth*, segunda edición (Nueva York: McGraw Hill).
- Benito, Andrew, 2007, “Housing Equity as a Buffer: Evidence from UK Households”, Working Paper No. 324 (Londres: Banco de Inglaterra).

²¹En las proyecciones basadas en modelos que elaboran las instituciones normativas generalmente se hace abundante uso de criterios discrecionales para construir las primeras dos cuartas partes de la proyección. Estos criterios están basados en un volumen de información mucho mayor del que puede resumirse en los pronósticos elaborados con un modelo macroeconómico; véase Laxton, Rose y Scott (de próxima publicación).

Gráfico 1.18. Ejemplo de intervalos de confianza del 90% basados en el modelo GPM¹



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹GPM = Modelo de proyección mundial (Global Projection Model).

- Bernanke, Ben S., 2008, “Reducing Systemic Risk”, speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City’s Annual Economic Symposium on “Maintaining Stability in a Changing Financial System”, Jackson Hole, Wyoming, 21–23 de agosto.
- Blanchard, Olivier, y Jordi Galí, 2007, “The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why Are the 2000s So Different from the 1970s?”, NBER Working Paper No. 13368 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Britton, E., P.G. Fisher y J.D. Whitley, 1998, “The Inflation Report Projections: Understanding the Fan Chart”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 38 (febrero), págs. 30–37.
- Buiter, Willem H., 2008, “Lessons from the North Atlantic Financial Crisis”, paper prepared for the Columbia Business School and Federal Reserve Bank of New York conference, “The Role of Money Markets”, Nueva York, 29–30 de mayo.
- Calomiris, Charles, Stanley D. Longhofer y William Miles, 2008, “The Foreclosure-House Price Nexus: Lessons from the 2007–2008 Housing Turmoil”, NBER Working Paper No. 14294 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Carabenciov, I., I. Ermolaev, C. Freedman, M. Juillard, O. Kamenik, D. Korsunmov y D. Laxton, de próxima publicación, “A Small Quarterly Multi-Country Projection Model with Financial-Real Linkages and Oil Prices”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Cardarelli, Roberto, Tommaso Monacelli, Alessandro Rebucci y Luca Sala, de próxima publicación, “Housing Finance, Housing Shocks, and the Business Cycle: Evidence from OECD Countries”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Chen, H., K. Clinton, Ondrej Kamenik y Douglas Laxton, de próxima publicación, “Constructing Forecast Confidence Bands with GPM”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco Terrones, de próxima publicación, “What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Dell’Ariccia, Giovanni, Deniz Igan y Luc Laeven, 2008, “Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market”, IMF Working Paper 08/106 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Deutsche Bank, 2008, “Housing Correction: U.S. Ahead of Europe”, *Global Economic Perspectives*.
- Estevão, Marcello, y Natalia Barrera, de próxima publicación, “House Prices and Regional Cycles in the United States”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional). (En el capítulo V de *United States: Selected Issues*, IMF Country Report No. 08/256 (Washington: Fondo Monetario Internacional) se presenta un resumen de este estudio). Disponible en www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08256.pdf.
- Estevão, Marcello, y Prakash Loungani, de próxima publicación, “Housing Markets and Labor Market Dynamics”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2008a, “Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses” (Washington, junio y septiembre). Disponible en www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf y www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf.
- , 2008b, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macroeconomic Implications and Policy* (Washington, octubre).
- Hilbers, Paul, Alexander W. Hoffmaister, Angana Banerji y Haiyan Shi, 2008, “House Price Developments in Europe: A Comparison”, IMF Working Paper 08/211 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Hodrick, Robert J., y Edward C. Prescott, 1997, “Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 29 (febrero), págs. 1–16.
- Klyuev, Vladimir, 2008, “What Goes Up Must Come Down? House Price Dynamics in the United States”, IMF Working Paper 08/187 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lane, Philip, y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004”, IMF Working Paper 06/69 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Laxton, Douglas, D. Rose y Alasdair Scott, de próxima publicación, “Developing a Structured Forecasting and Policy Analysis System”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).

- Muellbauer, John, 2008, "Housing, Credit and Consumer Expenditure", CEPR Discussion Paper No. 6782 (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), 2006, "Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals", *OECD Economic Outlook*, No. 78 (diciembre), págs. 123–54.
- , 2008, *OECD Economic Outlook*, No. 83 (junio).
- Poterba, James, 1984, "Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 99 (noviembre), págs. 729–52.
- Stock, James, y Mark Watson, 1989, "New Indexes of Coincident and Leading Economic Indicators", en *NBER Macroeconomic Annual: 1989* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), págs. 351–94.
- , 2003, "How Did Leading Indicator Forecasts Perform During the 2001 Recession?", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 89 (tercer trimestre), págs. 71–90.
- Timmermann, Allan, 2006, "An Evaluation of the World Economic Outlook Forecasts", IMF Working Paper 06/59 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Tsatsaronis, Kostas, y Haibin Zhu, 2004, "What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence", *BIS Quarterly Review* (marzo), págs. 65–78.
- Vamvakidis, Athansios, 2008, "Convergence in Emerging Europe: Sustainability and Vulnerabilities", IMF Working Paper 08/81 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Warnock, Veronica Cacdac, y Francis E. Warnock, 2007, "Markets and Housing Finance", NBER Working Paper No. 13081 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Zarnowitz, Victor, 1992, *Business Cycles: Theory, History, Indicators, and Forecasting* (Chicago: University of Chicago Press).

Con las perspectivas mundiales presentadas en el capítulo 1 como telón de fondo, en este capítulo se analiza cómo los principales países y regiones que integran la economía mundial están afrontando las intensas tensiones financieras, los altos precios de las materias primas y la desaceleración mundial. A continuación se presentan algunas enseñanzas de política económica, con miras a encontrar un equilibrio adecuado entre responder al deterioro de las perspectivas de crecimiento a corto plazo, contener la inflación y fomentar el potencial de crecimiento a más largo plazo¹.

Estados Unidos y Canadá: Pronóstico de desaceleración económica

Estados Unidos ha estado en el centro de la cada vez más intensa tormenta financiera mundial analizada en el capítulo 1, y ahora la economía se está desacelerando rápidamente. Los datos más recientes parecen indicar que el PIB creció a una tasa anualizada del 2,8% en el segundo trimestre, ya que el aumento de la exportación neta y los cheques de reintegro de impuestos estimularon el consumo y contrarrestaron el lastre derivado de la turbulencia financiera, la continua corrección de los precios de la vivienda y los altos precios de las materias primas. No obstante, tomando en conjunto los últimos tres trimestres, el ritmo de crecimiento alcanzó solamente un promedio del 1¼%, cifra muy por debajo de su potencial. Y lo que es más importante, los datos disponibles sobre el tercer trimestre parecen señalar que la desaceleración se prolongará, y los indicadores anticipados —como la confianza de las empresas y de los consumidores y los datos acumulados en relación con el impacto negativo de las recientes turbulencias en los mercados financieros sobre el crédito— parecen mostrar

que la economía probablemente se debilitará durante el trimestre actual y a principios de 2009.

Desde el verano de 2007, el descenso de la inversión residencial ha representado un lastre sustancial para el producto (restando alrededor de ¾ de punto porcentual del crecimiento), las existencias se han reducido y el consumo ha disminuido. En cambio, existen dos fuentes de resiliencia. En primer lugar, la exportación neta ha experimentado un auge sustancial —añadiendo 1½ puntos porcentuales al crecimiento durante el período— aunque la escalada de precios del petróleo ha mantenido el déficit en cuenta corriente en alrededor del 5% del PIB. En segundo lugar, a pesar de la desaceleración económica y las condiciones crediticias más estrictas, las empresas estadounidenses se mantienen sólidas, y muestran un apalancamiento relativamente bajo, altos niveles de beneficios y una sólida demanda de exportación, lo que explica por qué las reducciones del gasto empresarial y el empleo fueron moderadas hasta hace poco.

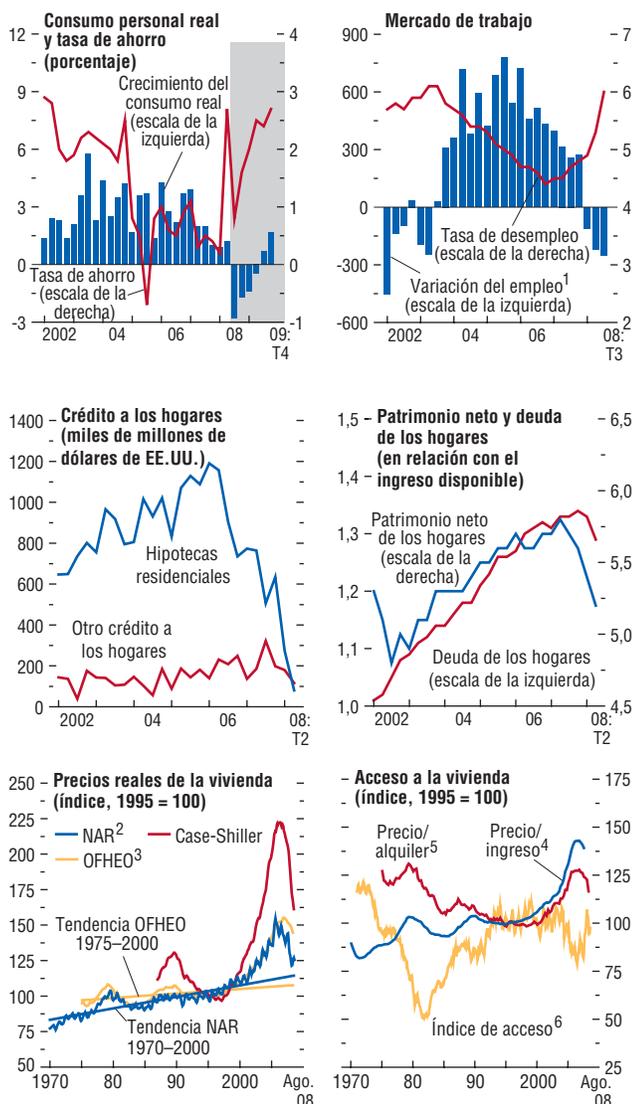
Dado que una recesión parece ahora cada vez más probable, las preguntas esenciales son las siguientes: ¿cuál será el grado de profundidad de la desaceleración?, ¿cuándo se pondrá en marcha la recuperación? y ¿cuál será el grado de solidez de esta última? Los factores determinantes de las perspectivas a corto plazo serán la eficacia de los planes adoptados recientemente por el gobierno para estabilizar las condiciones del mercado, así como el comportamiento de los hogares estadounidenses ante el aumento de las tensiones, la profundidad del ciclo de la vivienda y el grado en que la preocupación por la inflación limite la política monetaria.

Confrontadas con una crisis financiera cada vez más peligrosa y en rápida expansión, las autoridades han tomado medidas para afrontar los riesgos inminentes que atentan contra la estabilidad sistémica y han adoptado un plan de acción a gran escala para comprar activos problemáticos

¹En los informes de la serie *Perspectivas económicas regionales* se analiza más a fondo la evolución de las distintas regiones y países.

Gráfico 2.1. Estados Unidos: Dificultades para los hogares

Los hogares estadounidenses están bajo una presión cada vez más intensa. Hasta el momento han mantenido un moderado crecimiento del consumo, pero la caída del empleo, las condiciones crediticias más estrictas, la disminución del patrimonio neto, y el encarecimiento del petróleo y de los alimentos representan un lastre para el crecimiento. No obstante, ha mejorado el acceso a la vivienda y se observan indicios de que las valoraciones de la vivienda se están acercando a niveles más acordes con las tendencias históricas.



Fuentes: Davis, Lehnert y Martin (2007); Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Variación trimestral de las nóminas no agrícolas; miles.
²National Association of Realtors (NAR) es la asociación de agentes inmobiliarios a escala nacional; promedio móvil trimestral de la variación porcentual en 12 meses.
³Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) es el organismo federal de supervisión del sector de la vivienda.
⁴Relación entre el índice de precios de la vivienda elaborado por OFHEO y el ingreso personal disponible per cápita.
⁵Inverso de la relación alquiler/precio dentro del volumen agregado de viviendas ocupadas por sus propietarios.
⁶Con el índice en 100 el ingreso familiar mediano permite obtener una hipoteca del 80% sobre un hogar unifamiliar usado cuyo precio coincide con la mediana, reindexado a 1995 = 100.

de los bancos, aunque tomará algún tiempo organizar estas operaciones. Una vez que estén plenamente establecidas, cabe prever que estas medidas contribuirán a estabilizar las condiciones del mercado, pero aun en este caso el proceso de reestructuración de los balances será largo y arduo. Deberá pasar un tiempo considerable antes de que se reconozcan plenamente las pérdidas, se recapitalicen los bancos, se reduzca el apalancamiento y los mercados recuperen la confianza. Las condiciones de crédito más estrictas tienen ahora un impacto visible en el crecimiento de nuevos préstamos, y es probable que el acceso al crédito siga siendo difícil en 2009. El impacto seguramente será mayor en los hogares, dado que sus balances se han deteriorado, pero en las actuales condiciones de turbulencia en los mercados financieros es probable que las empresas también se vean negativamente afectadas, a pesar de sus balances más sólidos y sus márgenes de beneficios, que aún son ventajosos.

Aunque el consumo ha seguido aumentando en los últimos trimestres, los hogares estadounidenses afrontan tensiones crecientes por la disponibilidad de efectivo y en los balances. El crecimiento del ingreso se ha reducido, ya que el empleo ha bajado desde enero, la semana media de trabajo se ha contraído, el desempleo ha aumentado en un punto porcentual completo, los salarios se han estancado y los precios de la gasolina se mantienen altos (gráfico 2.1). La caída de los precios de la vivienda y el debilitamiento del mercado de renta variable han contribuido a una reducción del 10% del patrimonio neto de los hogares en relación con el PIB. Además, el acceso al crédito se ha restringido considerablemente, sobre todo para las hipotecas pero también para otras fuentes de financiamiento del consumo.

Un elemento esencial del pronóstico de referencia es que el consumo mostrará ahora indicios más evidentes de debilitamiento. En las proyecciones, el consumo se reduce moderadamente en el segundo semestre de 2008, a medida que desaparece el estímulo derivado de los cheques de reintegro de impuestos, y a principios de 2009. Luego se recuperará de manera gradual durante

el resto del año, pero no avanzará con la rapidez esperada, debido a las continuas tensiones por la disponibilidad de efectivo y la necesidad de reconstituir el ahorro.

Las tensiones sobre los hogares obedecen en parte a la continua desaceleración a gran escala en el mercado de la vivienda. La caída de los precios de la vivienda —entre el 5% y el 17% el pasado año, según el índice utilizado— es un hecho sin precedentes desde la Gran Depresión. Por lo tanto, más de 10 millones de hogares tienen una hipoteca mayor que el valor de mercado de sus casas. La actividad relacionada con la vivienda también ha caído en picado: la construcción de viviendas nuevas se ha reducido un 60% con respecto a su nivel máximo. Se trata de una corrección necesaria tras un período de excesos, y ahora se observan algunos indicios de estabilización, como los datos recientes sobre las ventas de viviendas, aunque hasta una tercera parte de las ventas representan ahora ejecuciones hipotecarias, un indicador de debilitamiento más que de solidez.

Las proyecciones de referencia indican que el ciclo de la vivienda finalmente tocará fondo en 2009 después de cuatro años de corrección. Las proyecciones incorporan otra reducción del 10% de los precios de la vivienda a finales del año, de acuerdo con las expectativas del mercado (aunque estos mercados a término son muy poco activos), lo que acercará los precios a niveles más coherentes con los parámetros fundamentales. Además, la inversión residencial en relación con el PIB casi se sitúa en su nivel más bajo en 40 años, y la caída de la construcción de viviendas nuevas está reduciendo las existencias de casas nuevas a la venta. Cabe prever que la legislación recientemente adoptada brindará el respaldo necesario para facilitar el refinanciamiento de las hipotecas “problemáticas” con garantías federales y para asegurar que Fannie Mae y Freddie Mac —las empresas semipúblicas que respaldaron alrededor del 80% de los nuevos créditos hipotecarios en los últimos trimestres— sigan ofreciendo financiamiento para la vivienda.

Con respecto a la inflación, los precios de la energía, que aún se mantienen altos, han con-

tribuido a un aumento de la inflación global basada en el gasto de consumo personal hasta el 4,6% (tasa interanual) en agosto de 2008, mientras que la inflación básica basada en este gasto subió al 2,6%. Dado el reciente descenso de los precios internacionales del petróleo, las cifras globales probablemente comenzarán a reducirse, y cabe esperar que la ampliación de la brecha del producto, los aumentos salariales moderados y un repunte de la productividad contribuirán a contener la inflación subyacente.

Juntando todas las piezas del rompecabezas, se proyecta que la actividad se reducirá en el último trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009, se estabilizará en el segundo trimestre de 2009, y luego iniciará una recuperación gradual. El crecimiento, calculado por la variación de un año a otro, se modera del 2,0% en 2007 al 1,6% en 2008 y al 0,1% en 2009 (cuadro 2.1). La economía regresa a su crecimiento potencial en 2010. Los riesgos de que el panorama sea menos favorable de lo previsto ahora mismo son considerables. Entre las preocupaciones principales cabe destacar que la contracción del crédito frene aún más la actividad, la corrección de los precios de la vivienda se extienda hasta 2010 y las presiones inflacionarias sean más persistentes de lo que parece, lo que limitaría el margen de maniobra de la Reserva Federal. Del lado positivo, es posible que los patrones de gasto de las empresas estadounidenses mejoren más de lo previsto a pesar de las tensiones financieras, lo que respaldaría los ingresos de los hogares en mayor medida de lo esperado.

Si bien la prioridad inminente es estabilizar las condiciones financieras, las autoridades económicas deberán aplicar políticas macroeconómicas de apoyo adecuadas, tales como medidas para evitar círculos viciosos macroeconómicos de repercusiones adversas. La actual orientación muy acomodaticia de la política monetaria podría ser aún más expansiva si parece agravarse la desaceleración, aunque su eficacia podría resultar limitada si persisten las tensiones financieras, y la Reserva Federal se mantendrá alerta en el frente

Cuadro 2.1. PIB real, precios al consumidor y desempleo en las economías avanzadas*(Variación porcentual anual y porcentaje de la población activa)*

	PIB real				Precios al consumidor				Desempleo			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Economías avanzadas	3,0	2,6	1,5	0,5	2,4	2,2	3,6	2,0	5,7	5,4	5,7	6,5
Estados Unidos	2,8	2,0	1,6	0,1	3,2	2,9	4,2	1,8	4,6	4,6	5,6	6,9
Zona del euro ¹	2,8	2,6	1,3	0,2	2,2	2,1	3,5	1,9	8,7	7,4	7,6	8,3
Alemania	3,0	2,5	1,8	—	1,8	2,3	2,9	1,4	9,8	8,4	7,4	8,0
Francia	2,2	2,2	0,8	0,2	1,9	1,6	3,4	1,6	9,2	8,3	7,7	8,3
Italia	1,8	1,5	-0,1	-0,2	2,2	2,0	3,4	1,9	6,8	6,2	6,7	6,6
España	3,9	3,7	1,4	-0,2	3,6	2,8	4,5	2,6	8,5	8,3	11,2	14,7
Países Bajos	3,4	3,5	2,3	1,0	1,7	1,6	2,9	2,6	3,9	3,2	2,8	2,9
Bélgica	2,9	2,8	1,4	0,2	2,3	1,8	4,6	2,8	8,3	7,5	7,1	8,6
Austria	3,4	3,1	2,0	0,8	1,7	2,2	3,5	2,3	4,8	4,4	4,2	4,4
Finlandia	4,9	4,5	2,5	1,6	1,3	1,6	3,9	2,5	7,7	6,8	6,2	6,2
Grecia	4,2	4,0	3,2	2,0	3,3	3,0	4,4	3,1	8,9	8,3	7,7	8,3
Portugal	1,4	1,9	0,6	0,1	3,0	2,4	3,2	2,0	7,7	8,0	7,6	7,8
Irlanda	5,7	6,0	-1,8	-0,6	2,7	2,9	3,5	2,4	4,4	4,5	5,7	7,0
Luxemburgo	6,1	4,5	2,3	1,8	2,7	2,3	3,7	1,8	4,4	4,4	4,4	4,8
Eslovenia	5,7	6,1	4,3	3,7	2,5	3,6	5,9	3,3	5,9	4,8	4,8	5,0
Chipre	4,0	4,4	3,4	2,8	2,2	2,2	4,6	3,5	4,6	3,9	3,9	3,9
Malta	3,1	3,7	2,8	2,3	2,6	0,7	3,7	2,2	7,3	6,4	6,5	7,0
Japón	2,4	2,1	0,7	0,5	0,3	—	1,6	0,9	4,1	3,8	4,1	4,5
Reino Unido ¹	2,8	3,0	1,0	-0,1	2,3	2,3	3,8	2,9	5,4	5,4	5,4	6,0
Canadá	3,1	2,7	0,7	1,2	2,0	2,1	2,5	2,1	6,3	6,0	6,2	6,3
Corea	5,1	5,0	4,1	3,5	2,2	2,5	4,8	4,0	3,5	3,3	3,1	3,0
Australia	2,7	4,2	2,5	2,2	3,5	2,3	4,6	3,6	4,8	4,4	4,3	4,8
Taiwan, provincia china de	4,9	5,7	3,8	2,5	0,6	1,8	4,2	2,5	3,9	3,9	3,9	4,1
Suecia	4,1	2,7	1,2	1,4	1,5	1,7	3,4	2,8	7,0	6,1	6,6	7,1
Suiza	3,4	3,3	1,7	0,7	1,0	0,7	2,6	1,5	3,0	2,5	2,6	2,8
Hong Kong, RAE de	7,0	6,4	4,1	3,5	2,0	2,0	4,8	4,3	4,8	4,1	3,5	3,6
Dinamarca	3,9	1,7	1,0	0,5	1,9	1,7	3,4	2,8	3,9	2,8	1,8	2,6
Noruega	2,5	3,7	2,5	1,2	2,3	0,8	3,2	2,7	3,4	2,5	2,5	3,0
Israel	5,2	5,4	4,3	2,8	2,1	0,5	4,8	3,3	8,4	7,3	6,0	6,2
Singapur	8,2	7,7	3,6	3,5	1,0	2,1	6,5	3,3	2,7	2,1	2,1	2,2
Nueva Zelandia ²	1,9	3,2	0,7	1,5	3,4	2,4	4,2	3,8	3,8	3,6	4,0	4,3
Islandia	4,4	4,9	0,3	-3,1	6,8	5,0	12,1	11,2	1,3	1,0	2,2	3,9
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	2,7	2,2	1,2	0,1	2,4	2,2	3,5	1,7	5,8	5,5	5,8	6,6
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,6	5,6	4,0	3,2	1,6	2,2	4,8	3,5	3,7	3,4	3,3	3,3

¹Basado en el índice armonizado de precios al consumidor de Eurostat.²Precios al consumidor, excluidas las tasas de interés.

de la inflación. A la larga, deberá adoptarse una política monetaria más neutral a medida que la recuperación cobre impulso y mejoren las condiciones financieras. Con respecto a la política fiscal, el programa de medidas de estímulo fiscal facilitó un respaldo oportuno, pero el déficit fiscal está aumentando fuertemente y se proyecta que alcance el 4½% del PIB en 2009, el nivel más alto de todos los países del G-7, sin tener en cuenta el impacto posiblemente sustancial de las medidas adoptadas recientemente para estabilizar

el sector financiero y de la vivienda. La necesidad de sanear las finanzas públicas ante las presiones del gasto a mediano plazo y los desafíos a largo plazo derivados de los cambios demográficos y del aumento de los costos médicos subrayan la necesidad de aplicar medidas de ajuste en otros frentes cuando se haya estabilizado la situación, con el objeto de contrarrestar los costos del apoyo al sistema financiero.

En Canadá, la actividad económica ha experimentado una fuerte desaceleración desde

mediados de 2007, y se proyecta una reducción del crecimiento del 2,7% en 2007 al 0,7% en 2008 antes de repuntar hasta el 1,2% en 2009. Aunque los sectores de uso intensivo de recursos se han beneficiado de los altos precios de las materias primas, el efecto rezagado de la anterior apreciación real del dólar canadiense, junto con la desaceleración en Estados Unidos, ha afectado duramente al sector manufacturero. El Banco de Canadá redujo las tasas de interés en 150 puntos básicos entre diciembre de 2007 y abril de 2008, y ha sostenido las tasas estables desde entonces. A pesar de la reciente aceleración al 3½%, en general la inflación se ha mantenido bien anclada, en parte debido a la apreciación de la moneda. Por lo general, los bancos han capeado bien la tormenta financiera hasta el momento, gracias a una regulación conservadora y una baja exposición a los productos estructurados, pero persisten riesgos, dados los fuertes vínculos económicos y financieros con Estados Unidos.

Europa occidental: Medidas para enfrentar múltiples shocks

Europa occidental se ve confrontada con importantes shocks que están debilitando la actividad económica, especialmente las extraordinarias tensiones financieras. En la zona del euro el crecimiento del PIB real se ha estancado tras el repunte experimentado en el primer trimestre. El crecimiento ya era visiblemente más débil en otras regiones durante dicho período, incluido el Reino Unido y la mayoría de los países nórdicos, y los indicadores coyunturales parecen mostrar ahora que muchos países ya se encuentran en recesión o cerca de ella. Al mismo tiempo, los altos precios del petróleo y los alimentos aún mantienen la inflación en niveles elevados.

El crecimiento económico se está desacelerando por varios factores, inicialmente en gran medida por el encarecimiento del petróleo pero ahora cada vez más por las condiciones de financiamiento más restrictivas². En relación con

2007, los precios del petróleo han subido aproximadamente un 40% en términos de euros y, junto con la escalada de precios de los alimentos, han comprimido el crecimiento del consumo, que ya avanzaba a un ritmo más bien lento. Los indicadores muestran que *ceteris paribus* las pérdidas de producto derivadas de este shock, a nivel general, son equivalentes a alrededor de ⅔% del PIB en la zona del euro y ligeramente menos en los países productores de petróleo, como el Reino Unido y Noruega. Aunque los precios del petróleo se han septuplicado entre 1999 y 2008, la reacción de los salarios ha sido por lo general moderada, a diferencia de lo ocurrido en los años setenta, gracias a la aplicación de reformas estructurales y a la mejora de los marcos de política económica. Cabe esperar que estos factores, combinados con el rápido enfriamiento de la actividad y el mayor temor al desempleo, ayudarán a contener los salarios durante el próximo año (gráfico 2.2). Por lo tanto, si bien la inflación global se ha situado recientemente entre el 3% y el 4% en muchos países, la inflación básica (excluidos los alimentos y la energía) se ha mantenido por lo general por debajo del 2% en la zona del euro y el Reino Unido³. Las expectativas de inflación se han mantenido en general bien ancladas, aunque algo menos en el Reino Unido que en la zona del euro.

En tanto la escalada de precios de los alimentos y el petróleo están debilitando los ingresos disponibles reales, las condiciones de financiamiento se están restringiendo rápidamente. Los bancos europeos afrontan una combinación de shocks adversos. Han estado expuestos a

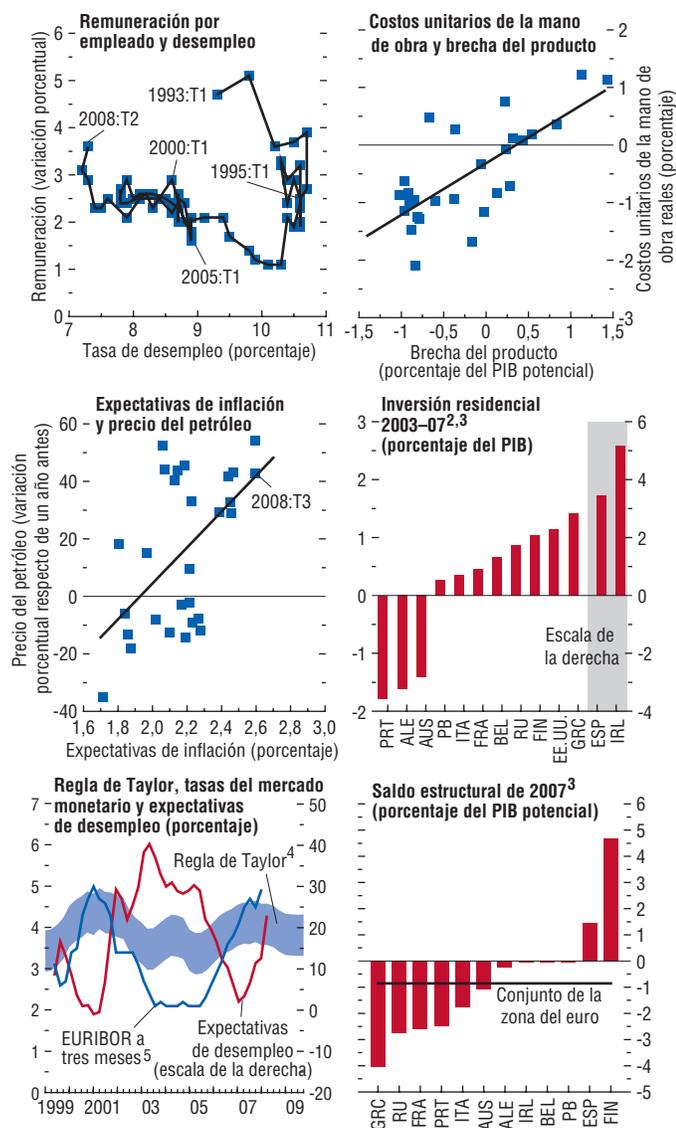
detalle las implicaciones de los shocks de precios de las materias primas y la persistente turbulencia financiera para esta región.

³La inflación de los precios de los alimentos del índice de precios al consumidor (IPC) en la zona del euro subió de alrededor del 2% a mediados de 2007 al 6,2% en agosto de 2008 y contribuyó 0,8 puntos porcentuales al 3,8% de la tasa de inflación global del IPC. La energía contribuyó 1,1 puntos porcentuales. Los incrementos de los precios de los alimentos en gran medida redistribuyen el ingreso dentro de Europa occidental y, por lo tanto, tienen efectos directos mucho menores en el crecimiento económico que los altos precios del petróleo (véase el capítulo 3).

²Véase la próxima edición de *Perspectivas económicas regionales* sobre Europa en la que se analizan con más

Gráfico 2.2. Europa occidental: Desaceleración de la demanda e inflación alta¹

Aunque la inflación global es alta, los salarios se han mantenido relativamente moderados, y cabe prever que la desaceleración de la actividad y el mayor temor al desempleo contendrán las demandas de aumentos salariales. En la zona del euro, las condiciones monetarias son más bien restrictivas en relación con los niveles históricos recientes, y los países tienen poco margen de maniobra para adoptar medidas de estímulo fiscal discrecionales, a menos que incumplan la obligación de mantener un déficit máximo del 3% del PIB establecida en el Tratado de Maastricht.



Fuentes: Banco Central Europeo, Comisión Europea, Eurostat, Haver Analytics, Thomson Datastream, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹Los datos se refieren a la zona del euro, salvo indicación en contrario.
²Desviación con respecto al promedio de 1993-2002.
³ALE: Alemania, AUS: Austria, BEL: Bélgica, ESP: España, EE.UU.: Estados Unidos, FIN: Finlandia, FRA: Francia, GRC: Grecia, IRL: Irlanda, ITA: Italia, PB: Países Bajos, PRT: Portugal y RU: Reino Unido.
⁴La fórmula asigna la misma ponderación (0,5%) a la desviación de la inflación de equilibrio con respecto a la meta de inflación y a la brecha del producto; la banda inferior se basa en una tasa natural equivalente al 3,5%; la banda superior se basa en una tasa natural equivalente al 4,5%.
⁵Tasa interbancaria de oferta en euros.

pérdidas derivadas de sus tenencias de activos relacionados con las hipotecas de alto riesgo estadounidenses y al deterioro de la calidad del crédito global desde 2007. Los temores que se centraron inicialmente en la liquidez también están afectando a la solvencia. La confianza en el sector se ha debilitado y los bancos muy apalancados tienen dificultades para mantener el financiamiento en vista de la creciente preocupación de los acreedores por el riesgo de balance. Los coeficientes de capital deberán reforzarse, lo cual tendrá que lograrse en gran medida mediante menos préstamos porque se han reducido los precios de las acciones de los bancos. El proceso de desapalancamiento, incluida la salida del mercado de algunas instituciones, probablemente será largo y difícil, y los bancos ya han restringido las condiciones crediticias hasta muy por encima de los niveles mantenidos antes de la turbulencia.

La carga de la deuda de los hogares y las empresas que operan en el sector inmobiliario es cada vez mayor, especialmente en países como España, Irlanda y el Reino Unido, en los que son comunes las hipotecas de tasa variable indexadas a las tasas de interés a corto plazo. En términos reales, los precios de la propiedad residencial están cayendo en estos y algunos otros países, mientras que se están desacelerando rápidamente en el resto (recuadro 1.2). Si bien existe el riesgo de que se produzca una contracción total del crédito relacionada con la vivienda, algunos factores ayudarán a romper el círculo vicioso de interacciones negativas entre la situación del sector financiero y la economía real (capítulo 4). Aunque la vivienda residencial suele representar una proporción mayor de la actividad en Europa occidental que en Estados Unidos, la reciente expansión de la inversión residencial fue en general menos pronunciada, salvo en España, Finlandia, Grecia, Irlanda y el Reino Unido. Además, es menos probable que estos países estén expuestos a las vulnerabilidades financieras sufridas en Estados Unidos: el ahorro de los hogares es por lo general más alto y el nivel de deuda más bajo, el crédito de alto riesgo está mucho menos extendido, la

relación préstamo/valor es más conservadora y las oportunidades para extraer liquidez sobre el patrimonio inmobiliario son mucho más limitadas. No obstante, aunque no se produzca una contracción total del crédito, la desaceleración en el sector de la vivienda residencial tendrá un impacto apreciable a corto plazo en algunos países (por ejemplo, España, Irlanda y el Reino Unido) y, con la excepción de algunos otros (por ejemplo, Alemania, Austria y Suiza), provocará notables vientos en contra a mediano plazo.

Con respecto a las empresas no financieras, los balances son más sólidos ahora que al principio de la desaceleración cíclica de 2001–02, y cabe esperar que esto limite el efecto de las tensiones en el sector financiero sobre la inversión. Por otra parte, cuanto más se prolonguen las tensiones financieras, más se verán afectados los beneficios empresariales, los balances y la inversión.

La cuenta corriente de la balanza de pagos de la zona del euro se mantenía próxima al equilibrio en 2007 (cuadro 2.2). No obstante, se prevé que las exportaciones se desacelerarán en consonancia con la demanda mundial y que la cuenta corriente se debilitará, principalmente debido al deterioro de los términos de intercambio. Además, el tipo de cambio efectivo real se mantiene fuerte en relación con los parámetros fundamentales a mediano plazo, a pesar de que últimamente ha experimentado una ligera depreciación. En cambio, la cuenta corriente del Reino Unido registra un déficit apreciable, y la libra esterlina se ha depreciado más del 10% en términos efectivos reales desde el comienzo de la turbulencia en los mercados.

En este entorno complejo, los bancos centrales han procurado reducir las dificultades de liquidez, entre otras medidas mediante el suministro de liquidez en dólares de EE.UU., y varios gobiernos (por ejemplo, Alemania, Bélgica, Francia, Luxemburgo, los Países Bajos y el Reino Unido) han intervenido, brindando apoyo para restablecer la solvencia de varias instituciones financieras importantes (incluidas Dexia y Fortis) en proceso de resolución o

Cuadro 2.2. Saldos en cuenta corriente de las economías avanzadas

(Porcentaje del PIB)

	2006	2007	2008	2009
Economías avanzadas	-1,3	-0,9	-1,0	-0,6
Estados Unidos	-6,0	-5,3	-4,6	-3,3
Zona del euro ¹	0,3	0,2	-0,5	-0,4
Alemania	6,1	7,6	7,3	6,8
Francia	-0,7	-1,2	-2,8	-2,7
Italia	-2,6	-2,5	-2,8	-2,4
España	-8,9	-10,1	-10,1	-7,7
Países Bajos	8,2	6,8	5,6	5,1
Bélgica	2,7	2,1	—	-1,1
Austria	2,4	3,2	2,8	2,4
Finlandia	4,6	4,6	3,4	2,9
Grecia	-11,1	-14,1	-14,0	-14,1
Portugal	-10,1	-9,8	-12,0	-12,7
Irlanda	-3,6	-5,4	-5,0	-4,4
Luxemburgo	10,5	9,9	8,6	8,2
Eslovenia	-2,8	-4,9	-4,7	-4,7
Chipre	-5,9	-9,7	-9,7	-7,8
Malta	-8,2	-5,4	-7,7	-6,4
Japón	3,9	4,8	4,0	3,7
Reino Unido	-3,4	-3,8	-3,6	-3,4
Canadá	1,4	0,9	0,9	—
Corea	0,6	0,6	-1,3	-0,7
Australia	-5,3	-6,2	-4,9	-4,3
Taiwan, provincia china de	7,2	8,6	7,8	6,5
Suecia	8,5	8,5	6,4	5,8
Suiza	14,7	16,6	9,3	8,7
Hong Kong, RAE de	12,1	13,5	11,7	10,3
Dinamarca	2,9	1,1	1,3	1,8
Noruega	17,3	15,4	19,1	18,0
Israel	5,9	3,2	0,4	0,5
Singapur	21,8	24,3	19,2	17,0
Nueva Zelandia	-8,7	-8,2	-9,3	-8,1
Islandia	-25,4	-14,6	-18,2	-13,7
<i>Partidas informativas</i>				
Principales economías avanzadas	-2,0	-1,5	-1,3	-0,9
Zona del euro ²	—	0,3	-0,5	-0,5
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,3	6,2	4,7	4,3

¹Calculados como la suma de los saldos de cada uno de los países de la zona del Euro.

²Con corrección de discrepancias en las declaraciones sobre transacciones dentro de la zona.

elevando los límites de la garantía de depósitos y ofreciendo garantías a los acreedores (Irlanda), o brindando seguridades explícitas a los depositantes (como en los casos de Alemania y el Reino Unido). No obstante, aunque se adopte rápidamente un enfoque integral para resolver las crecientes dificultades, tomará tiempo restablecer a niveles más normales las percepciones

con respecto al riesgo de contraparte. Por consiguiente, el desapalancamiento de los bancos pesará de forma notable sobre el crecimiento económico en los próximos trimestres.

Por lo tanto, las proyecciones de referencia se basan en el supuesto de que se producirá una desaceleración significativa de la actividad en toda Europa occidental, seguida de una recuperación muy gradual a partir del segundo semestre de 2009. Se prevé que el crecimiento de la zona del euro se reducirá del 2,6% en 2007 al 1,3% y 0,2%, respectivamente, en 2008–09, antes de repuntar al 1,4% en 2010. En el Reino Unido, el crecimiento del PIB real disminuirá del 3,0% en 2007 al 1,0% en 2008; la actividad se desacelerará un 0,1% en 2009 y posteriormente se acelerará al 2,2% en 2010. Los riesgos en torno a estas proyecciones se inclinan a la baja e incluyen un desapalancamiento acelerado en el sector financiero impulsado por una deflación de los precios de los activos más general y una contracción del crédito a nivel mundial, una corrección brusca de los desequilibrios mundiales y una fuerte apreciación del euro. Del lado positivo, los riesgos guardan relación con el empleo que aún se mantiene vigoroso y, por lo tanto, con un consumo mayor de lo proyectado, pero estos son poco significativos. La volatilidad de los precios de los alimentos y la energía puede generar riesgos en ambos sentidos.

En Europa occidental la situación fiscal varía considerablemente de un país a otro, pero muchos han logrado importantes avances en el saneamiento de las finanzas públicas desde la anterior desaceleración. Aunque aumente ligeramente en 2008–09 debido a factores cíclicos y a la adopción de políticas de apoyo, el déficit del gobierno general de los países de la zona del euro se situará, en promedio, en alrededor del 1¾% del PIB, 1¼% puntos porcentuales menos que en 2003–04. No obstante, los déficits fiscales de algunos países (Francia, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal) se hallan aún lejos de sus objetivos a mediano plazo y, en algunos casos, es probable que superen el límite del déficit máximo del 3% del PIB establecido en el Tratado de

Maastricht en el corto plazo. La situación fiscal del Reino Unido, que según las proyecciones registrará un déficit del 3½% del PIB en 2008, es considerablemente más débil que antes de la última desaceleración.

Las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado dan margen para ajustar los objetivos fiscales según la evolución de las condiciones económicas. Al reducirse la eficacia de la aplicación discrecional de medidas de política fiscal más expansivas en un contexto de pérdida de confianza en los mercados financieros, el uso discrecional de recursos fiscales debería centrarse principalmente en las medidas orientadas a estabilizar el sector financiero, según sea necesario. A nivel más general, dados los desafíos relacionados con el envejecimiento de la población, la política fiscal debería ser compatible con los objetivos a mediano plazo. Puede dejarse que los estabilizadores automáticos operen libremente en torno a la trayectoria de ajuste para responder a una desaceleración de la actividad, salvo en los casos en que esto pudiera suponer un incumplimiento de las reglas fiscales. Del mismo modo, el Reino Unido debería adoptar una política acorde con el cumplimiento de sus reglas fiscales a mediano plazo. Con respecto a 2009 y 2010, deben mantenerse los planes de gasto a mediano plazo acordados y dejar que los estabilizadores automáticos operen plenamente en torno a la trayectoria de ajuste.

En los últimos seis meses, las variaciones de las tasas de interés de referencia han sido limitadas y los bancos centrales se han enfocado en suministrar liquidez a los mercados en dificultades. El Banco Central Europeo aumentó las tasas de referencia en 25 puntos básicos, hasta el 4¼% en julio de 2008, el primer cambio desde junio de 2007, mientras que el Banco de Inglaterra ha mantenido las tasas en el mismo nivel, al 5%, desde abril de 2008. Según las proyecciones, la inflación global se reducirá por debajo del 2% en la zona del euro y el Reino Unido a finales de 2009. La prioridad inmediata para los bancos centrales es mantener la calma en los

mercados financieros suministrando la liquidez necesaria. No obstante, el deterioro de las perspectivas, la moderación de las presiones inflacionarias y las condiciones financieras más restrictivas proporcionan margen de maniobra para la adopción de una política monetaria más expansiva tanto en la zona del euro como en el Reino Unido.

La persistente turbulencia financiera plantea importantes desafíos de política económica en varios frentes, debido entre otros aspectos a los complejos vínculos financieros transfronterizos y a los efectos de arrastre. Estos efectos son un motivo de preocupación particularmente en los países de la UE, dado el objetivo de crear un mercado único de servicios financieros. Los desafíos específicos ya son evidentes, puesto que las medidas adoptadas en algunos países para aliviar las tensiones financieras están afectando negativamente a las instituciones financieras de otros países. Para resolver los problemas derivados de los efectos de arrastre deberán establecerse mecanismos que refuerzan la responsabilidad mutua y la rendición de cuentas para garantizar la estabilidad financiera, concretamente la prevención, gestión y resolución de crisis, en consonancia con los compromisos contraídos por el Consejo de Ministros de Hacienda de la UE (ECOFIN) en mayo de 2008⁴. A fin de restablecer la confianza, los países europeos deberán comprometerse firmemente a tomar medidas concertadas y coordinadas para aliviar las tensiones financieras y evitar el grave riesgo de que se frene el avance hacia la integración financiera.

No obstante, la prioridad asignada a las políticas orientadas a limitar los daños provocados por la turbulencia financiera no debería distraer la atención de los desafíos de política estructural. Diez años después de la introducción del euro, el principal desafío de política a

mediano plazo que afrontan los países miembros de la zona del euro es lograr que la unión económica sea tan eficaz como la unión monetaria (recuadro 2.1). En este sentido, el crecimiento de la productividad ha ido a la zaga del de otras economías avanzadas, y la persistencia de divergencias en la cuenta corriente dentro de la zona del euro plantea dudas con respecto a los mecanismos de ajuste de la unión monetaria. Por lo tanto, es necesario mantener el ímpetu de la reforma estructural y reorientarlo de forma coordinada para mejorar el ajuste en respuesta a las disparidades dentro de la zona. Las reformas en curso están dando resultado, y contribuyendo a un crecimiento notable del empleo y al aumento de la productividad en los sectores liberalizados. Sin embargo, algunos ámbitos amplios del sector de servicios no se han beneficiado de estos avances ni están aprovechando los importantes beneficios que podrían obtenerse en materia de ingreso, capacidad de resistencia e inflación. Por lo tanto, las recomendaciones de reformas específicas presentadas en la Agenda de Lisboa que guardan relación con el conjunto de la zona del euro hacen hincapié acertadamente en la aceleración de la reforma en el mercado de servicios y la integración financiera. Deberá reforzarse la coordinación de políticas para garantizar una mayor coherencia entre los programas nacionales de reforma y estas recomendaciones para la zona del euro.

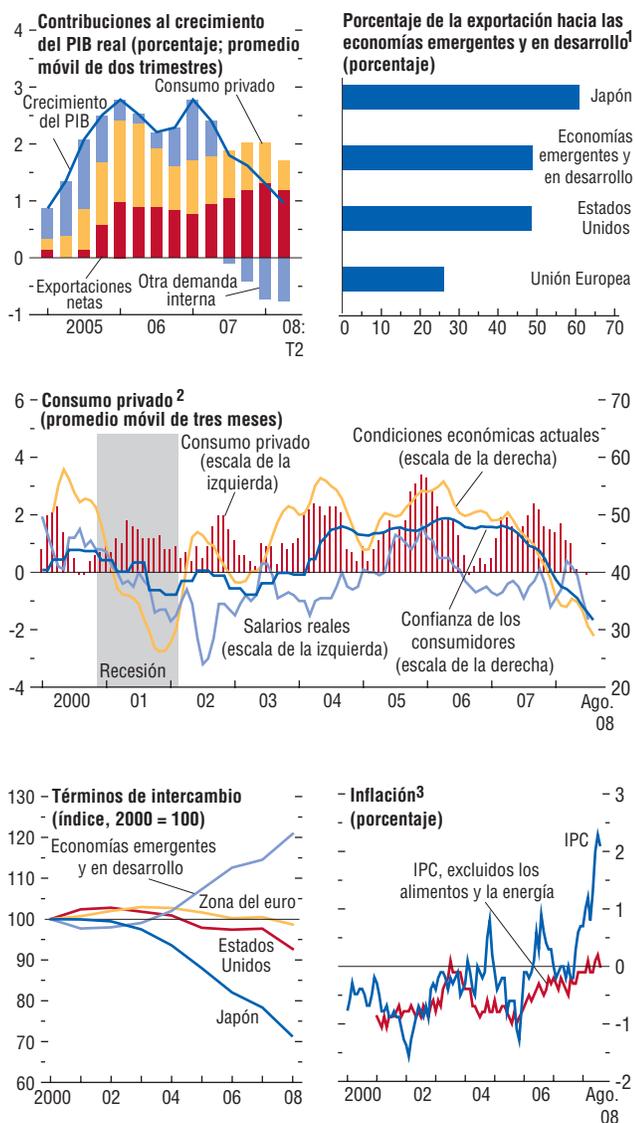
Economías avanzadas de Asia: Afrontar los shocks externos

Aunque el crecimiento en Japón resistió bien durante el primer trimestre, el aumento de los precios de las materias primas y el debilitamiento de la demanda externa han comenzado a pesar sobre la actividad económica. En el segundo trimestre de 2008, la economía se contrajo a una tasa anualizada de un trimestre a otro del 3%, y el crecimiento en los últimos cuatro trimestres fue inferior al 1%. El reciente descenso estuvo impulsado por el consumo privado y la inversión fija, mientras que la

⁴Véase un análisis más detallado sobre las decisiones adoptadas por el Consejo de Ministros de Hacienda de la UE (ECOFIN) sobre la supervisión financiera y la estabilidad financiera en la UE el 15 de mayo de 2008 en www.eu2008.si/en/NewsandDocuments/PressReleases/May/0514MFSvetECOFIN.html.

Gráfico 2.3. Japón: ¿Cómo afrontaría la economía un shock de los términos de intercambio?

La economía japonesa ha estado especialmente expuesta al deterioro de los términos de intercambio. Cabe prever que el vigoroso ritmo de la exportación hacia las economías emergentes y en desarrollo respalde el crecimiento, pero las perspectivas con respecto al consumo se están debilitando.



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

- ¹Porcentaje del total de las exportaciones, promedios de 2006–08.
- ²Variación porcentual interanual del consumo privado real y los ingresos reales; condiciones económicas actuales: índice de difusión Econ Watch Survey, y confianza de los consumidores: índice de difusión de todos los hogares.
- ³IPC = índice de precios al consumidor.

contribución de la exportación neta se redujo a cero (gráfico 2.3).

Los indicadores recientes apuntan a un mayor debilitamiento en el futuro. La desaceleración de la demanda externa de Estados Unidos y Europa occidental, el aumento de los costos de los insumos y las expectativas de una disminución de los beneficios están influyendo en la actitud de las empresas y sus planes de inversión. Al mismo tiempo, los altos precios de los alimentos y combustibles y las perspectivas salariales menos alentadoras han reducido a niveles bajos la confianza de los consumidores. Aunque las condiciones financieras se han endurecido en menor medida que en otras economías principales, en parte debido a la menor exposición de los bancos japoneses a los productos titulizados, el mercado bursátil ha experimentado una fuerte caída, impulsada por la preocupación en torno al deterioro de las perspectivas de crecimiento. Los diferenciales de los *swaps* de riesgo de incumplimiento de los bancos han aumentado, debido a las inquietudes suscitadas por las tensiones financieras mundiales y las perspectivas menos alentadoras⁵. Tras el colapso de Lehman Brothers, aumentó la preocupación por las exposiciones de los bancos japoneses a la institución en quiebra, lo que contribuyó a una fuerte ampliación de los diferenciales de estos *swaps* para algunas entidades y una caída de amplia base de los precios de las acciones. Se prevé que persistan las tensiones en el sistema financiero, aunque en menor medida que en Estados Unidos o Europa occidental.

La inflación global alcanzó un nivel muy superior al registrado en 2007, por encima del 2%, debido al encarecimiento de los alimentos y combustibles, pero la inflación básica, exclu-

⁵Aunque las presiones de liquidez han sido menos pronunciadas en Japón que en otras economías del G-3, el sustancial suministro de liquidez del Banco de Japón también contribuyó a estabilizar los mercados monetarios. Véase un análisis más detallado del impacto de la turbulencia financiera mundial en la economía japonesa (FMI, 2008c) en el documento de la serie *Selected Issues* que acompaña al informe sobre la consulta del Artículo IV de Japón correspondiente a 2008 (disponible en www.imf.org).

dos los alimentos y combustibles, permanece en alrededor de cero⁶. Las empresas han comenzado a trasladar los aumentos de los costos a los consumidores, pero también están otorgando menores aumentos salariales a medida que la actividad se desacelera y los costos unitarios de la mano de obra siguen reduciéndose de un año al otro. Los indicadores de las expectativas de inflación parecen mostrar que las expectativas a corto plazo han repuntado, mientras que a largo plazo se mantienen contenidas.

Aunque el superávit comercial se deterioró debido al aumento de la factura de importación de materias primas, el aumento de la renta de la inversión ayudó a mantener el saldo en cuenta corriente cercano a sus niveles históricos máximos. Hasta marzo de 2008, el yen se apreció frente a las otras monedas principales, especialmente el dólar de EE.UU., debido a una corrección en las operaciones de arbitraje de tasas de interés entre divisas, o *carry trades*, en mercados cambiarios volátiles (gráfico 2.3). Luego la moneda comenzó a depreciarse nuevamente, a medida que se disiparon las expectativas de un endurecimiento de las condiciones monetarias al desacelerarse el crecimiento, antes de reanudar una tendencia ascendente en septiembre, debido al descenso de los precios de las materias primas y al aumento de la aversión al riesgo de los inversionistas. Dado que las perspectivas a mediano plazo se basan en el supuesto de que se mantendrán los cuantiosos superávits externos, el yen aún se considera subvalorado en relación con los parámetros fundamentales a mediano plazo.

Como se puede observar en el gráfico 2.3, Japón ha experimentado un deterioro mucho más pronunciado de los términos de intercambio en los últimos años que otras economías avanzadas principales. Varios factores han mitigado hasta el momento el impacto en la actividad. En primer lugar, el vigoroso crecimiento de

la exportación hacia las economías emergentes y en desarrollo, muchas de las cuales son exportadoras de materias primas, ha contrarrestado en parte el efecto del deterioro de los términos de intercambio de Japón. En segundo lugar, aunque el país depende de la importación de petróleo para casi todas sus necesidades internas, la eficiencia con la cual se utiliza este producto en la economía es mucho mayor que en Estados Unidos. Por último, dado que las presiones subyacentes de los precios se mantienen contenidas, es probable que las condiciones monetarias sigan siendo acomodaticias.

Las perspectivas se basan en el supuesto de que el crecimiento en 2008–09 se mantendrá en un nivel muy inferior al 1%, considerablemente por debajo del potencial. Aunque el debilitamiento económico en Estados Unidos y Europa occidental influirá notablemente en la actividad, se prevé que el crecimiento en las economías emergentes será más resistente y seguirá respaldando la exportación. Se espera que el consumo privado permanezca moderado debido a las perspectivas de aumentos salariales menos favorables y a los altos precios de los alimentos y combustibles, mientras que el debilitamiento de las perspectivas de la demanda y los beneficios desacelerarán la inversión privada.

Las perspectivas están sujetas a una incertidumbre considerable con respecto al entorno externo, y los riesgos globales se inclinan a la baja. Los riesgos externos están relacionados principalmente con la posibilidad de que se produzca una desaceleración mayor de lo previsto en las economías emergentes y en desarrollo, y un nuevo brote de inestabilidad financiera a nivel mundial. En el ámbito interno, los altos precios de las materias primas podrían pesar aún más sobre los beneficios de las empresas y los ingresos de los hogares.

Dadas las perspectivas de que se produzca un nuevo deterioro de la demanda interna y de que las presiones de inflación sigan contenidas, el Banco de Japón mantiene acertadamente una orientación acomodaticia de la política monetaria y las tasas de interés en los actuales niveles bajos hasta que se despeje la incertidumbre

⁶La inflación básica según la definición de las autoridades (excluidos solamente los alimentos frescos) se ha mantenido en alrededor del 2%, debido a los recientes aumentos de precios de los combustibles y otras materias primas.

Recuadro 2.1. La Unión Económica y Monetaria: 10 años después

Hace 10 años, los jefes de Estado de la Unión Europea (UE) aprobaron la puesta en marcha de la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (UEM) con la introducción del euro en 11 países miembros de la UE el 1 de enero de 1999. Desde entonces, otros cuatro países miembros de la UE han adoptado el euro, y la República Eslovaca también lo hará a principios de 2009. La unión monetaria es un éxito rotundo, y la zona del euro constituye un área de estabilidad en la economía internacional. Gracias a la alta credibilidad del Banco Central Europeo, la inflación se ha reducido en los últimos 10 años, y las expectativas de inflación son ahora menos variables en la zona del euro que en otras economías avanzadas (Beechey, Johannsen y Levin, 2008)¹. El principal desafío pendiente en el frente monetario es la integración en la zona del euro de todos los miembros de la UE que se han comprometido a adoptar el euro (lo que no incluye Dinamarca ni el Reino Unido)². No obstante, la unión económica sigue siendo un desafío incluso para los países miembros que integran actualmente la zona del euro, y persiste la preocupación por la evolución del crecimiento económico y las acusadas divergencias en la cuenta corriente dentro de la zona.

Evolución del crecimiento. La percepción generalizada entre los analistas de que la UEM ha fomentado la estabilidad económica pero no el crecimiento no se basa en fundamentos sólidos. Los avances de la UEM en materia de empleo han sido notables, lo que ayuda a explicar por qué el crecimiento del PIB real per cápita de la zona del euro no ha ido a la zaga del de Estados Unidos durante la UEM (primer cuadro). Los resultados de la zona del euro en el ámbito del empleo se deben en parte a la UEM, que probablemente ha contribuido a reforzar la

¹Los autores principales de este recuadro son Jörg Decressin y Emil Stavrev, tomando como base las observaciones de Decressin y Stavrev (de próxima publicación).

²La adopción del euro depende de varios criterios de convergencia económica. Véase un análisis más detallado en http://ec.Europa.UE/economy_finance/the_Euro/joining_Euro9413_en.htm.

Zona del euro y Estados Unidos: Principales variables macroeconómicas

(Para cada columna, promedio de los últimos siete años, porcentaje)

		1992	1999	2007
Crecimiento del PIB real per cápita	Zona del euro	2,5	1,7	1,3
	Estados Unidos	1,7	2,6	1,3
Crecimiento del PIB real	Zona del euro	2,9	2,0	1,8
	Estados Unidos	2,8	3,7	2,4
Crecimiento del empleo	Zona del euro	0,5	0,7	0,9
	Estados Unidos	1,8	1,8	1,4
Relación población/empleo, fin de período	Zona del euro	40,8	41,7	44,4
	Estados Unidos	45,3	47,4	47,8
Saldo fiscal del gobierno general	Zona del euro	-5,0	-3,7	-2,1
	Estados Unidos	-4,5	-1,7	-3,1
Cuenta corriente	Zona del euro	-0,7	0,3	0,3
	Estados Unidos	-1,7	-2,0	-5,1
Inflación	Zona del euro	3,4	2,1	2,2
	Estados Unidos	3,9	2,5	2,7
PIB per cápita ¹	Zona del euro	75,1	70,8	70,9
Partida informativa TFP ²	1980-95			1995-2004
	Zona del euro	0,8		0,2
	Estados Unidos	0,7		1,6

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

¹Porcentaje del PIB per cápita de Estados Unidos según la paridad del poder adquisitivo.

²PTF = Productividad total de los factores.

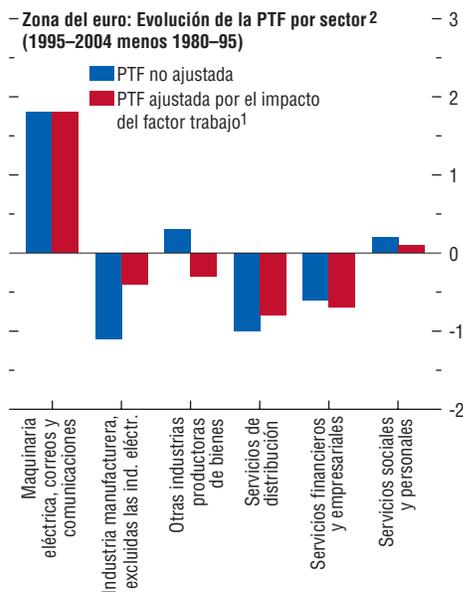
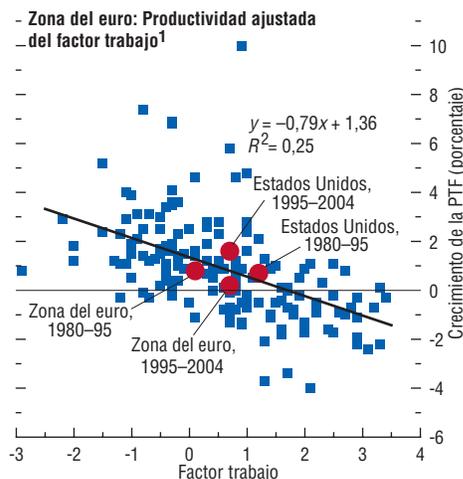
credibilidad de la política monetaria, así como a las reformas del mercado de trabajo, iniciadas mucho antes de la introducción de la moneda única en 1999. Las tasas de empleo siguen siendo más bajas que en Estados Unidos, y el ingreso per cápita se mantiene en alrededor de un 30% por debajo de los niveles estadounidenses. No obstante, quizá no se logre la plena convergencia: desde la segunda guerra mundial los europeos han utilizado el crecimiento de la productividad para aumentar el tiempo libre más que en Estados Unidos (Blanchard, 2004), y en la medida en que este aumento sea sostenible, no es un avance desaconsejable.

Se ha prestado mucha atención al pobre desempeño de la productividad de la zona del euro en el marco de la UEM (véase, por ejemplo, Pisani-Ferry *et al.*, 2008), pero —como en el caso del crecimiento económico— la realidad podría ser más compleja de lo que parecen indicar las cifras brutas. El crecimiento de la productividad de la mano de obra, por ejemplo, se ha situado en un promedio anual de alrededor del 1% en los últimos 15 años, muy por debajo del nivel registrado en años anteriores. El crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) casi no ha avanzado en la década actual. No obstante, el bajo crecimiento de la productividad podría estar relacionado con el auge del empleo, como señalan Dew-Becker y Gordon (2008). De hecho, existen datos sólidos que muestran la relación negativa entre el crecimiento de la PTF y el factor trabajo en el conjunto de datos EU KLEMS de corte transversal (van Ark, O'Mahony e Ypma, 2007) sobre 12 economías avanzadas y seis sectores para cada país (primer gráfico). Esta relación inversa podría obedecer a muchos factores. Un factor evidente es la sustitución capital-mano de obra en respuesta a las reformas que aumentaron la oferta de mano de obra y, posiblemente, la demanda (a través de recortes de los impuestos sobre la nómina). Por lo tanto, a medida que el mercado de trabajo se adapta a las reformas y los cambios demográficos, el crecimiento de la PTF podría volver a situarse en los niveles más altos registrados en los años ochenta.

No obstante, persiste la preocupación de que aun teniendo en cuenta el ajuste por las diferencias en el factor trabajo, el crecimiento de la PTF en la zona del euro ha sido —en promedio— inferior al de Estados Unidos, especialmente en el sector de servicios. Esto subraya la necesidad de abrir los sectores de servicios más protegidos a la competencia, es decir, convertir los servicios en productos transables.

La dispersión de las tasas de crecimiento del PIB real también ha sembrado inquietudes; no obstante, los ciclos económicos de los países miembros de la UEM están de hecho más sincronizados, ya que la importancia de los

Evolución de la productividad
(Puntos porcentuales, salvo indicación en contrario)



Fuentes: Base de datos EU Klems, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Basado en una regresión con datos agrupados de corte transversal de varios países de la productividad total de los factores (PTF) sobre el factor trabajo.

²Tasas promedio del crecimiento de la PTF. Las cifras negativas indican un deterioro del desempeño de la PTF.

Recuadro 2.1 (continuación)

Dispersiones de la cuenta corriente e implicaciones para la posición de activos externos netos

	Saldo en cuenta corriente ¹	Cuenta corriente, equilibrio estimado	Posición de activos externos netos	Posición de activos externos netos cuando el saldo en cuenta corriente alcanza el equilibrio estimado ²
	(2007, porcentaje del PIB)			
Alemania	5,6	2,5	28	52
Austria	2,7	1,1	-22	-10
Bélgica	3,2	2,5	34	40
España	-10,1	-5,7	-74	-109
Finlandia	4,6	-0,3	-28	10
Francia	-1,3	0,6	5	-9
Grecia	-13,9	-4,4	-100	-174
Irlanda	-4,5	1,1	-1	-45
Italia	-2,2	-0,1	-6	-22
Países Bajos	6,6	2,2	0	35
Portugal	-9,4	-5,8	-80	-107

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

¹Los datos se basan en las estimaciones de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*. Véase el cuadro A11 del apéndice estadístico.

²La velocidad estimada de convergencia implica que el 70% de la desviación de la cuenta corriente con respecto al estado estable se cierra en alrededor de 10 años.

shocks comunes ha aumentado con el tiempo. Estos shocks explican ahora aproximadamente el 60% de la evolución del producto, frente al 30% anterior a la introducción del euro (Stavrev, 2007). Además, la evolución específica del producto de cada país refleja en gran medida la convergencia del ingreso per cápita hacia niveles más altos. En general, la dispersión de las tasas de crecimiento de la zona del euro se asemeja ahora a la que se observa en los estados de Estados Unidos, aunque es más persistente. La lenta velocidad del ajuste significa que los períodos prolongados de sólido crecimiento podrían estar seguidos por períodos prolongados de poco dinamismo de la actividad económica, como ha ocurrido recientemente, por ejemplo, en Portugal (Blanchard, 2007).

Evolución de la cuenta corriente. La balanza externa del conjunto de la zona del euro se ha mantenido en equilibrio desde la puesta en marcha de la UEM y, por lo tanto, no ha sido un motivo de intranquilidad. Esta posición se ha preservado a pesar de la notable apreciación del tipo de cambio efectivo real del euro en los últimos años (véase el capítulo 1). Además, el euro se ha establecido de manera firme como la segunda moneda internacional más importante

del mundo, y representa más de una cuarta parte de las reservas internacionales y más de la mitad de la facturación comercial.

La Comisión Europea y otras instituciones han manifestado su preocupación por los grandes desequilibrios en cuenta corriente y de competitividad dentro de la zona (véase, por ejemplo, Comisión Europea, 2008). Las divergencias de la cuenta corriente entre los países miembros de la zona del euro parecen importantes, y abarcan desde déficits cercanos o superiores al 10% del PIB (por ejemplo, en España, Grecia y Portugal) a superávits por encima del 5% del PIB (por ejemplo, en Alemania y los Países Bajos; segundo cuadro). De hecho, esta divergencia —medida por la desviación estándar entre los países en cada año— ha aumentado considerablemente en los últimos 20 años (segundo gráfico). Sin embargo, cabe preguntarse si es excepcionalmente grande en las circunstancias actuales. Como se señala en el capítulo 6, una mayor divergencia en el comportamiento de la cuenta corriente es un fenómeno generalizado. Una manera sencilla de determinar si la divergencia es excepcionalmente grande consiste en dividir la desviación estándar de las cuentas corrientes de los países de la zona del euro por

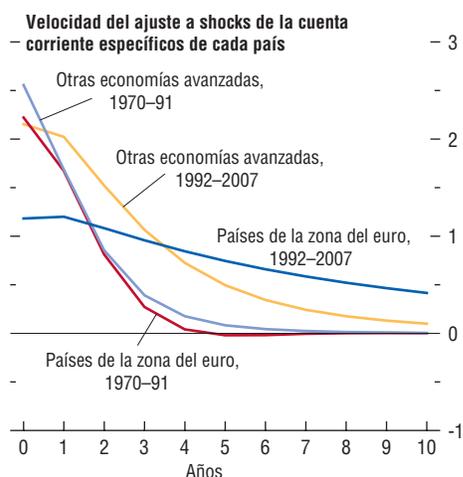
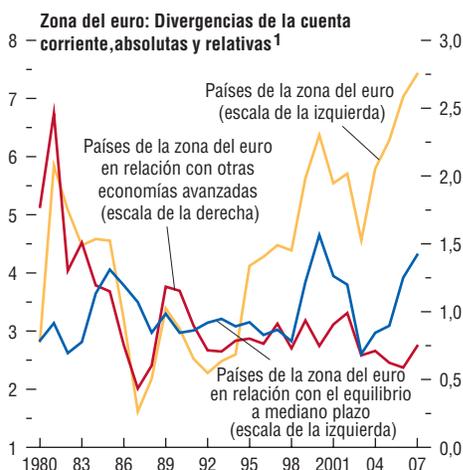
el mismo indicador de las cuentas corrientes de un grupo de otras 13 economías avanzadas³. Los resultados muestran que esta relación no ha crecido sistemáticamente, lo que se debe a que la divergencia entre las otras 13 economías avanzadas también ha aumentado.

En relación con esta cuestión, cabe preguntarse si los desequilibrios en cuenta corriente son un reflejo de las fuerzas de equilibrio o de desequilibrio y cómo han evolucionado estas fuerzas con el tiempo. Para responder a esta pregunta, se utiliza un modelo de los saldos de la cuenta corriente en equilibrio, basado en gran medida en la metodología CGER utilizada por el FMI (Lee *et al.*, 2008), para calcular la evolución de las desviaciones con respecto al equilibrio a lo largo del tiempo. Concretamente, la cuenta corriente en equilibrio para cada país de la zona del euro se obtiene como una función del crecimiento del PIB real, en relación con el ingreso per cápita, el crecimiento de la población, la relación entre los activos externos netos y el PIB, el saldo fiscal como porcentaje del PIB, la tasa de dependencia por población anciana, y el saldo petrolero como porcentaje del PIB. El paso siguiente consiste en calcular para cada año la suma de los valores absolutos de la desviación con respecto a las cuentas corrientes en equilibrio de cada país. Esto muestra que la divergencia con respecto al equilibrio no ha aumentado con el tiempo.

Aunque el tamaño de la divergencia tal vez no sea una preocupación principal, la lenta velocidad del ajuste hacia unos saldos en cuenta corriente en equilibrio podría serlo. Los déficits sostenidos se suman a la deuda

³Concretamente, las dos muestras incluyen los 11 países miembros de la UEM (Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal) y otras 13 economías avanzadas (Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Islandia, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suecia y Suiza). Los datos provienen de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Divergencia de la cuenta corriente



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Basadas en los saldos en cuenta corriente como porcentaje del PIB. Las divergencias se calculan utilizando la desviación estándar entre los países miembros de la Unión Económica y Monetaria y entre las otras economías avanzadas, respectivamente.

externa de los países y, a diferencia de una unión monetaria, como Estados Unidos, la gente no puede esperar ayuda de una autoridad federal o trasladarse fácilmente a zonas más prósperas para mejorar su capacidad de reembolso. Además, en una unión monetaria

Recuadro 2.1 (conclusión)

de países es más probable que los acontecimientos económicos adversos en algunas partes de la unión afecten a la solidez del conjunto. La persistencia de desequilibrios de la cuenta corriente en la UEM a lo largo del tiempo puede calcularse utilizando una regresión univariable con datos agrupados de los saldos en cuenta corriente en sus propios desfases, teniendo en cuenta los saldos en cuenta corriente en estado estable de cada país (efectos fijos). Los resultados parecen indicar que desde 1992 toma unos 10 años cerrar alrededor del 70% de la brecha entre la cuenta corriente en estado estable y la efectiva dentro de la zona del euro (segundo gráfico). Esta velocidad de ajuste es considerablemente inferior a la del período anterior a 1992, cuando los tipos de cambio se mantenían más flexibles, pero no se ha desacelerado mucho más durante la UEM. Además, es considerablemente inferior a la del grupo de las otras 13 economías avanzadas. No obstante, el shock en cuenta corriente típico de cada país en la zona del euro solo corresponde a alrededor de la mitad del sufrido en los otros países en 1992–2007, lo que representa un factor moderador. Asimismo, solo corresponde a alrededor de la mitad de lo que fue en 1970–91 dentro de la zona del euro, lo que subraya también la creciente integración de los países miembros de la UEM.

Estos resultados pueden evaluar las implicaciones de la divergencia actual de la cuenta corriente en las posiciones de activos externos netos de los países de la zona del euro (segundo cuadro). Obviamente, algunos países pagarán un costo del servicio de la deuda muchísimo mayor, lo que frenará el consumo y desacelerará el crecimiento. Como existe el riesgo de que durante los períodos de austeridad puedan ponerse en duda los resultados de la UEM, las autoridades económicas deberán garantizar que los mercados de productos y de factores sean lo suficientemente flexibles para facilitar un ajuste rápido: una forma de fomentar el ajuste interno es aumentar la productividad y adoptar medidas para alentar una mayor flexibilidad salarial (Blanchard, 2007). Al mismo tiempo, las redes de protección social deben proporcionar una ayuda suficientemente generosa aunque temporaria a aquellos que se vean afectados por las perturbaciones causadas por el ajuste. Además, los procesos de ajuste interno (a través de sus efectos en la unión) conciernen a todos los países y, por lo tanto, afrontar este desafío es una cuestión de interés común. La Agenda de Lisboa aprobada por la Unión Europea ofrece el mecanismo adecuado para formular e implementar las reformas estructurales necesarias de manera que se aprovechen los beneficios reportados por la reforma y los aspectos complementarios.

en torno a las perspectivas. Japón ha luchado contra la deflación durante casi una década, y aunque parece vislumbrarse el final de este problema, aún no está garantizado. Si bien la inflación básica, según la definición de las autoridades, se acerca al límite superior del 2% del “entendimiento” de lo que los miembros de la junta del Banco de Japón consideran estabilidad de precios, el crecimiento de los salarios se está desacelerando y las expectativas de inflación se mantienen contenidas. Se observan pocos indicios de que se hayan asumido riesgos excesivos en los mercados de activos (la segunda perspectiva del marco de política monetaria del Banco

de Japón) o de que existan burbujas en los mercados financieros o de la vivienda⁷.

Una desaceleración mayor de lo previsto de la economía podría justificar una nueva reducción de la tasa de interés de referencia, aunque, dado que la tasa actual ya se sitúa en 50 puntos básicos, el margen de maniobra para adoptar una política más expansiva es limitado. En

⁷El marco de política monetaria del Banco de Japón comprende dos perspectivas: las perspectivas a corto plazo de la actividad económica y los precios, y las perspectivas a largo plazo con respecto a los riesgos relacionados con estas perspectivas, incluidas las burbujas de precios de los activos.

este contexto, cabe esperar que la decisión del Banco de Japón de aumentar la transparencia, ampliando las deliberaciones sobre las opiniones de los miembros de la junta de política económica respecto de las perspectivas y los riesgos con ellas relacionados, y haciendo más hincapié en la mediana del 1% del “entendimiento de estabilidad de precios” en sus comunicaciones, ayude a guiar las expectativas.

A más largo plazo, la economía japonesa sigue afrontando el desafío del rápido envejecimiento de la población y del aumento de la deuda pública. Es comprensible que el ritmo de saneamiento de las finanzas públicas se haya desacelerado en un clima de disminución del crecimiento mundial, y se prevé un aumento del déficit primario del gobierno general, excluida la seguridad social, en 2008 y 2009, y un aplazamiento de las deliberaciones sobre el incremento del impuesto al consumo. A finales de agosto, el gobierno japonés puso en marcha un programa de medidas de estímulo económico orientadas a respaldar el crecimiento que se estaba debilitando. No obstante, el margen de maniobra para el estímulo fiscal es limitado, y la creación de espacio fiscal para los aumentos proyectados del gasto debido a las presiones demográficas sigue siendo una prioridad clave a mediano plazo⁸. Los planes actuales de las autoridades, que tienen como meta un saldo primario positivo en el ejercicio 2011, deberán reforzarse aún más para evitar un incremento de la deuda pública neta.

La actividad económica se está desacelerando notablemente en Australia y Nueva Zelanda, tras una expansión económica prolongada, impulsada por el auge de las materias primas y de la vivienda. La expansión ha ampliado la capacidad productiva, elevando la inflación hasta niveles máximos históricos. Las autoridades han respondido aplicando una política monetaria más restrictiva, y las presiones sobre

la demanda interna se han moderado. Se prevé que en Australia habrá una disminución del crecimiento del PIB real por debajo de su nivel potencial, del 4¼% en 2007 al 2½% en 2008–09. La reciente moderación de la demanda interna y la aplicación de condiciones crediticias más restrictivas han impulsado al Banco de Reserva de Australia a aplicar con cautela una política monetaria más expansiva. El Banco de Reserva de Nueva Zelanda también ha adoptado la misma política. En ambos países, la sólida situación fiscal brinda margen de maniobra para dejar que los estabilizadores automáticos operen plenamente y utilizar de manera prudente estímulos discrecionales si las perspectivas se deterioran aún más.

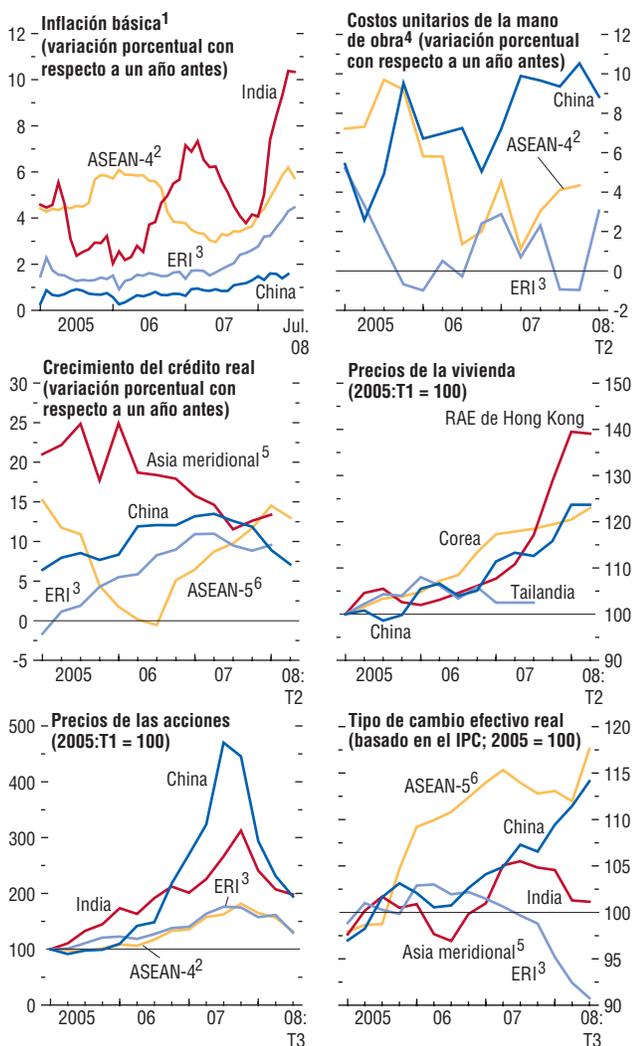
Economías emergentes de Asia: Riesgos para el crecimiento y la estabilidad de los precios

El ciclo económico en las economías emergentes de Asia comenzó a cambiar a principios de 2008, y se prevé que el crecimiento siga debilitándose debido a la desaceleración de la demanda de las economías avanzadas y las tensiones crecientes en los mercados financieros regionales. El crecimiento en China perdió impulso y se mantuvo en el 10½% (interanual) en el primer semestre de 2008, frente al 12% en 2007, en parte debido a la disminución de las exportaciones. La actividad continuó estando respaldada por el incremento estable de la inversión y el aumento del consumo. En India, el crecimiento en el segundo trimestre se redujo a alrededor del 8%, debido al descenso de la inversión, mientras que el consumo privado y el crecimiento de la exportación han resistido bien. En las economías de reciente industrialización de Asia (ERI) y de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN), la actividad también se ha desacelerado. La demanda interna se fue debilitando, a medida que el alza de los precios de los alimentos y combustibles comenzó a pesar sobre el consumo, mientras que la disminución de los márgenes de beneficios y la desaceleración de la demanda han impulsado a las empresas a reducir

⁸La propuesta del gobierno incluye un gasto de alrededor de \$17.000 millones (0,4% del PIB) y garantías del gobierno para préstamos empresariales. El gobierno también se ha comprometido a reducir los impuestos sobre la renta a finales del ejercicio 2008.

Gráfico 2.4. Economías emergentes de Asia: Persiste la preocupación por la inflación

Las presiones de la inflación subyacente aumentaron en todas las economías emergentes de Asia en los últimos trimestres. Los aumentos salariales, a pesar de la mejora de la productividad, han contribuido en algunos casos a una aceleración de la inflación. En parte debido a la rápida expansión de los préstamos bancarios, los precios de la vivienda han seguido subiendo. En cambio, la escalada prolongada de precios de las acciones acabó con una fuerte corrección a principios de 2008, provocada por la turbulencia financiera mundial. Los tipos de cambio no han brindado un respiro frente a la inflación, porque las monedas se han apreciado demasiado poco o se han debilitado.



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

¹La definición de la inflación básica varía de un país a otro, pero por lo general excluye los alimentos y la energía del índice de precios al consumidor (IPC) global.

²Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

³Las economías de reciente industrialización de Asia (ERI) comprenden Corea, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur.

⁴Calculados como la remuneración global dividida por el PIB, salvo en los casos de China, donde se utilizan los salarios en lugar de la remuneración, y de Indonesia y Malasia, países en los cuales los cálculos abarcan únicamente el sector manufacturero. Los datos sobre China deben considerarse con cautela debido a su cobertura parcial, en beneficio de las grandes empresas manufactureras estatales.

⁵Bangladesh, India, Maldivas, Nepal, Pakistán y Sri Lanka.

⁶ASEAN-4 y Vietnam.

sus planes de inversión. Vietnam está experimentando un fuerte ajuste a medida que se corrige el auge de la demanda causado por las cuantiosas entradas de capital.

Los mercados financieros se han debilitado en los últimos meses, debido a la mayor preocupación por las perspectivas mundiales y el menor apetito por el riesgo de los inversionistas, especialmente en el contexto de la turbulencia en los mercados ocurrida en septiembre. Los mercados de valores que experimentaron las escaladas de precios más pronunciadas en los últimos años —en 2005–07 los precios se cuadruplicaron con creces en China y se triplicaron en India— son los que más se han contraído (gráfico 2.4). En algunos países, los diferenciales de los préstamos para los bancos que dependen del financiamiento mayorista han aumentado notablemente.

Por lo general, los saldos en cuenta corriente se han visto sometidos a presiones debido al aumento del costo total de las importaciones de materias primas y al menor crecimiento de las exportaciones, mientras que la evolución de la cuenta de capital y del tipo de cambio ha variado de un país a otro. Las entradas de capital a China se han mantenido fuertes, como lo demuestra el continuo aumento de las reservas de divisas que sobrepasan el superávit comercial; los flujos de capital hacia algunos otros países han sido más inestables, especialmente en el caso de los que registran cuantiosos déficits externos. Las monedas se han visto sujetas a presiones, lo que ha obligado a los bancos centrales a intervenir para respaldarlas (India, Pakistán y Vietnam). El won coreano también se ha debilitado, en parte debido al cambio de rumbo del saldo en cuenta corriente que ahora registra un pequeño déficit, a causa del deterioro de los términos de intercambio. A su vez, la evolución dispar de los tipos de cambio ha provocado tendencias divergentes de los tipos de cambio efectivos reales: el renminbi chino y las monedas de los países de la ASEAN han seguido apreciándose, mientras que las monedas de los países de Asia oriental y las ERI se han debilitado (gráfico 2.4).

Según las proyecciones, el crecimiento de la región se reducirá moderadamente al 7¼% en

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

	PIB real				Precios al consumidor ¹				Saldo en cuenta corriente ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Asia emergente³	9,2	9,3	7,7	7,1	3,8	4,9	7,3	5,8	5,8	6,8	5,2	5,0
China	11,6	11,9	9,7	9,3	1,5	4,8	6,4	4,3	9,4	11,3	9,5	9,2
Sur de Asia⁴	9,2	8,7	7,6	6,4	6,5	6,9	8,8	8,8	-1,4	-1,7	-3,3	-3,3
India	9,8	9,3	7,9	6,9	6,2	6,4	7,9	6,7	-1,1	-1,4	-2,8	-3,1
Pakistán	6,9	6,4	5,8	3,5	7,9	7,8	12,0	23,0	-3,9	-4,8	-8,7	-6,4
Bangladesh	6,5	6,3	7,0	5,6	7,1	9,1	10,1	10,0	1,2	1,1	1,0	0,9
ASEAN-5	5,7	6,3	5,5	4,9	8,1	4,4	9,6	7,2	4,8	5,1	2,7	2,1
Indonesia	5,5	6,3	6,1	5,5	13,1	6,2	9,8	8,8	3,0	2,5	0,1	-0,1
Tailandia	5,1	4,8	4,7	4,5	4,6	2,2	5,7	3,2	1,1	6,4	3,1	2,0
Filipinas	5,4	7,2	4,4	3,8	6,2	2,8	10,1	7,0	4,5	4,4	2,4	2,2
Malasia	5,8	6,3	5,7	4,8	3,6	2,0	6,0	4,7	16,1	15,6	14,8	13,2
Vietnam	8,2	8,5	6,3	5,5	7,5	8,3	24,0	15,0	-0,3	-9,9	-11,7	-10,4
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,6	5,6	4,0	3,2	1,6	2,2	4,8	3,5	5,3	6,2	4,7	4,3
Corea	5,1	5,0	4,1	3,5	2,2	2,5	4,8	4,0	0,6	0,6	-1,3	-0,7
Taiwan, provincia china de	4,9	5,7	3,8	2,5	0,6	1,8	4,2	2,5	7,2	8,6	7,8	6,5
Hong Kong, RAE de	7,0	6,4	4,1	3,5	2,0	2,0	4,8	4,3	12,1	13,5	11,7	10,3
Singapur	8,2	7,7	3,6	3,5	1,0	2,1	6,5	3,3	21,8	24,3	19,1	17,0

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

²Porcentaje del PIB.

³Comprende los países en desarrollo de Asia, las economías asiáticas recientemente industrializadas y Mongolia.

⁴Incluye Maldivas, Nepal y Sri Lanka.

2008 y al 7% en 2009, frente al 9¼% registrado en 2007 (cuadro 2.3). La desaceleración de la demanda interna probablemente afectará a la exportación, pero en algunos casos el impacto podría mitigarse gracias a las políticas macroeconómicas que aún son expansivas y a la depreciación de las monedas. La inversión también se reducirá, debido sobre todo al deterioro de las perspectivas de la exportación. El consumo se moderará a causa de los precios de los alimentos y combustibles que aún se mantienen altos, aunque los subsidios, que son comunes en la región, podrían aminorar el impacto sobre el poder adquisitivo. Los riesgos para las perspectivas se inclinan claramente a la baja. La principal inquietud es que la acumulación de tensiones en el sistema financiero mundial y una desaceleración mundial más pronunciada de lo previsto puedan desalentar aún más la actividad. Del lado positivo, existe la posibilidad de que la demanda interna sea más resistente y de que se reduzcan los precios de las materias primas, lo que aumentaría los ingresos reales.

La inflación global medida por el IPC ha subido en varios países debido al alza de los precios de los alimentos y de los precios controlados de los combustibles en el primer semestre del año. Los indicadores de las presiones de la inflación subyacente han aumentado en menor medida, pero algunos países aún afrontan el riesgo de nuevos efectos de segunda ronda. En China, la inflación global medida por el IPC se ha reducido progresivamente desde su nivel máximo del 8½% registrado en abril, a medida que se fueron normalizando las condiciones de la oferta de alimentos. La inflación básica ha subido gradualmente, pero se mantiene contenida. En India, la inflación medida por el IPC ascendió al 9% en agosto. Las presiones de la inflación subyacente han aumentado, a medida que el alto nivel de utilización de recursos y el vigoroso crecimiento del crédito fueron abonando el terreno para la aparición de efectos de segunda ronda (gráfico 2.4). También ha contribuido la aplicación de una política poco restrictiva.

Aunque es posible que los precios de los alimentos y combustibles sigan bajando en los próximos meses y que el crecimiento se modere, se prevé que la inflación se mantendrá en tasas elevadas a corto plazo. Según las proyecciones, la inflación global subirá a alrededor del 7¼% (interanual) en 2008 para el conjunto de la región, frente al 5% registrado en 2007, antes de reducirse a casi el 6% en 2009. También es probable que las presiones de la inflación subyacente se mantengan altas en un entorno caracterizado por una intensa utilización de recursos y políticas macroeconómicas aún expansivas.

Las respuestas al aumento de la inflación han variado de un país a otro. Algunas economías han aplicado una política monetaria más restrictiva —subiendo las tasas de interés (Corea, Filipinas, India, Indonesia, la provincia china de Taiwan, Tailandia y Vietnam), elevando el encaje legal (Camboya, India, Vietnam), o creando más margen para la apreciación de la banda del tipo de cambio (Singapur). En los últimos meses, el Banco Popular de China ha reducido las tasas de referencia de los préstamos y el coeficiente de encaje legal, debido a la preocupación por la desaceleración del crecimiento. Corea e India intervinieron en los mercados cambiarios para respaldar sus monedas. Los países que han seguido acumulando reservas de divisas las han esterilizado en parte a través de la emisión de bonos y de incrementos del encaje legal para contener la acumulación de liquidez. No obstante, para contrarrestar los efectos de una política monetaria más restrictiva, muchos países han aplicado una política fiscal más expansiva, lo que se reflejó en aumentos de los subsidios a los combustibles. Aunque varios países han subido los precios controlados de los combustibles (por ejemplo, Bangladesh, China, India, Malasia y Vietnam), este incremento fue poco significativo (salvo en Vietnam) en comparación con el alza de los precios mundiales de los combustibles, y en algunos casos los recursos obtenidos se han utilizado para aumentar otros gastos, como los subsidios a los alimentos. Algunos de los principales países exportadores de arroz de la región (Camboya, China, India y Vietnam) aplicaron prohibiciones, cuotas o impuestos a las

exportaciones para aumentar la oferta de alimentos y reducir los precios internos, agravando las presiones sobre los precios mundiales.

En estas circunstancias, un importante dilema de política económica para la región es cómo responder a la desaceleración del crecimiento y a la turbulencia financiera mundial sin perder de vista los riesgos de inflación. Aunque existen divergencias considerables entre los países, los riesgos a la baja para el crecimiento en las economías emergentes de Asia han aumentado en los últimos meses, mientras que los riesgos de inflación se han moderado a medida que los precios de los alimentos y combustibles se redujeron con respecto a los niveles máximos observados en los primeros meses del año. Las prioridades de política se han modificado conforme a estas circunstancias, aunque persisten notables diferencias entre los países.

- En la mayoría de los países la demanda interna se está debilitando rápidamente y ya se han adoptado algunas políticas más restrictivas. Aunque las autoridades deben mantenerse alerta frente a los riesgos de inflación, podría justificarse la aplicación de una política más expansiva si los riesgos a la baja para el crecimiento son considerables. En los países con una situación fiscal sólida puede dejarse que los estabilizadores automáticos operen plenamente. No obstante, debería considerarse con cautela el uso de políticas fiscales discrecionales, ya que la experiencia del pasado parece indicar que es difícil determinar el momento adecuado para la aplicación de dichas medidas y que estas no han resultado muy eficaces (véase el capítulo 5). De todos modos, su aplicación podría justificarse si se deterioraran las perspectivas de crecimiento en los países que tienen una situación fiscal sólida.
- En cambio, en algunos países donde se prevé que el crecimiento seguirá siendo relativamente vigoroso, donde los riesgos de nuevos efectos de segunda ronda de la inflación son mayores, y donde la credibilidad de la política monetaria aún no está firmemente establecida, las políticas macroeconómicas deberán tener todavía una orientación restrictiva (por ejemplo, en

Cuadro 2.4. PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de América

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real				Precios al consumidor ¹				Saldo en cuenta corriente ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
América	5,5	5,6	4,6	3,2	5,3	5,4	7,9	7,3	1,5	0,4	-0,8	-1,6
América del Sur y México³	5,4	5,6	4,6	3,1	5,2	5,3	7,6	7,1	1,8	0,8	-0,5	-1,3
Argentina	8,5	8,7	6,5	3,6	10,9	8,8	9,1	9,1	2,6	1,7	0,8	-0,6
Brasil	3,8	5,4	5,2	3,5	4,2	3,6	5,7	5,1	1,3	0,1	-1,8	-2,0
Chile	4,3	5,1	4,5	3,8	3,4	4,4	8,9	6,5	4,7	4,4	-1,1	-0,9
Colombia	6,8	7,7	4,0	3,5	4,3	5,5	7,3	5,5	-1,8	-2,9	-2,2	-1,9
Ecuador	3,9	2,5	3,0	3,0	3,3	2,3	8,5	5,1	3,9	2,3	5,6	1,5
México	4,9	3,2	2,1	1,8	3,6	4,0	4,9	4,2	-0,2	-0,6	-1,4	-2,2
Perú	7,7	8,9	9,2	7,0	2,0	1,8	5,6	4,4	3,0	1,4	-2,0	-1,8
Uruguay	7,0	7,4	6,5	5,5	6,4	8,1	6,8	6,2	-2,4	-0,8	-2,6	-1,9
Venezuela, República Bolivariana de	10,3	8,4	6,0	2,0	13,7	18,7	27,2	33,5	14,7	8,8	8,5	3,4
América Central⁴	6,2	6,6	4,6	4,2	6,5	6,7	10,9	8,5	-4,8	-6,9	-9,1	-8,7
El Caribe⁴	7,8	5,6	3,7	2,9	7,8	6,7	12,1	10,1	-0,7	-1,7	-5,3	-4,4

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

²Porcentaje del PIB.

³Incluye Bolivia y Paraguay.

⁴Los países que integran estos grupos regionales se presentan en el cuadro F del apéndice estadístico.

Indonesia y Vietnam). La adopción de una política monetaria más restrictiva debería ser la primera línea de defensa frente a un aumento de la inflación, pero tal vez en algunos casos necesite complementarse con una política cambiaria más flexible o medidas fiscales. La aplicación de una política fiscal más restrictiva podría ayudar a reducir las presiones inflacionarias, especialmente en los países donde el aumento de los subsidios a los alimentos y combustibles, y los incrementos salariales de los funcionarios públicos han debilitado la situación fiscal y contribuido a las presiones sobre los precios.

América Latina y el Caribe: Recrudescimiento de las condiciones

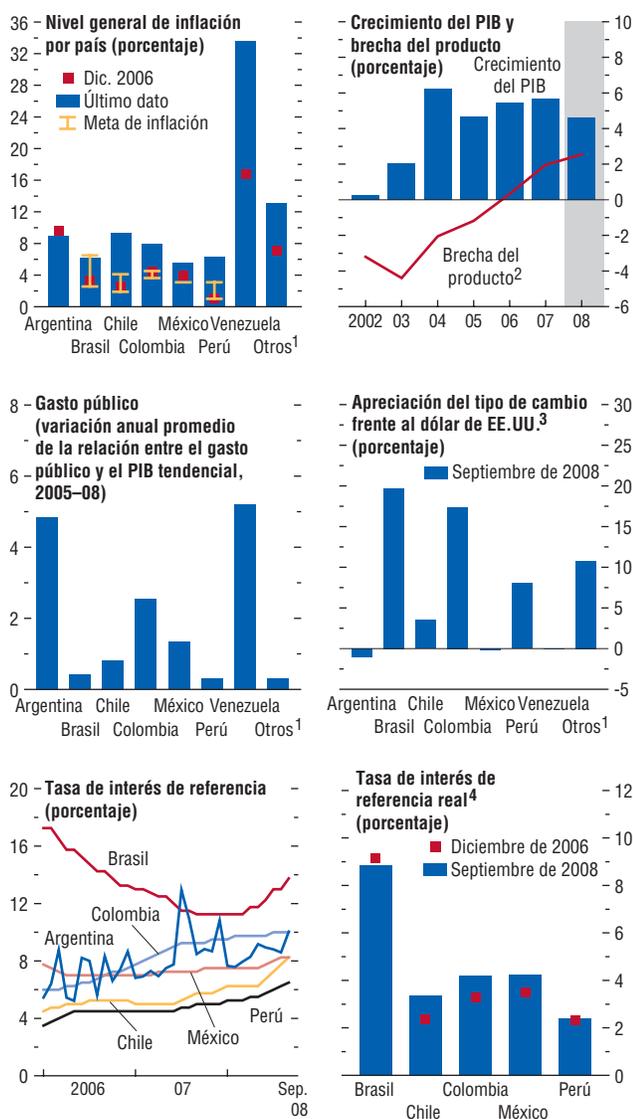
Al igual que otras regiones, las economías latinoamericanas enfrentan una conjunción difícil de enfriamiento de la actividad, empeoramiento de las condiciones externas e inflación persistentemente elevada. Después de cuatro años de crecimiento vigoroso del producto, el ritmo disminuyó en la mayor parte de las econo-

mías durante el primer semestre de este año, en gran medida por efecto de la moderación de las exportaciones. La demanda interna se mantuvo bastante firme en lo que va del año, sustentada por el mejoramiento de los términos de intercambio de los exportadores de materias primas, aunque se prevé una contracción a medida que la economía mundial se desacelere y se aplique una política monetaria más restrictiva para luchar contra la inflación. Asimismo, en los últimos meses los países de la región se enfrentaron a condiciones externas más difíciles. América Latina se ve cada vez más afectada por la turbulencia de los mercados financieros maduros: los precios de las acciones bajaron precipitadamente, los diferenciales se ampliaron drásticamente, el acceso al financiamiento en dólares se restringió muchísimo y los tipos de cambio están sometidos a presión, sobre todo en los países que exportan materias primas, cuyos precios bajaron.

En general, se proyecta una disminución del crecimiento del PIB, de 5½% en 2007 a 4½% en 2008 y 3¼% en 2009 (cuadro 2.4). La desaceleración de 2009 es un poco más fuerte

Gráfico 2.5. América Latina: Regreso de la inflación

La inflación avanzó en toda la región, impulsada por el encarecimiento de los alimentos y las crecientes limitaciones de la capacidad. Los bancos centrales que fijaron metas de inflación por lo general fueron más enérgicos a la hora de subir las tasas de interés, respaldándose en la flexibilidad cambiaria.



Fuentes: Haver Analytics, Banco Interamericano de Desarrollo y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹ Bolivia, Costa Rica, Guatemala, Honduras, Paraguay y Uruguay.

² Las estimaciones de la brecha del producto, expresadas como la relación con el PIB potencial, están basadas en cálculos del personal técnico del FMI.

³ Desde diciembre de 2006.

⁴ En relación con las expectativas inflacionarias a un año.

que la pronosticada en julio último, a causa del empañamiento de las perspectivas mundiales, el retroceso de los precios de las materias primas y el deterioro de las condiciones financieras externas. En Brasil el crecimiento se ubicaría por debajo de la tendencia; en México, la actividad seguiría siendo anémica por efecto de la caída de las exportaciones y las remesas, provocada por el enfriamiento de la economía estadounidense. En América Central y el Caribe el crecimiento también se debilitaría, como consecuencia del impacto de la desaceleración estadounidense en las remesas, el comercio internacional y el turismo, así como de la carestía de los combustibles.

El nivel general de inflación de la región en conjunto subió a 8% en agosto, la tasa más alta de los últimos cinco años, aunque se prevé que se moderará a fines de 2008 y en 2009, gracias a la caída de los precios internacionales de las materias primas, el endurecimiento de las políticas monetarias y el debilitamiento de la demanda. Aun así, la inflación seguirá siendo de dos dígitos en varios países de la región, como Bolivia, Paraguay, la República Bolivariana de Venezuela y varios países centroamericanos. Los analistas consideran que en Argentina la inflación observada es considerablemente superior a la tasa oficial de 9,0% de agosto (gráfico 2.5)⁹. Aunque los aumentos salariales nominales se mantienen bajo control en la mayoría de los países, las elevadas expectativas inflacionarias se están viendo reflejadas en las negociaciones salariales en países como Argentina y la República Bolivariana de Venezuela, que tienen fuertes restricciones de capacidad. En países con bancos centrales que adoptaron metas de inflación —Brasil, Chile, Colombia, México y Perú—, la inflación también subió, en algunos casos por encima de la banda deseada, pero en general esos aumentos

⁹ Los datos de la inflación medida según el IPC en varias capitales provinciales en agosto de 2008 por lo general están muy por encima de ese nivel, aunque corresponde señalar que los datos provinciales no reflejan las variaciones de los precios de la misma canasta de bienes.

estuvieron más contenidos que en el resto de la región, y en algunos países las expectativas inflacionarias parecen estar estabilizándose o incluso disminuyendo.

Frente a esta situación, los bancos centrales subieron las tasas de interés de referencia, sobre todo en los países con metas de inflación, donde la apreciación del tipo de cambio también ayudó a contener la presión inflacionaria. En Brasil, el endurecimiento de la política monetaria se vio facilitado por una nueva meta de superávit fiscal primario, equivalente a $\frac{1}{2}$ punto porcentual del PIB más para 2008. Sin embargo, la política fiscal no fue tan restrictiva en la generalidad de la región, en parte porque el alza de los precios internacionales del petróleo tardó en reflejarse en los presupuestos y porque aumentaron los subsidios explícitos. Aunque cabe esperar que la inflación se reduzca poco a poco, la restricción monetaria sigue estando justificada en algunos países cuyas tasas de interés reales pasaron a ser sustancialmente negativas y cuya política económica parece estar perdiendo credibilidad. Los bancos centrales que fijaron metas de inflación gozan de cierto margen limitado para tolerar desviaciones pasajeras del nivel general de inflación, pero es posible que los riesgos para la actividad los obliguen a subir nuevamente las tasas. Al mismo tiempo, un control más firme del aumento del gasto público contribuiría a limitar la expansión de la demanda interna y reducir la exposición a un cambio desfavorable de la actitud del mercado.

En general las posiciones externas son sólidas, aunque la turbulencia de la economía mundial puede erosionar las defensas levantadas a lo largo de los últimos años. El saldo en cuenta corriente de la región entraría en déficit en 2008 y 2009, después de los superávits registrados desde 2003, aunque ese déficit se mantendría más bien bajo. Además, los niveles de reserva son elevados y la flexibilidad de los tipos de cambio brinda margen de maniobra en varios países. Globalmente, los balances del sector público son menos vulnerables y las calificaciones crediticias han mejorado; en los últimos

meses, tanto Brasil como Perú alcanzaron la categoría de “grado de inversión”. Sin embargo, el financiamiento en dólares se encontró sujeto a condiciones más estrictas en varios países durante el último mes y, sumado al retroceso sostenido de los precios de las materias primas, ese hecho podría tensionar los marcos de política macroeconómica.

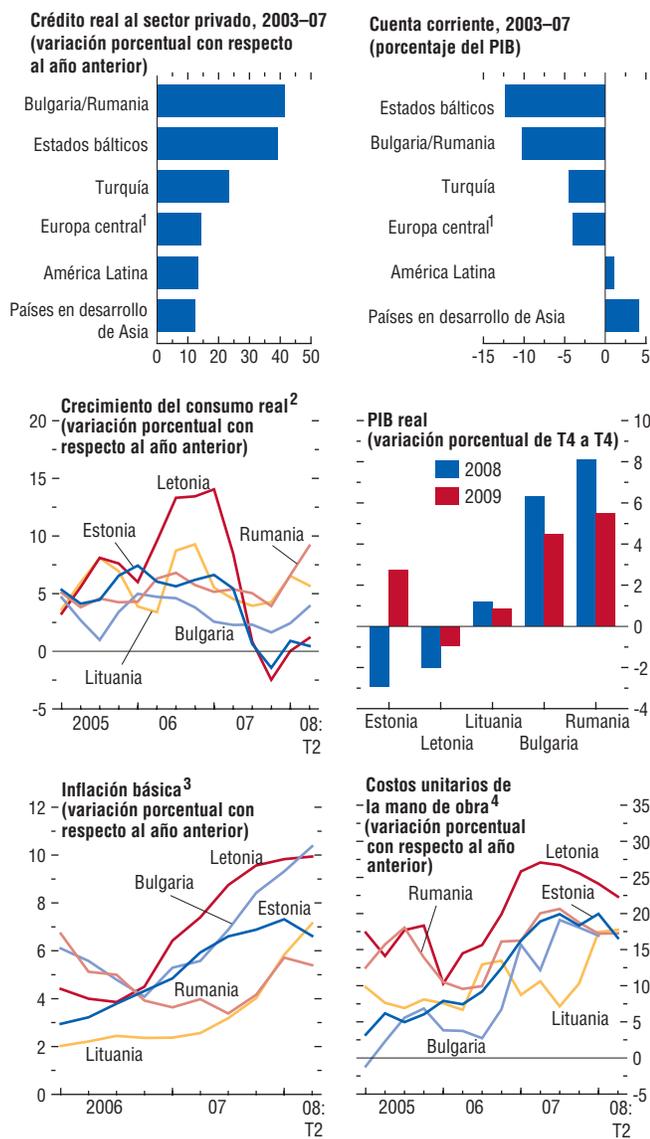
Los riesgos para las perspectivas se inclinan a la baja, en gran medida como consecuencia de la situación externa. Si la desaceleración del crecimiento mundial se agudiza, los precios de las materias primas podrían sufrir una caída vertiginosa y las condiciones del financiamiento externo podrían seguir empeorando. Esa eventualidad enfriaría el crecimiento de la región aún más, y aunque la inflación se moderaría considerablemente, las posiciones externas podrían verse sometidas a presiones graves. En ese caso, las autoridades tendrían que estar preparadas para hacer los ajustes necesarios a fin de proteger la estabilidad macroeconómica y las perspectivas de crecimiento a largo plazo. Los pocos países que gozan de una situación fiscal muy sólida quizá tengan cierto margen para poner en marcha medidas fiscales anticíclicas. La flexibilidad cambiaria permitiría resistir la volatilidad potencial de los flujos de divisas.

Economías emergentes de Europa: Perspectivas de un aterrizaje suave

Tras una prolongada expansión económica, la actividad en las economías emergentes de Europa ha empezado a moderarse y parece que se avecina una desaceleración. El debilitamiento de la demanda externa, sobre todo debido a la merma de la demanda en Europa occidental, y las condiciones más restrictivas del financiamiento externo están incidiendo en la inversión y las exportaciones, en tanto que el consumo ha disminuido ante la escalada de los precios de los alimentos y la energía. Sin embargo, la ampliación de la capacidad productiva que está en curso y la intensidad con que la mayoría de los bancos extranjeros conceden préstamos al sector privado (particularmente en

Gráfico 2.6. Economías emergentes de Europa: ¿Están frenándose los auges de crédito?

En Bulgaria, los Estados bálticos y Rumania, el crédito al sector privado se ha expandido a un ritmo mucho más rápido que en otros países de la región. Junto con los auges del crédito han surgido fuertes desequilibrios externos. Estonia y Letonia están experimentando una corrección brusca, en tanto que el consumo y el PIB siguen aumentando a buen ritmo en Bulgaria y Rumania, y en menor medida en Lituania. La inflación básica y el crecimiento de los costos unitarios de la mano de obra han empezado a estabilizarse en Estonia y Letonia, mientras que en Bulgaria, Lituania y Rumania persisten fuertes presiones inflacionarias.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹Comprende Hungría, Polonia, la República Checa y la República Eslovaca.
²Promedio móvil de dos trimestres.
³Índice de precios al consumidor (IPC) global, excluidos energía, alimentos, alcohol y tabaco.
⁴Calculados como la remuneración global dividida entre el PIB, excepto en el caso de Rumania, en el que se usan salarios en lugar de remuneración.

Bulgaria y Rumania) han seguido apuntalando la demanda interna, aunque las perspectivas de que continúen las afluencias de capital han aminorado notablemente. Los Estados bálticos, concretamente Estonia y Letonia, ya están experimentando fuertes correcciones porque han empezado a rectificarse los marcados desequilibrios internos y externos acumulados durante los dilatados períodos de auge del consumo y de la inversión (gráfico 2.6). Como los ingresos reales se han visto perjudicados por los altos niveles de servicio de la deuda e inflación y los bancos extranjeros están limitando el crecimiento de los préstamos ante la preocupación cada vez mayor de que estén surgiendo desequilibrios, el consumo y, en menor medida, la inversión se han desplomado y los déficits en cuenta corriente han empezado a disminuir.

En un entorno en que la demanda interna aún es dinámica y la oferta de mano de obra sigue siendo escasa, la inflación ha repuntado debido a alzas en los precios de los alimentos y la energía. En junio de 2008 la inflación global de la mayoría de los países era el doble que el año anterior, y había alcanzado niveles de dos dígitos en Bulgaria, los Estados bálticos (en especial en Letonia) y Turquía. La inflación básica también había subido debido a los aumentos salariales (por ejemplo, en Polonia y la República Eslovaca) y a fuertes presiones de la demanda interna (particularmente en Bulgaria, Rumania y Turquía). También se han observado efectos de segunda ronda derivados de las alzas en los precios de los alimentos y la energía, y las presiones inflacionarias se han recrudecido en muchos países. Al haberse sobrepasado las metas de inflación por amplios márgenes, la política monetaria se ha tornado más restrictiva en Europa central y oriental, Rumania y Turquía, en un contexto de tipos de cambio flotantes. En las economías de Europa central y oriental, el fortalecimiento de las monedas y las buenas cosechas ayudaron a contener las presiones inflacionarias. Sin embargo, los países con regímenes de tipo de cambio fijo (Bulgaria y los Estados bálticos) han tenido menos margen para aplicar políticas monetarias más restrictivas;

Cuadro 2.5. PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías emergentes de Europa

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real				Precios al consumidor ¹				Saldo en cuenta corriente ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Economías emergentes de Europa	6,7	5,7	4,5	3,4	5,4	5,7	7,8	5,8	-6,0	-6,6	-7,1	-7,2
Turquía	6,9	4,6	3,5	3,0	9,6	8,8	10,5	8,4	-6,0	-5,7	-6,5	-6,7
Excluido Turquía	6,6	6,3	5,0	3,5	3,2	4,1	6,4	4,5	-6,0	-7,1	-7,4	-7,4
Estados bálticos	9,8	8,8	1,2	-0,3	4,8	7,3	12,5	7,3	-15,8	-18,1	-14,0	-8,6
Estonia	10,4	6,3	-1,5	0,5	4,4	6,6	10,2	5,1	-16,7	-18,1	-10,8	-8,7
Letonia	12,2	10,3	-0,9	-2,2	6,5	10,1	15,9	10,6	-22,7	-22,9	-15,1	-8,3
Lituania	7,9	8,9	3,9	0,7	3,8	5,8	11,3	6,2	-10,7	-14,6	-14,9	-8,7
Europa central	6,2	6,1	4,6	3,6	2,1	3,4	4,9	3,5	-3,6	-3,7	-4,4	-5,0
República Checa	6,8	6,6	4,0	3,4	2,5	2,8	6,7	3,4	-2,6	-1,8	-2,2	-2,5
Hungría	3,9	1,3	1,9	2,3	3,9	7,9	6,3	4,1	-6,1	-5,0	-5,5	-6,1
Polonia	6,2	6,6	5,2	3,8	1,0	2,5	4,0	3,3	-2,7	-3,8	-4,7	-5,7
República Eslovaca	8,5	10,4	7,4	5,6	4,3	1,9	3,9	3,6	-7,1	-5,4	-5,1	-4,7
Europa meridional y sudoriental	7,0	6,0	7,3	4,5	6,2	5,1	8,8	6,4	-10,7	-14,1	-14,8	-14,0
Bulgaria	6,3	6,2	6,3	4,2	7,4	7,6	12,2	7,0	-15,6	-21,4	-24,4	-21,5
Croacia	4,8	5,6	3,8	3,7	3,2	2,9	7,0	4,9	-7,9	-8,6	-10,1	-10,2
Rumania	7,9	6,0	8,6	4,8	6,6	4,8	8,2	6,6	-10,4	-14,0	-13,8	-13,3

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

²Porcentaje del PIB.

en Rumania y Turquía, la depreciación de la moneda contribuyó a la inflación a pesar de la subida de las tasas de interés. No obstante, en Estonia, Hungría y Letonia, las presiones inflacionarias han empezado a ceder a la par de las correcciones económicas (gráfico 2.6).

Se prevé que el crecimiento continuará desacelerándose marcadamente, debido a factores como menores entradas de capital y condiciones financieras más restrictivas. Se proyecta que en las economías de Europa central y oriental el crecimiento se moderará de aproximadamente 6% en 2007 a casi 4½% en 2008 y 3½% en 2009 (cuadro 2.5). La contracción de la demanda de Europa occidental hará que se desaceleren las exportaciones y la inversión, y los altos niveles de inflación harán mella en los ingresos reales y el consumo. El crecimiento también se debilitará en Europa meridional y sudoriental y Turquía, ya que la desmejora de las perspectivas externas y los niveles aún altos de los precios de las materias primas pesarán sobre el consumo y la inversión. Se espera que en los Estados bálticos continúen las correcciones, y se proyecta

que el crecimiento medio bajará de casi 9% en 2007 a 1¼% en 2008 y -¼% en 2009. También se prevé que las economías empezarán a recuperarse gradualmente en el segundo semestre de 2009. Las presiones inflacionarias menguarán en 2009 conforme empiecen a aminorar las alzas de los precios de las materias primas y las presiones sobre los costos internos y la demanda interna.

Los riesgos para las perspectivas se inclinan a la baja, y están relacionados con el deterioro de las condiciones de financiamiento externo, un debilitamiento mayor de lo previsto de la demanda externa y nuevos aumentos de los precios de las materias primas. Los países con déficits cuantiosos en cuenta corriente financiados en parte con entradas de capital distintas de la inversión extranjera directa son particularmente vulnerables a bruscos cambios de sentido de los flujos de capital. En algunas economías emergentes de Europa, las tenencias importantes de bonos en moneda local por parte de no residentes, el fuerte endeudamiento en divisas y la dependencia de algunas instituciones financieras del financiamiento externo al por mayor

exacerban la vulnerabilidad a nuevos cambios en la actitud del mercado. Aparte de estos riesgos, hay mucha incertidumbre en cuanto al ritmo del ajuste en los Estados bálticos. De desplomarse la confianza externa o interna, no cabría descartar una desaceleración más brusca que la proyectada. Y si los mercados de trabajo, que tienen que reformarse para recuperar la competitividad, resultan ser menos flexibles de lo esperado, la desaceleración también podría prolongarse más de lo previsto.

La turbulencia surgida en los mercados financieros avanzados ha agudizado considerablemente los riesgos financieros. Aunque su exposición directa al mercado de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos es escasa, los bancos que operan en las economías emergentes de Europa (y sus matrices extranjeras) han sentido los efectos de la creciente agitación en Europa occidental. La disminución del apetito de riesgo a escala mundial ha acrecentado los riesgos de liquidez porque ha incrementado los costos de financiamiento externo de los bancos y ha acortado los vencimientos. Los riesgos de crédito también se han agudizado: el auge crediticio estuvo acompañado de plazos de vencimiento más largos, aumentos de la relación préstamo/valor y mayor exposición a productos de más alto riesgo (por ejemplo, préstamos denominados en yenes en Hungría y en francos suizos en Polonia, inclusive con tasas de interés variable). Una reciente desaceleración de los precios inmobiliarios, al menos en algunos países, ha exacerbado la vulnerabilidad de los bancos al riesgo de crédito. La concesión de préstamos en moneda extranjera está generalizada en países con regímenes cambiarios tanto fijos (por ejemplo, en los Estados bálticos la mayoría de los préstamos se otorgan en euros) como flotantes (por ejemplo, en Hungría y Rumania los préstamos en moneda extranjera representaban en 2007 alrededor del 60% de todos los préstamos a los hogares). Los precios más bajos de las acciones y el aumento de los diferenciales de los bonos han elevado los costos de financiamiento.

El reto para la política consiste en guiar la economía hacia un aterrizaje suave, y al mismo

tiempo seguir allanando la ruta hacia una convergencia sostenible con los niveles de vida de Europa occidental.

- En las economías de Europa central y oriental, los riesgos que pesan sobre la inflación y el crecimiento parecen estar equilibrados, y eso justifica mantener la misma política monetaria por el momento, aunque el equilibrio de los riesgos depende de la evolución impredecible de los flujos de capital y los tipos de cambio. Últimamente, la situación de las finanzas públicas se ha afianzado gracias al dinamismo de los ingresos y la austeridad en el gasto, pero hay poco margen para que los estabilizadores automáticos operen plenamente. Una constante consolidación fiscal ayudaría a ampliar estos márgenes de maniobra y a aliviar la tensión de la política monetaria. Es necesario poner las finanzas públicas sobre una base sostenible a largo plazo para hacer frente a los desafíos del envejecimiento de la población y para apoyar la continua convergencia con la zona del euro, particularmente en la República Eslovaca, que debe adoptar el euro en enero de 2009. La solución de las otras rigideces en el mercado de trabajo facilitaría un ajuste fiscal a largo plazo y al mismo tiempo aliviaría las restricciones de ese mercado y las presiones salariales.
- En los Estados bálticos es preciso que el ajuste macroeconómico siga su curso. Si bien las presiones de la demanda interna han empezado a ceder, en especial en Estonia y Letonia, los desequilibrios externos aún son considerables, la inflación se encuentra en niveles de dos dígitos y la confianza está disminuyendo. Es importante resistir la tentación de distender significativamente la política monetaria durante la desaceleración, ya que el alto grado de apertura de estas economías debería limitar las repercusiones en la demanda. Habrá que revertir los recientes incrementos insostenibles del gasto e ir en busca de un equilibrio estructural a mediano plazo. También es necesario reforzar la supervisión y los planes para contingencias de las instituciones financieras a fin de hacer frente a posibles pérdidas cuantiosas

relacionadas con préstamos y provocadas por la desaceleración económica. Esto exigirá una estrecha colaboración entre las autoridades prudenciales nacionales e internacionales, dada la gran proporción de bancos de propiedad extranjera.

- En las economías de Europa meridional y sudoriental se requieren medidas para contener los desequilibrios externos e internos, teniendo en cuenta las condiciones más volátiles del financiamiento externo. Al igual que los Estados bálticos hace algunos años, estos países aún están disfrutando de un período de prosperidad, y hay que evitar que las políticas fiscales y de ingresos generen más impulsos procíclicos en un sector privado que ya está recalentado. Concretamente, es necesario contener el aumento del gasto público, y a tales efectos habrá que cerciorarse de que las alzas de los salarios públicos estén acordes con el aumento de la productividad y reducir el tamaño del gobierno, emprendiendo a la vez reformas para mejorar la eficiencia del sector público. Las tasas de crecimiento del crédito al sector privado se sitúan en niveles de dos dígitos, y por eso es crítico establecer normas prudenciales exigentes y aplicarlas rigurosamente para evitar el deterioro de las normas de crédito. Aquí también cabe destacar la importancia de la estrecha colaboración internacional, por los mismos motivos que en los Estados bálticos.

Comunidad de Estados Independientes: Gestionar la escalada de los precios de las materias primas

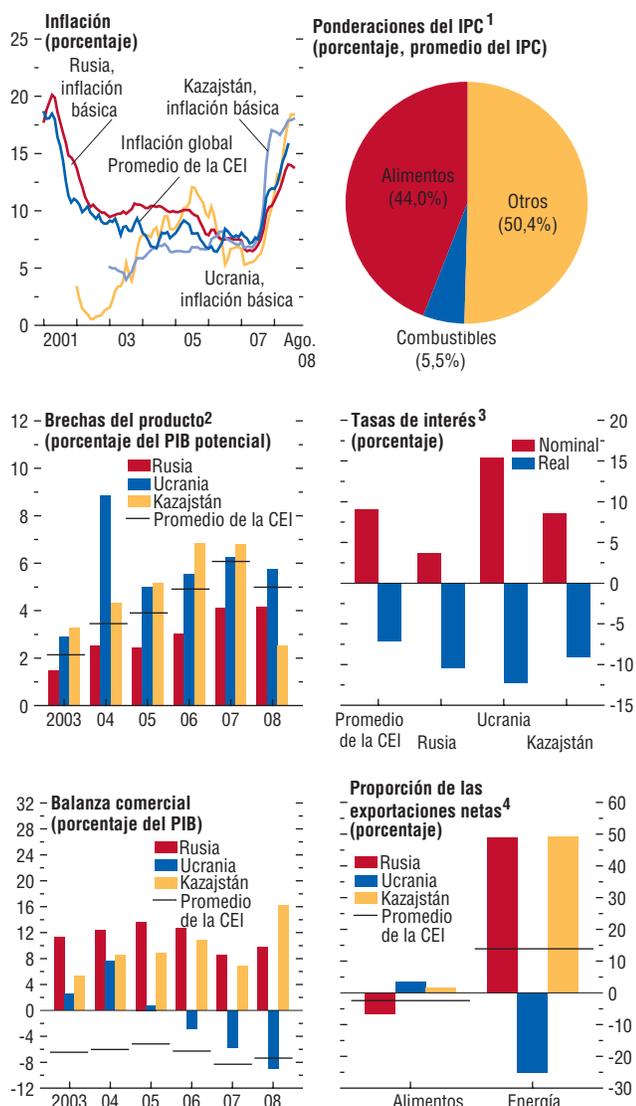
El crecimiento del PIB real ha sido sólido en la mayoría de los países de la Comunidad de Estados Independientes (CEI), y ha tenido como puntales la dinámica demanda interna, estimulada por mejoras en los términos de intercambio en la mayoría de los países de la región, y las políticas macroeconómicas expansivas. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento están deteriorándose por la forma en que la turbulencia financiera mundial está repercutiendo en la región, particularmente en

Kazajstán y, más recientemente, en Rusia, países que confrontan una pérdida de confianza y un brusco cambio de sentido de los flujos de capital. El debilitamiento de la demanda de los países socios agravará los efectos de los inestables mercados financieros sobre el crecimiento.

La carestía mundial de los alimentos y los combustibles ha contribuido significativamente a las presiones inflacionarias en toda la región. En parte debido a la abultada proporción que representan los alimentos en el consumo de los hogares, la inflación global se aceleró notablemente en el primer semestre de 2008, y llegó casi a 15% en el verano (gráfico 2.7). Además, la inflación básica ha repuntado en toda la región, debido a una combinación de tensiones derivadas de los precios de las materias primas y presiones de la demanda interna. Por lo tanto, el recalentamiento de la economía es motivo de preocupación, ya que el producto supera constantemente su nivel potencial y la oferta de mano de obra sigue siendo escasa. En la región aún se mantiene una política económica general de corte expansivo; las tasas de interés se han tornado negativas en términos reales, mientras que el gasto público sigue creciendo con rapidez. El elevado nivel de los precios internacionales de las materias primas ha seguido fortaleciendo las balanzas comerciales en los exportadores netos de esos productos, en tanto que los importadores netos de esos productos han visto debilitarse sustancialmente sus posiciones externas. Azerbaiyán, Kazajstán, Rusia, Turkmenistán y Uzbekistán son los países que más se han beneficiado de las mejoras en los términos de intercambio, a diferencia de Armenia, Moldova y Tayikistán, cuyos términos de intercambio han empeorado. En los importadores netos de alimentos, los saldos en ese rubro se han deteriorado significativamente, y en algunos países los déficits llegan a niveles precarios. A raíz del costo cada vez más alto de las importaciones de alimentos, el FMI efectuó en mayo un desembolso ampliado a favor de la República Kirguisa para ayudar al país a cubrir un déficit de balanza de pagos mayor de lo previsto.

Gráfico 2.7. Comunidad de Estados Independientes (CEI): Gestionar la escalada de los precios de las materias primas

La escalada de los precios de los alimentos y combustibles está provocando una divergencia de las posiciones externas y contribuyendo al alza de la inflación en toda la región, mientras que las políticas expansivas siguen estimulando la demanda.



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

¹IPC = Índice de precios al consumidor.

²Las brechas del producto se estiman en función del PIB potencial con un filtro de Hodrick-Prescott. Véanse más detalles sobre la metodología y los problemas de estimación en el recuadro 1.3.

³Tasas pasivas. Las tasas reales se calculan utilizando la inflación global.

⁴Proporción del total de exportaciones menos proporción del total de importaciones.

Dada la desaceleración de la demanda externa y la incipiente presión en el mercado financiero, se proyecta que el crecimiento del PIB real se reducirá de 7¼% este año a aproximadamente 5¼% en 2009 (cuadro 2.6). Pese a las recientes bajas del precio del petróleo, se prevé que el producto crecerá a un ritmo firme en los países exportadores netos de energía, donde las mejoras de los términos de intercambio deberían seguir incentivando la demanda; en cambio, en los importadores netos de energía es probable que el crecimiento pierda mucho ímpetu. En Rusia, el pronóstico de crecimiento para 2008 refleja mejores resultados de lo previsto a comienzos del año, mejoras cada vez mayores de los términos de intercambio y un programa de estímulo fiscal más voluminoso de lo previsto. Pero se perfila una desaceleración considerable del crecimiento, debida a la contracción de la demanda mundial y a las condiciones financieras más restrictivas. Se prevé que en Kazajistán el crecimiento permanecerá relativamente contenido mientras se corrigen los excesos del previo auge crediticio, aunque el sector petrolero, que conserva su dinamismo, debería seguir neutralizando una parte de los efectos de la escasez de crédito. En Ucrania, el pronóstico de crecimiento para 2008 tiene en cuenta los sólidos resultados obtenidos en el primer semestre del año, los mejores términos de intercambio y los indicios de una cosecha abundante. A futuro se proyecta una fuerte desaceleración del crecimiento, debida a un menor desarrollo del mercado de exportaciones, aumentos más lentos de los salarios reales, una moderación de las mejoras de los términos de intercambio y mayores costos de financiamiento.

Las perspectivas están sujetas a riesgos a la baja. La incertidumbre en el mercado financiero es una fuente de preocupación, sobre todo para los países cuyos déficits en cuenta corriente aumentan con rapidez, como Ucrania, y para otros países que ya dependen mucho de las entradas de capital. Aunque se prevé una mayor restricción monetaria y fiscal en el segundo semestre de 2008, los efectos a corto

Cuadro 2.6. PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en la Comunidad de Estados Independientes

(Variación porcentual, salvo indicación en contrario)

	PIB real				Precios al consumidor ¹				Saldo en cuenta corriente ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Comunidad de Estados Independientes	8,2	8,6	7,2	5,7	9,5	9,7	15,6	12,6	7,5	4,4	5,5	3,0
Rusia	7,4	8,1	7,0	5,5	9,7	9,0	14,0	12,0	9,5	5,9	6,5	3,4
Ucrania	7,3	7,6	6,4	2,5	9,1	12,8	25,3	18,8	-1,5	-3,7	-7,2	-9,2
Kazajstán	10,7	8,9	4,5	5,3	8,6	10,8	17,6	9,8	-2,4	-6,9	4,3	3,3
Belarús	10,0	8,2	9,2	8,0	7,0	8,4	15,3	9,6	-3,9	-6,8	-5,9	-8,0
Turkmenistán	11,4	11,6	10,8	10,3	8,2	6,3	13,0	12,0	15,7	15,4	26,5	33,0
Países de bajo ingreso de la CEI	14,7	14,5	10,5	10,5	10,1	12,7	16,3	13,7	7,7	11,2	15,7	16,2
Armenia	13,3	13,8	10,0	8,0	2,9	4,4	9,4	5,0	-1,8	-6,4	-9,7	-10,8
Azerbaiyán	30,5	23,4	16,0	16,4	8,4	16,6	22,4	20,0	17,7	28,9	38,3	38,6
Georgia	9,4	12,4	3,5	4,0	9,2	9,2	10,0	7,6	-15,9	-20,0	-20,8	-18,7
República Kirguisa	3,1	8,2	7,5	6,7	5,6	10,2	24,5	12,2	-3,1	-0,2	-4,2	-5,4
Moldova	4,8	4,0	6,5	6,5	12,7	12,4	13,7	9,7	-11,8	-17,0	-19,9	-19,1
Tayikistán	7,0	7,8	6,0	7,0	10,0	13,2	21,6	15,5	-2,8	-11,2	-8,5	-8,1
Uzbekistán	7,3	9,5	8,0	7,5	14,2	12,3	11,1	10,6	17,2	19,1	16,8	12,8
<i>Partidas informativas</i>												
Exportadores netos de energía ³	8,2	8,7	7,2	6,0	9,7	9,4	14,5	12,1	9,1	5,9	7,5	4,8
Importadores netos de energía ⁴	8,0	8,1	7,0	4,2	8,5	11,4	21,5	15,4	-3,0	-5,6	-7,9	-9,6

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

²Porcentaje del PIB.

³Incluye Azerbaiyán, Kazajstán, Rusia, Turkmenistán y Uzbekistán.

⁴Incluye Armenia, Belarús, Georgia, Moldova, la República Kirguisa, Tayikistán y Ucrania.

plazo en la actividad y la inflación tenderán a ser limitados. Así, la inflación para los importadores y exportadores netos de materias primas está sujeta a riesgos al alza.

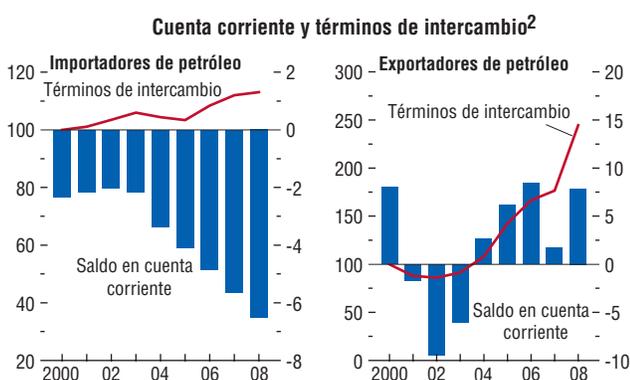
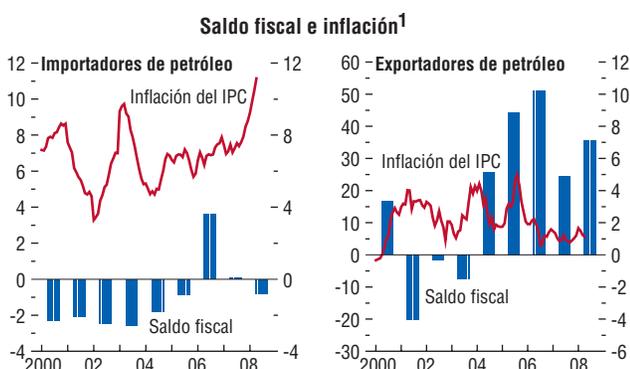
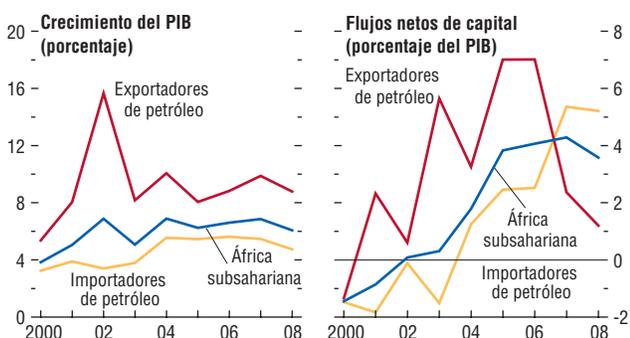
Se presume que la inflación superará las proyecciones de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*, y se situará en 15½% este año y en 12½% el próximo, a causa de las presiones cada vez más intensas sobre los precios en un entorno de persistente carestía de las materias primas y un escaso margen de capacidad no utilizada. En estas circunstancias, la eficacia de la política monetaria por lo general se ve limitada por los regímenes cambiarios fijos, aunque en Ucrania el tipo de cambio acaba de ser revaluado dentro de una banda más amplia de cotización. Para compensar, los gobiernos de la CEI han recurrido a diversas medidas fiscales y comerciales a fin de contener las presiones inflacionarias y amortiguar el impacto social de las alzas de los precios de los alimentos. Algunas de las medidas consisten en

reducir o suprimir los impuestos y derechos de importación sobre alimentos fundamentales, recortar impuestos sobre el consumo interno o incrementar subsidios a alimentos y combustibles, introducir topes directos sobre los precios de alimentos fundamentales, e imponer derechos y cuotas de exportación. Algunos países han adoptado medidas a corto plazo para incentivar la oferta, sobre todo subsidios y otros mecanismos de apoyo a la agricultura. Pero en varias economías, los costos fiscales de estas medidas han adquirido proporciones alarmantes, que hacen temer por la sostenibilidad fiscal.

Mientras que no se proyecte un descenso acusado de la inflación con respecto a sus actuales niveles elevados, muchos países de toda la región tendrán que aplicar medidas más enérgicas para garantizar que las expectativas inflacionarias a largo plazo permanezcan firmemente ancladas. Para responder de manera integral a la situación, la política económica tendrá que conjugar restricción monetaria con

Gráfico 2.8. África subsahariana: Los pros y los contras de la carestía de las materias primas

A nivel agregado, el crecimiento en África mostrará cierta capacidad de recuperación frente a la desaceleración mundial, gracias a que muchos países se benefician de las mejoras de los términos de intercambio debidas a las escaladas de los precios de los combustibles y otras materias primas, y a que las entradas netas de capital en la región han permanecido en general constantes. No obstante, los resultados económicos son muy diferentes entre los países que importan petróleo y los que lo exportan; los primeros han experimentado marcados deterioros de la cuenta corriente y las finanzas públicas, y fuertes aumentos de la inflación.



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

¹La inflación del índice de precios al consumidor (IPC) es la variación porcentual con respecto al año previo, escala de la izquierda; los saldos fiscales se miden como porcentaje del PIB, escala de la derecha.

²Los saldos en cuenta corriente se miden como porcentaje del PIB, escala de la derecha; los términos de intercambio se miden en función de un índice, 2000 = 100, escala de la izquierda.

mayor flexibilidad cambiaria, dentro de una orientación fiscal prudente. En particular, sería útil que los subsidios universales, que avivan las presiones de la demanda interna y pesan sobre los recursos públicos, fueran reemplazados por medidas temporales y focalizadas para aliviar los efectos sociales de las escaladas de los precios de los alimentos y la energía que afectan a los segmentos más vulnerables de la población. En este sentido, las restricciones a las exportaciones y otras medidas de intervención que impiden los necesarios ajustes de la oferta probablemente serán contraproducentes.

A largo plazo, la región aún tiene ante sí el desafío de reducir su sensibilidad a los shocks de los precios de las materias primas mediante un proceso de diversificación de la economía a favor de otros productos. Un redoblamiento de los esfuerzos para mejorar el clima de inversión, incrementar la competencia (inclusive en los sectores alimentario y energético), afianzar los sistemas financieros internos y seguir ampliando el desarrollo de las instituciones de mercado ayudaría a mejorar los resultados y a atenuar los factores de vulnerabilidad vinculados a las variaciones de los términos de intercambio.

África subsahariana: Una prueba para los marcos de política económica

En África subsahariana se prevé una moderación del crecimiento a causa de la agitación financiera y los niveles elevados de los precios de la energía y los alimentos, pese a que muchos países de la región están beneficiándose de las mejoras de los términos de intercambio derivadas de la escalada de los precios de otras materias primas. En general se proyecta que el crecimiento se reducirá de casi 7% en 2007 a un poco más de 6% en 2008–09, pero con marcadas variaciones entre los países (gráfico 2.8 y cuadro 2.7). Si bien el entorno externo ha empeorado, la expansión económica en los países exportadores de petróleo debería perder poco ímpetu en 2008–09, con un crecimiento que rondará el 7½%, frente al

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

	PIB real				Precios al consumidor ¹				Saldo en cuenta corriente ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
África	6,1	6,3	5,9	6,0	6,3	6,2	10,2	8,3	2,9	0,4	3,0	0,2
Magreb	4,3	4,3	5,5	4,9	3,1	3,0	4,3	4,0	13,9	12,1	15,5	10,3
Argelia	2,0	4,6	4,9	4,5	2,5	3,6	4,3	4,0	24,8	22,8	28,1	19,8
Marruecos	7,8	2,7	6,5	5,5	3,3	2,0	3,9	3,5	2,2	-0,1	0,4	-0,3
Túnez	5,5	6,3	5,5	5,0	4,5	3,1	5,1	4,5	-2,0	-2,6	-3,4	-3,5
Subsahariana	6,6	6,9	6,1	6,3	7,3	7,1	11,9	9,5	-0,3	-3,0	-0,7	-2,4
Cuerno de África³	11,3	10,6	8,4	7,2	9,1	11,0	19,5	20,9	-13,4	-10,4	-6,3	-6,5
Etiopía	11,6	11,4	8,4	6,5	12,3	15,8	25,3	40,8	-9,1	-4,5	-5,0	-5,2
Sudán	11,3	10,2	8,5	7,7	7,2	8,0	16,0	10,0	-15,2	-12,6	-6,3	-6,7
Grandes Lagos³	7,1	7,0	6,5	7,6	10,4	9,2	15,7	7,9	-4,3	-4,5	-6,2	-7,8
Congo, Rep. Dem. de	5,6	6,3	10,0	10,3	13,2	16,7	17,5	15,1	-2,4	-1,8	-1,9	-12,6
Kenya	6,4	7,0	3,3	6,4	14,5	9,8	25,0	6,5	-2,3	-3,1	-6,1	-4,5
Tanzanía	6,7	7,1	7,5	8,0	7,3	7,0	9,2	6,5	-7,7	-9,0	-9,8	-10,0
Uganda	10,8	7,9	9,8	8,1	6,6	6,8	7,3	7,8	-3,5	-2,8	-3,4	-5,8
África meridional³	11,0	12,9	10,6	9,4	11,5	10,0	11,3	9,4	12,8	6,7	9,6	8,3
Angola	18,6	21,1	16,0	12,8	13,3	12,2	12,1	9,3	23,3	11,3	18,0	15,9
Zimbabwé ⁴	-5,4	-6,1	...	...	1.016,7	10.452,6	...	...	-7,0	-3,5	...	...
África occidental y central³	4,9	5,1	5,4	6,8	6,8	4,6	9,3	8,3	4,5	-0,8	3,1	-0,4
Ghana	6,4	6,3	6,5	5,8	10,2	10,7	16,8	13,3	-9,0	-10,9	-13,1	-13,2
Nigeria	6,2	5,9	6,2	8,1	8,3	5,5	11,0	11,1	9,5	2,1	6,2	0,6
Zona del franco CFA³	2,8	4,2	4,3	5,6	3,2	1,4	5,6	4,1	0,1	-2,4	2,5	0,7
Camerún	3,2	3,5	3,8	4,6	5,1	0,9	4,1	2,1	0,6	-1,9	1,3	-1,1
Côte d'Ivoire	0,7	1,6	2,9	4,7	2,5	1,9	5,6	5,7	2,8	-0,7	3,8	-0,6
Sudáfrica	5,4	5,1	3,8	3,3	4,7	7,1	11,8	8,0	-6,5	-7,3	-8,0	-8,1
<i>Partidas informativas</i>												
Importadores de petróleo	5,9	5,3	5,0	5,0	6,3	6,6	10,9	8,5	-3,8	-4,9	-5,7	-6,3
Exportadores de petróleo ⁵	6,5	7,9	7,4	7,6	6,4	5,5	9,2	8,0	13,1	7,9	13,5	8,1

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

²Porcentaje del PIB.

³Los países que integran este grupo regional figuran en el cuadro F del apéndice estadístico.

⁴No se muestran proyecciones para el año 2008 y siguientes. Las cifras de inflación para 2007 son estimaciones.

⁵Incluye Chad y Mauritania.

8% registrado en 2007, gracias a una mejora de casi 75% en los términos de intercambio en 2008. Para los países importadores de petróleo, los términos de intercambio permanecerán en general estables en 2008, ya que la carestía de crudo se verá compensada por los altos precios de los metales, del café, del cacao y del algodón¹⁰. Sin embargo, las proyecciones indican

¹⁰Los países importadores de petróleo pueden beneficiarse de las alzas de los precios de los metales (Botswana, Ghana, Guinea, Kenya, Mozambique, Senegal, Sudáfrica, Togo, Uganda y Zambia), del café, del cacao y del algodón (Burundi, Côte d'Ivoire, Etiopía, Kenya, Rwanda, Uganda y Zambia, entre otros). En el capítulo 3

que los países más afectados (Benin, Gambia, Kenya, Madagascar, Rwanda y Sierra Leona) experimentarán un deterioro de entre 15% y 20% en los términos de intercambio. En Sudáfrica, la economía más grande de la región, hubo escasez de energía eléctrica a comienzos de 2008 y fue necesario elevar en 500 puntos básicos la tasa de interés de referencia desde mediados de 2006 para contener la inflación; por eso se espera una desaceleración del crecimiento de 5% en 2007 a aproximadamente 3½% en 2008-09.

y en FMI (2008a) se analizan en detalle los efectos del reciente shock de los precios de las materias primas.

Las perspectivas de crecimiento regional están sujetas a riesgos a la baja, relacionados sobre todo con un aumento de la demanda mundial más lento de lo previsto y una desaceleración de las entradas de capital.

Las recientes alzas bruscas de los precios de los alimentos y los combustibles complican mucho la estabilidad de los precios en toda África subsahariana. Según las previsiones, la inflación subirá de aproximadamente un 7% en 2007 a casi un 12% en 2008, para después bajar a un 9½% en 2009, aunque los promedios ocultan variaciones significativas entre los países. El encarecimiento de los alimentos tiende a incidir mucho en la inflación en la región, ya que los alimentos representan una proporción abultada de las cestas de consumo (véase el capítulo 3). Las presiones de la demanda interna, que surgieron en algunos países de África subsahariana durante los últimos años de crecimiento vigoroso, también pueden estar amplificando las repercusiones iniciales de los shocks de los precios de los alimentos y los combustibles a través de efectos de segunda ronda en la inflación.

En este entorno de creciente inflación, la incidencia de la carestía de los alimentos en la pobreza es motivo de gran preocupación, ya que pone en peligro los avances logrados en este ámbito y la cohesión social. Al depender mucho de las importaciones de alimentos y tener elevados índices de pobreza, los países de África subsahariana son los más vulnerables al encarecimiento de las materias primas. Las poblaciones de estos países tienen menos opciones para protegerse de las alzas de precios de los alimentos, y los más afectados suelen ser los habitantes pobres de zonas urbanas. El personal técnico del FMI estima que el impacto más fuerte del encarecimiento de los alimentos importados se producirá en Gambia, Ghana, Mauritania y Swazilandia, debido a su alto grado de dependencia de las importaciones y los bajos ingresos (FMI, 2008a). Ante el recrudecimiento de las presiones inflacionarias, algunos países han adoptado políticas monetarias más restrictivas, pero muchos han reducido

los derechos de importación y el impuesto sobre el valor agregado de los alimentos, o han impuesto derechos de exportación y otras restricciones.

Las posiciones externas de los países importadores de petróleo también están empezando a soportar presión a raíz de la escalada de los precios de los alimentos y combustibles importados. Las proyecciones apuntan a que los déficits en cuenta corriente en los países importadores de petróleo se deteriorarán, en promedio, de aproximadamente 5% del PIB en 2007 a alrededor de 5¾% del PIB en 2008 y 6¼% del PIB en 2009. En el caso de Sudáfrica, preocupa sobremanera el creciente déficit en cuenta corriente, que se situó en 7¼% del PIB en el segundo trimestre de 2008. El déficit se financia en gran medida con flujos de inversión de cartera volátiles, aunque el bajo nivel de la deuda externa y el tipo de cambio flexible deberían brindar cierta capacidad de recuperación en el caso de que se revirtiesen los flujos de capital. En cambio, los saldos en cuenta corriente en los países exportadores de petróleo arrojan superávits y tenderán a fortalecerse aún más, pasando del 8% en 2007 al 13½% en 2008 y a alrededor del 8% en 2009.

El principal desafío para la región consiste en formular una respuesta frente a los fuertes shocks de los precios de las materias primas y la desaceleración de las entradas de capital. Los países importadores de petróleo, donde el shock de los términos de intercambio negativos ha minado los saldos fiscales y las posiciones externas, tienen que ajustar sus políticas monetarias, fiscales y de ingresos. La postergación de los ajustes pondría en peligro no solo la estabilidad macroeconómica, sino también las mejoras recientes en los marcos institucionales y de política, responsables en gran medida de la notable evolución del crecimiento en África subsahariana en los últimos años.

- Los países con regímenes de tipo de cambio regulado o fijo tienen que aplicar políticas monetarias restrictivas, para lo cual pueden subir la tasa de interés o tomar medidas administrativas a fin de evitar que se enquis-

ten las expectativas inflacionarias y afianzar la balanza de pagos y la situación fiscal. Una reducción del endeudamiento del sector público y una mayor flexibilidad cambiaria facilitarían la restricción monetaria y aliviarían la presión sobre la balanza de pagos.

- Al mismo tiempo, se necesitan medidas fiscales focalizadas, como los subsidios, para ayudar a proteger a los pobres. Estas medidas deberían ir acompañadas de otras que permitan salvaguardar la situación presupuestaria a largo plazo, como un traslado gradual pero completo de los precios internacionales del petróleo a los precios de consumo, junto con medidas más focalizadas a favor de los pobres. Los controles de los precios de los alimentos quizá no sean eficaces, y en lugar de reducir la inflación generarán escasez y costos presupuestarios.
- Se precisa más asistencia de los donantes para amortiguar el impacto del ajuste en los países vulnerables que adolecen de elevados índices de pobreza, acceso limitado al financiamiento externo, reservas escasas y altos niveles de deuda externa o pública. Los fondos de los donantes permitirían a estos países sufragar el mayor costo total de las importaciones y proporcionar ayudas presupuestarias focalizadas a los segmentos más pobres de la población, mientras se efectúan los necesarios ajustes graduales. A largo plazo, la asistencia de los donantes podría canalizarse hacia el fomento de la agricultura interna y de redes sostenibles de protección social.

Los países exportadores de petróleo tienen que gestionar las ganancias extraordinarias derivadas de los altos niveles de los precios de las materias primas de manera más eficaz que en similares episodios anteriores, que no desembocaron en mejoras permanentes de los niveles de vida. El incremento de los superávits en cuenta corriente y las presiones inflacionarias exigen una mejor coordinación de las políticas monetarias y fiscales. El ahorro de una parte de los ingresos petroleros ayudaría a mitigar las emergentes presiones inflacionarias y, al mismo tiempo, a sentar una base finan-

ciera sólida para atender necesidades vitales en materia de infraestructura, salud y protección social. La restricción monetaria podría servir para estabilizar la inflación y evitar que se desencadene un proceso generalizado de inflación. Para mantener la inflación bajo control también convendría dejar que se aprecien los tipos de cambio nominales.

Oriente Medio: Continúa preocupando la posibilidad de recalentamiento

La actividad sigue creciendo con vigor en gran parte de Oriente Medio, en tanto que las presiones inflacionarias se mantienen elevadas o van en aumento, sobre todo en varios exportadores de petróleo. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento del PIB real de los países de la región apenas se debilitará en 2008–09, pasando de 6½% a poco menos de 6%, y tanto los exportadores de petróleo como las economías no petroleras se expandirán a un ritmo parecido (cuadro 2.8). Los efectos de la contracción de la demanda en las economías avanzadas que son socios comerciales de estos países y las crecientes limitaciones del lado de la oferta en los sectores petroleros se verían compensados en parte por una demanda interna enérgica y por la actividad de los sectores no petroleros. El alza de los precios del petróleo y de los alimentos está creando grandes complicaciones presupuestarias para muchas economías no petroleras. Como contrapartida, la turbulencia financiera mundial ha tenido efectos relativamente suaves en la región hasta el momento, más allá de obligar a los mercados bursátiles a sacrificar ganancias.

El crecimiento económico está respaldado más que nada por los sectores no petroleros, ya que las limitaciones de la capacidad están moderando la expansión de la producción petrolera (gráfico 2.9). En los países exportadores de petróleo, el crecimiento está impulsado por la construcción privada, el comercio minorista, el transporte y los servicios financieros. Además del efecto indirecto del elevado nivel de los ingresos petroleros, el vigor de la economía es producto de un clima de negocios que propicia

Cuadro 2.8. PIB real, precios al consumidor y saldo en cuenta corriente en algunas economías de Oriente Medio*(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)*

	PIB real				Precios al consumidor ¹				Saldo en cuenta corriente ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Oriente Medio	5,7	5,9	6,4	5,9	7,0	10,6	15,8	14,4	21,1	18,4	22,9	17,1
Exportadores de petróleo³	5,6	5,7	6,2	5,9	7,6	10,7	16,8	14,3	24,2	21,2	26,0	19,9
Irán, Rep. Islámica del	5,8	6,4	5,5	5,0	11,9	18,4	26,0	22,0	9,2	10,1	11,2	6,7
Arabia Saudita	3,0	3,5	5,9	4,3	2,3	4,1	11,5	10,0	27,9	25,1	32,5	23,8
Emiratos Árabes Unidos	9,4	7,4	7,0	6,0	9,3	11,1	12,9	10,8	22,6	20,5	22,6	18,8
Kuwait	6,3	4,6	5,9	5,8	3,1	5,5	9,0	7,5	52,2	43,1	44,6	39,3
Mashreq	5,9	6,3	6,6	5,8	5,4	9,2	11,3	13,5	-1,7	-2,2	-3,1	-3,6
Egipto	6,8	7,1	7,2	6,0	4,2	11,0	11,7	16,1	0,8	1,5	0,6	-0,9
República Árabe Siria	4,4	3,9	4,2	5,2	10,4	4,7	8,0	7,0	-2,9	-1,4	-2,7	-2,9
Jordania	6,3	6,0	5,5	5,3	6,3	5,4	15,8	7,6	-11,3	-17,5	-18,5	-16,3
Líbano	—	4,0	6,0	5,0	5,6	4,1	11,0	6,2	-5,6	-12,7	-14,0	-13,7
<i>Partida informativa</i>												
Israel	5,2	5,4	4,3	2,8	2,1	0,5	4,8	3,3	5,9	3,2	0,4	0,5

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

²Porcentaje del PIB.

³Incluye Arabia Saudita, Bahrein, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Libia, Omán, Qatar, la República Árabe Siria, la República del Yemen y la República Islámica del Irán.

la inversión privada y el desarrollo de proyectos públicos encaminados a despejar los estrangulamientos de la infraestructura y la vivienda derivados del rápido crecimiento demográfico. A pesar de que el petróleo alcanzó niveles de precios sin precedentes, la actividad reciente del sector fue notablemente menos dinámica que la del sector no petrolero. Pese a una inversión intensa, la capacidad de producción y distribución está aumentando con lentitud debido a la subida vertiginosa de los costos de inversión, las limitaciones tecnológicas y geológicas y el agotamiento de los yacimientos conocidos. Con todo, se prevé que la capacidad de producción de petróleo y gas natural, y en menor medida el producto, experimenten un aumento moderado en 2008–09, ya que Arabia Saudita y Qatar pondrán en servicio un volumen significativo de capacidad nueva. El crecimiento del PIB real de las economías no petroleras se está beneficiando de un clima de negocios más favorable. Gracias a una afluencia considerable de IED, la actividad se está acelerando en Egipto y Jordania, en tanto que Líbano se sigue recuperando del conflicto de 2006.

Los indicios de sobrecalentamiento se multiplican. La inflación llegó a los dos dígitos inclusive en países donde suele ser baja, como Arabia Saudita, y superó el 20% en Egipto y la República Islámica del Irán. Ese fogonazo inflacionario ocurrió pese al traslado limitado de los elevados precios del combustible, y en menor medida de los alimentos, a los mercados nacionales¹¹. No sorprende constatar que, aunque la inflación todavía está alimentada principalmente por precios determinados en el exterior (incluida la depreciación del dólar de EE.UU. respecto de terceras monedas), las presiones se hacen sentir cada vez más en los precios de bienes no transables determinados internamente. Tal es el caso especialmente en los países exportadores de petróleo, donde una población que crece en número y en prosperidad, junto con la afluencia de trabajadores extranjeros, está generando presión sobre los precios de los ser-

¹¹Estos bienes por lo general tienen una ponderación combinada de un cuarto a un tercio de la canasta de consumo. El grueso de la ponderación corresponde a los alimentos.

vicios —más que nada de la vivienda— y donde los gobiernos están concediendo fuertes aumentos salariales. Sin embargo, otros países están comenzando a sentir presiones más generales. Por lo tanto, aunque técnicamente se presume que el tipo de cambio efectivo real no se depreciará más y que los precios de los combustibles y los alimentos se mantendrán más o menos sin cambios, el pronóstico apunta solamente a una disminución ligera de la inflación en 2009.

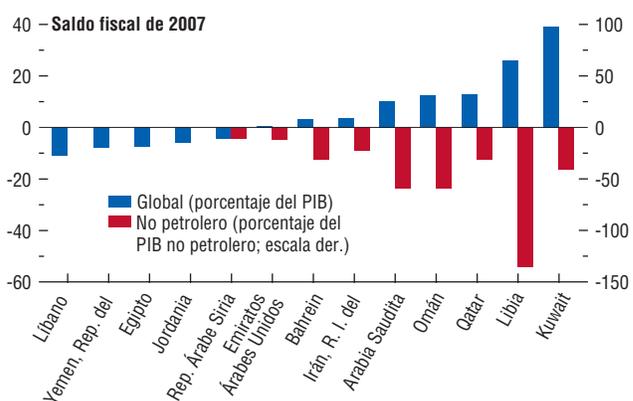
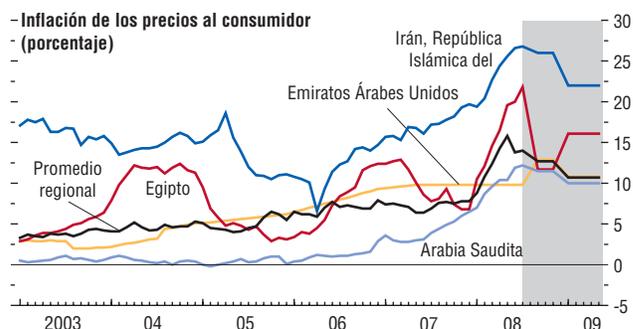
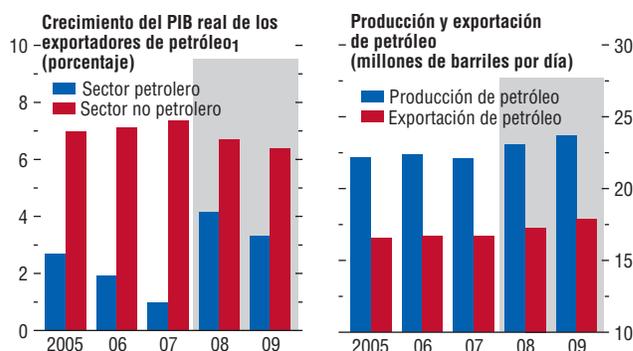
Al mismo tiempo, la intensidad de la demanda interna está acelerando las importaciones en toda la región. La situación de la cuenta corriente difiere ampliamente entre los exportadores de petróleo y las economías no petroleras: los primeros están registrando superávits cuantiosos y crecientes, proyectados por lo general en 10%–45% del PIB para 2008–09; en las segundas, el encarecimiento de las importaciones está incrementando los déficits, a dos dígitos en Jordania y Líbano y a niveles aún bajos en Egipto.

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento siguen estando más o menos equilibrados. Los riesgos externos son más bien a la baja y tienen que ver con el enfriamiento de la demanda en las economías avanzadas y el posible retroceso de los precios del petróleo. Las afluencias de capital hacia los países con déficits podrían resentirse si las condiciones financieras mundiales empeoraran súbitamente, y el acceso al financiamiento proporcionado por grandes empresas no financieras también podría complicarse. Los riesgos al alza están relacionados con el vigor que conserva la demanda interna y el firme interés que siguen demostrando los inversionistas extranjeros tanto dentro de la región —particularmente en los países del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG)— como fuera de ella. Sin embargo, si los riesgos al alza se concretaran y exacerbaban la presión inflacionaria, las políticas macroeconómicas se enfrentarían a una situación aún más complicada.

Dadas las circunstancias, la lucha contra la inflación exige corregir los crecientes desequilibrios. Los países cuyo tipo de cambio no está vinculado a una moneda extranjera

Gráfico 2.9. Oriente Medio: Medidas para enfrentar las presiones inflacionarias

Se proyecta que el PIB real seguirá creciendo con vigor, más que nada gracias a la actividad de los sectores no petroleros. La presión inflacionaria va en aumento y se necesitan políticas fiscales más restrictivas para mantener bien ancladas las expectativas inflacionarias, sobre todo en las economías no petroleras, que también registran crecientes déficits en cuenta corriente.



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

¹Los exportadores de petróleo son: Arabia Saudita, Bahrein, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Libia, Omán, Qatar, la República Árabe Siria, la República del Yemen y la República Islámica del Irán.

(como Egipto y la República Islámica del Irán) pueden adoptar una política monetaria más restrictiva y lograr mayor eficacia gracias a la flexibilidad cambiaria. Los países con un vínculo cambiario importan la política monetaria del extranjero, sobre todo de Estados Unidos. En muchos exportadores de petróleo la moneda está subvalorada —aunque en diferentes grados—, y el avance de la inflación está contribuyendo a la apreciación del tipo de cambio efectivo real. La principal razón de la subvaloración es el vínculo con el dólar de EE.UU., que se depreció al mismo tiempo que mejoraban los términos de intercambio. Una vez que los precios internos se hayan ajustado completamente a niveles más elevados —compatibles con un tipo de cambio efectivo real apreciado—, las presiones inflacionarias seguramente se moderarán, siempre que el vínculo cambiario y la política fiscal mantengan ancladas las expectativas.

La transición hacia un nuevo equilibrio también podría concretarse a través de una revaloración de las monedas, pero ese proceso sería complejo, sobre todo en los países del CCG, que tienen previsto entrar en una unión monetaria en 2010. Primero, las revaloraciones engendrarían incertidumbre en cuanto a la reacción de la política económica ante shocks externos en el futuro, lo cual erosionaría el valor del vínculo cambiario como ancla nominal. Segundo, muchos países con vínculos cambiarios no tienen todavía ni capacidad para llevar adelante una política monetaria independiente ni la infraestructura básica necesaria para un mercado financiero. Tercero, la volatilidad de los mercados del petróleo podría infundir volatilidad en los tipos de cambio bajo los regímenes de flotación, lo cual podría a su vez obstaculizar la diversificación de las bases de exportación en algunos países. Algunos de estos problemas se solucionarían reemplazando el vínculo al dólar de EE.UU. con un vínculo a una cesta de monedas que refleje mejor la composición del comercio internacional y los intercambios de servicios con el resto del mundo. Pero en los últimos tiempos un vínculo de estas características no habría tenido gran influencia en la presión excesiva sobre la demanda, como lo demuestra la experiencia de

Kuwait. Sin embargo, a la larga, si la inflación persiste, valdría la pena estudiar esa alternativa. Globalmente, la influencia del tipo de cambio en la presión de la demanda depende de las circunstancias de cada país; entre ellas, la posibilidad de ajustar la política fiscal y el compromiso de los países del CCG de mantener sus monedas vinculadas al dólar de EE.UU. en el período previo a la unión monetaria.

La política fiscal será una herramienta crucial para controlar las presiones de la demanda en las economías de Oriente Medio. Muchas economías no petroleras redujeron significativamente su nivel de endeudamiento a lo largo de la última década. Aun así, los niveles de deuda nacional siguen siendo elevados en comparación con la norma internacional y, por ende, las necesidades coyunturales y a mediano plazo apuntan hacia la restricción monetaria. En los países exportadores, el alza de los precios del petróleo ha abierto un margen fiscal para incrementar el gasto público, pero ha agudizado la presión sobre los recursos internos; por ejemplo, el rápido aumento del gasto en salarios y subsidios está haciendo subir el precio del petróleo necesario para equilibrar los presupuestos nacionales. Las medidas que se necesitan concretamente en el ámbito fiscal varían, pero en general habría que poner énfasis en recortar el gasto corriente sin dejar de impulsar proyectos clave de infraestructura que disolverían los estrangulamientos del lado de la oferta interna. Además, la política fiscal puede ayudar a enfrentar los retos sociales que representa la carestía de la energía y de los alimentos. La elaboración de programas de transferencia más focalizados contribuiría a la lucha contra la pobreza y, en los países exportadores de petróleo, distribuiría los beneficios percibidos gracias al aumento de los precios del crudo. A medida que se avance, habría que recortar los elevados gastos en subsidios generales al petróleo y a los alimentos, que en Arabia Saudita y Egipto, por ejemplo, rondan el 10% del PIB.

A mediano plazo será importante fortalecer los marcos de política macroeconómica y continuar con las reformas estructurales para que las economías de Oriente Medio puedan resistir mejor los shocks y atender a una población joven y en rápido

aumento. Convendría imprimir a las políticas fiscales una orientación a más largo plazo —por ejemplo, con ayuda de marcos presupuestarios a mediano plazo—, teniendo en cuenta la necesidad de reducir la deuda de las economías no petroleras y de prepararse para la caída de los ingresos petroleros en algunos países exportadores. También será necesario reforzar la capacidad para dirigir una política monetaria independiente y desarrollar los mercados financieros. A medida que los sistemas financieros nacionales evolucionen en complejidad, habrá que prestar atención a las dimensiones de regulación y supervisión. Además, muchos países se beneficiarían si mejoraran más su clima de negocios, entre otras vías mediante el estímulo de la inversión en educación y el afianzamiento de las redes de protección social.

Referencias

- Barro, Robert, y Xavier Sala-i-Martin, 2004, *Economic Growth*, segunda edición (Nueva York: McGraw Hill).
- Beechey, Meredith J., Benjamin K. Johansen y Andrew T. Levin, 2008, “Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area than in the United States?”, Finance and Economics Discussion Paper No. 23 (Washington: Junta de la Reserva Federal).
- Blanchard, Olivier, 2004, “The Economic Future of Europe”, NBER Working Paper No. 10310 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2007, “Adjustment within the Euro: The Difficult Case of Portugal”, *Portuguese Economic Journal*, vol. 6 (abril), págs. 1–21.
- , y Justin Wolfers, 2000, “The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence”, *Economic Journal*, vol. 110 (marzo), págs. 1–33.
- Britton, E., P.G. Fisher y J.D. Whitley, 1998, “The Inflation Report Projections: Understanding the Fan Chart”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 38 (febrero), págs. 30–37.
- Bruno, Michael, y Jeffrey Sachs, 1985, *Economics of Worldwide Stagflation* (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press).
- Carabenciov, I., I. Ermolaev, C. Freedman, M. Juillard, O. Kamenik, D. Korsunmov y D. Laxton, de próxima publicación, “A Small Quarterly Multi-Country Projection Model with Financial-Real Linkages and Oil Prices”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Comisión Europea, 2008, *EMU@10: Successes and Challenges After 10 Years of Economic and Monetary Union* (Bruselas).
- Davis, Morris A., Andreas Lehnert y Robert F. Martin, 2007, “The Rent-Price Ratio for the Aggregate Stock of Owner-Occupied Housing” (inédito, diciembre). Disponible en www.morris.marginalq.com.
- Decressin, Jörg, y Emil Stavrev, de próxima publicación, “Building Economic Union: Productivity and Current Accounts in 10 Years of EMU”, Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Dew-Becker, Ian, y Robert J. Gordon, 2008, “The Role of Labour Market Changes in the Slowdown of European Productivity Growth”, CEPR Discussion Paper No. 6722 (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2008a, “Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses” (Washington, junio y septiembre). Disponible en www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf y www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf.
- , 2008b, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macrofinancial Implications and Policy* (Washington, octubre).
- , 2008c, *Japan: Selected Issues*, IMF Country Report No. 08/254 (Washington).
- Laxton, Douglas, D. Rose y Alasdair Scott, de próxima publicación, “Developing a Structured Forecasting and Policy Analysis System”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan David Ostry, Alessandro Prati y Luca Antonio Ricci, 2008, *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, IMF Occasional Paper No. 261 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Pisani-Ferry, Jean, Philippe Aghion, Marek Belka, Jürgen von Hagen, Lars Heikensten, André Sapir y Alan Ahearne, 2008, *Coming of Age: Report on the Euro Area*, Bruegel Blueprint No. 4 (Bruselas: Bruegel).
- Stavrev, Emil, 2007, “Growth and Inflation Dispersions in EMU: Reasons, the Role of Adjustment Channels, and Policy Implications”, IMF Working Paper 07/167 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Stock, James, y Mark Watson, 1989, "New Indexes of Coincident and Leading Economic Indicators", en *NBER Macroeconomic Annual: 1989* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), págs. 351-94.

———, 2003, "How Did Leading Indicator Forecasts Perform During the 2001 Recession?", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 89 (tercer trimestre), págs. 71-90.

Timmermann, Allan, 2006, "An Evaluation of the World Economic Outlook Forecasts", IMF Working Paper 06/59 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

van Ark, Bart, Mary O'Mahony y Gerard Ypma, 2007, *The EU KLEMS Productivity Report* (Groningen, Países Bajos: Groningen Growth and Development Centre).

Zarnowitz, Victor, 1992, *Business Cycles: Theory, History, Indicators, and Forecasting* (Chicago: University of Chicago Press).

El presente capítulo analiza el actual auge de precios de las materias primas y evalúa los riesgos de que el ajuste asociado de los precios relativos pueda provocar un incremento gradual de la inflación, como sucedió durante los años setenta. A pesar de que ha habido una cierta distensión en la evolución de los precios de las materias primas en los últimos tiempos, muchas de las fuerzas que subyacen detrás de este auge aún persisten, y es probable que dichos precios se mantengan en niveles altos según los patrones históricos. La persistencia del riesgo de inflación deriva de los grandes aumentos de precios de las materias primas que aún no han sido totalmente canalizados a través de la cadena de abastecimiento. Las economías más vulnerables a los riesgos de un incremento gradual de la inflación son aquellas que tienen una elevada probabilidad de sufrir efectos de segunda ronda, donde las materias primas representan una gran proporción del gasto final y donde la credibilidad de la política monetaria es limitada, donde las economías están sometidas a presiones sobre los precios generadas por otros factores, como el recalentamiento de la economía; y donde las medidas de política macroeconómica adoptadas ante la inflación han sido inadecuadas.

En vista del enorme incremento de precios de las materias primas del pasado año y medio, cabe preguntarse si estamos ante una señal del fin de casi una década de estabilidad de precios y frente al anuncio del retorno al tipo de inflación elevada que se observó durante los años setenta. La pregunta sigue siendo objeto de un debate generalizado, aun cuando dichos precios han comenzado a moderarse desde mediados del mes de julio. En muchas economías, las tasas de inflación general permanecen en niveles

Los principales autores de este capítulo son Thomas Helbling, Douglas Laxton, Valerie Mercer-Blackman e Irina Tytell, con contribuciones de Kevin Cheng y Kevin Clinton. To-Nhu Dao, Nese Erbil, Emory Oakes y Ercument Tulun colaboraron en las investigaciones.

que se observaron por última vez hace 10 ó 15 años, y la inflación subyacente todavía aumenta, en especial en economías emergentes y en desarrollo.

Aunque existe un acuerdo generalizado de que los riesgos de inflación han aumentado en todo el mundo, las causas de preocupación difieren entre los numerosos analistas y las autoridades económicas. Para algunos, el aspecto más preocupante es que los aumentos de precios de las materias primas han sido tan generalizados, elevados y rápidos, que las percepciones acerca de una inflación creciente podrían transformarse en expectativas de mayores incrementos de precios, demandas de salarios más altos y, en consecuencia, en un incremento de la inflación subyacente (efectos de segunda ronda). Otros se concentran en el hecho de que, en varias economías emergentes y en desarrollo, las presiones derivadas de los precios de las materias primas se suman a aquellas derivadas del recalentamiento de la economía. Esta combinación exacerba los riesgos de efectos de segunda ronda. El problema es especialmente severo para los países exportadores de tales materias primas, para quienes el incremento de precios ha tenido un efecto expansivo.

Una tercera causa de preocupación es que, de hecho, el incremento de precios de las materias primas podría no ser un shock de oferta puro, sino la consecuencia de un exceso de demanda mundial derivada de políticas macroeconómicas excesivamente expansivas. Tal como sucedió durante los años setenta, la escalada de precios de las materias primas puede ser una indicación temprana de que se está sobreestimando la capacidad en algunos países. Al interpretar erróneamente los incrementos de precios como un resultado derivado exclusivamente de limitaciones específicas del sector, los responsables de diseñar políticas pueden amplificar las presiones inflacionarias.

En este capítulo se analiza el auge de precios de las materias primas y las consecuencias de dicha alza en los riesgos y perspectivas inflacionarias. Específicamente, se pretende responder las siguientes preguntas:

- ¿Por qué los precios de las materias primas son tan elevados? ¿Se mantendrán en ese nivel?
- ¿Cuál ha sido el impacto del incremento de estos precios en la inflación general y subyacente en todo el mundo? ¿Qué países fueron los más afectados? ¿Cuáles son los riesgos de que se produzcan efectos de segunda ronda importantes y qué factores influyen en dichos riesgos?
- ¿Cuál debería ser la política monetaria adecuada en respuesta al aumento de precios de las materias primas? ¿Bajo qué circunstancias la aplicación de políticas monetarias inadecuadas en países específicos puede acarrear consecuencias mundiales significativas?

El capítulo llega a la conclusión de que el auge de precios de las materias primas, en términos generales, refleja la interacción entre una demanda sólida, bajos niveles de existencias y de capacidad no utilizada, una lenta expansión de la oferta en sectores clave y shocks de oferta adversos. En los últimos tiempos, los precios de las materias primas han disminuido debido a las perspectivas de una desaceleración del crecimiento mundial en 2008–09, en parte como respuesta a los elevados precios de dichos bienes, y la resolución de limitaciones de la oferta de cultivos alimentarios clave provocadas por factores climáticos. Sin embargo, algunas de las fuerzas que subyacen detrás del alza de estos precios aún persisten, en especial el sólido crecimiento en importantes economías emergentes, bajos niveles de existencias y limitaciones de oferta en sectores clave. Salvo que se produzca una intensa caída mundial de la actividad, es probable que estos factores limiten la prolongación en el tiempo de la moderación de los recientes niveles máximos alcanzados por los precios y resulten en una volatilidad de precios sostenida.

Los riesgos inflacionarios probablemente se mantendrán altos durante algún tiempo, incluso si los precios de las materias primas ejercieran una presión inflacionaria directa menor que

durante el pasado año y medio, debido a que el ajuste ante el gran incremento en los precios relativos de dichas materias primas aún perdura. En algunas economías ya se han producido efectos de segunda ronda, y otras permanecen en situación de riesgo. Las economías emergentes y en desarrollo son generalmente más vulnerables a los principales factores de riesgo, entre los cuales se incluye una alta participación de las materias primas en el gasto final y una menor credibilidad de su gestión monetaria. Además, los mayores niveles de precios internacionales, en particular de los combustibles, aún no se han transferido en forma completa a los precios internos de muchas economías.

A pesar de la reciente moderación de los precios de las materias primas, la adopción de una política monetaria firme sigue siendo importante en aquellas economías donde las presiones inflacionarias ya eran elevadas antes del aumento de dichos precios y donde los riesgos de efectos de segunda ronda son altos. La demora de la reacción de la política monetaria podría reducir la credibilidad de las autoridades de política económica y, así, perjudicar significativamente el equilibrio entre inflación y producción. Las otras políticas macroeconómicas deben complementarla, en especial si las restricciones cambiarias limitan el alcance de la aplicación de una política monetaria restrictiva.

El presente capítulo está organizado de la siguiente manera. La sección que se presenta a continuación analiza los orígenes y las perspectivas de los altos precios de las materias primas. La siguiente sección estudia la relación entre los shocks de precios de las materias primas y la inflación a nivel de cada país, y examina si los incrementos sostenidos en los precios de los alimentos y la energía podrían revertir la reciente “gran moderación” inflacionaria en todo el mundo. El análisis se concentra luego en las consecuencias de los shocks de los precios de las materias primas en lo relativo a la política monetaria y en la dinámica de la inflación mundial. La sección que contiene el resumen y las conclusiones también presenta algunas implicaciones para las políticas económicas.

Escalada de precios de las materias primas: Orígenes y perspectivas

Los precios de las materias primas se incrementaron durante el pasado año y medio (gráfico 3.1, paneles superior e intermedio). El precio del petróleo aumentó a más del doble entre diciembre de 2006 y mediados de julio de 2008; sin embargo, ha retrocedido en cierta medida desde entonces, y el incremento de los precios de los alimentos fue superior a 50% durante este período. Estos fuertes aumentos se suman a los que tuvieron lugar durante el período 2003–06. En general, los incrementos acumulados de los precios de las materias primas a partir de 2003 son muy similares en magnitud a los registrados durante el último auge importante de principios de los años setenta (1971–74). Otros períodos más recientes de crecimiento mundial sostenido, durante los años ochenta y noventa, no presentaron un alza generalizada de precios de las materias primas que afectara a los combustibles y alimentos. Esta sección compara el actual auge de los precios de estos bienes con el de principios de los años setenta, y luego analiza el actual desarrollo y las perspectivas de los precios del petróleo y los alimentos¹.

Comparación entre el actual auge de precios de las materias primas y el de los años setenta

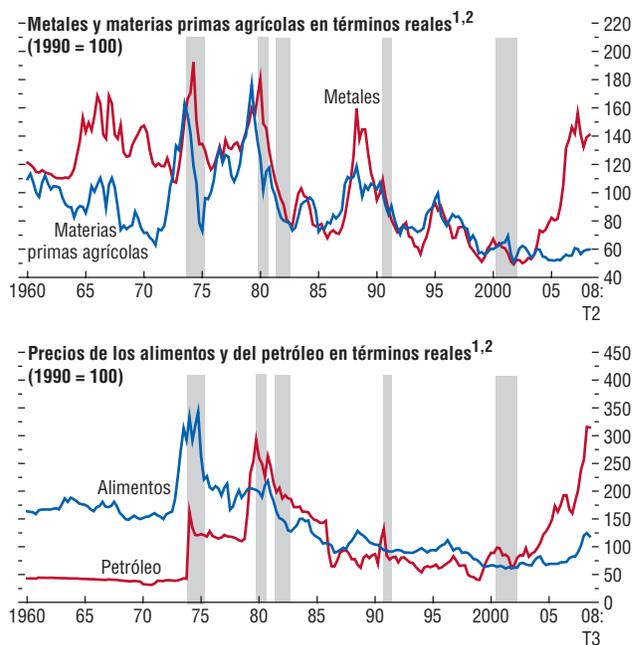
Al parecer existen tres factores comunes a ambos períodos de alza de los precios. En primer lugar, los orígenes se remontan a un crecimiento mundial sólido (gráfico 3.1, panel inferior)². Los precios de muchas materias primas reaccionan fuertemente ante cambios en el crecimiento mundial o la actividad industrial. Esto refleja la función de las materias primas en

¹El apéndice 3.1 brinda un panorama más detallado acerca del desarrollo reciente y las perspectivas del mercado de materias primas.

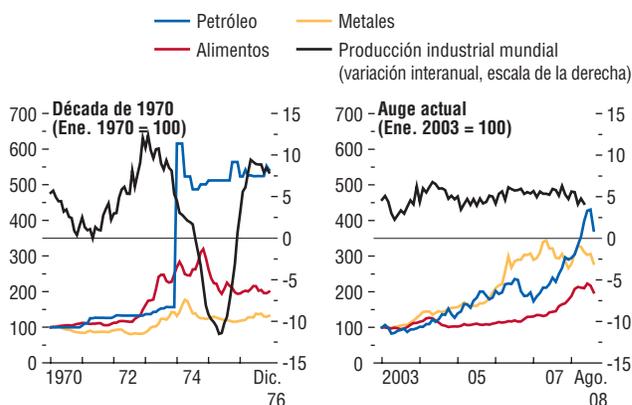
²Radetski (2006), entre otros, señaló que el comienzo de cada período importante y generalizado de auge de precios de las materias primas durante el período de posguerra (1950–52, 1972–74, y 2003 hasta la actualidad) coincidió con una aceleración del crecimiento económico y la producción industrial.

Gráfico 3.1. Precios de las materias primas en un contexto histórico

El auge actual de precios de las materias primas comparte muchas características con el último auge importante de precios de las materias primas de principios de la década de 1970; entre ellas, aumentos bruscos en los precios del petróleo y los alimentos, y un entorno de fuerte crecimiento mundial.



Precios de las materias primas y producción industrial



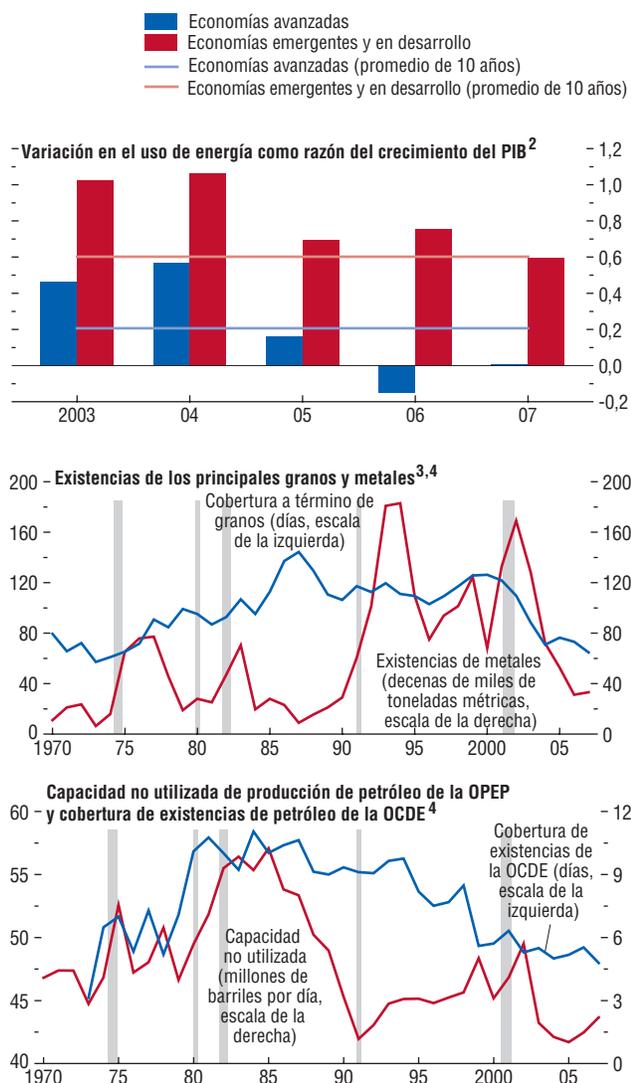
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Deflactado por el índice de precios al consumidor (IPC) de Estados Unidos.

²Las franjas sombreadas indican los períodos de recesión mundial (identificados por un índice mensual de producción industrial mundial).

Gráfico 3.2. Variación marginal en la intensidad energética, las existencias de materias primas y la capacidad no utilizada de producción de petróleo de la OPEP¹

La cantidad de materias primas que absorbe el fortísimo crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo fue uno de los factores principales que determinaron la reducción de los niveles de existencias y una menor capacidad no utilizada de producción de petróleo de la OPEP.



Fuentes: *British Petroleum Statistical Review of World Energy* (2008); Agencia Internacional de Energía; Departamento de Agricultura de Estados Unidos; Departamento de Energía de Estados Unidos, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹La OPEP es la Organización de Países Exportadores de Petróleo.
²Energía primaria en millones de barriles equivalentes de petróleo por PIB (expresado en miles de millones de dólares de EE.UU. de 2005).

³Los granos incluyen el maíz, el arroz y el trigo; los metales incluyen el cobre, el plomo y el cinc.

⁴Las franjas sombreadas indican los períodos de recesión mundial (identificados por un índice mensual de la producción industrial mundial).

la actividad industrial mundial —especialmente los insumos para fabricación tales como metales y materias primas agrícolas, pero también el petróleo— y, en el caso de otros productos como los alimentos, la función del ingreso como determinante de la demanda.

Es posible que la aceleración del crecimiento en las economías emergentes y en desarrollo en los últimos años —impulsado por el despeje de la industrialización y por fuertes incrementos en el ingreso per cápita a partir de un nivel bajo— haya alterado en el actual período de auge de precios la relación entre la actividad mundial y los precios de las materias primas. El desplazamiento del eje del crecimiento mundial hacia estas economías ha catalizado la demanda de materias primas, debido a que su crecimiento se basa en un uso relativamente más intensivo de estos productos (gráfico 3.2, panel superior). Hasta el momento, la desaceleración de las economías avanzadas ha tenido una influencia más reducida en los precios de las materias primas que en anteriores fases de desaceleración de dichas economías. Sobre esta base y desde una perspectiva histórica, los puntos de inflexión en los ciclos de precios han estado sincronizados en general con los de la actividad económica mundial³.

Un segundo factor común al auge de los años setenta y al actual es que ambos comenzaron con niveles de existencias y de capacidad no utilizada inferiores a los normales (gráfico 3.2, paneles intermedio e inferior). En ambos casos, esta ausencia de mecanismos reguladores acentuó el alza de los precios generada por el aumento de la demanda de materias primas surgida a partir del sólido crecimiento mundial⁴. Los motivos que explican los bajos

³Véase el recuadro 5.2 en *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2008.

⁴La presencia de esta interacción entre una fuerte demanda y los bajos niveles iniciales que actúan como amortiguadores es, probablemente, uno de los factores que convirtió una fase de expansión de precios cíclica en un auge de precios, ya que las diferencias del crecimiento mundial entre los distintos períodos de expansión son demasiado pequeñas para explicar, de manera plausible, las enormes diferencias en los precios de las materias

niveles de existencias y capacidad no utilizada del período actual de alza de precios de las materias primas varían según los distintos sectores; pero, en general, la inversión fue insuficiente y el crecimiento de la oferta fue lento a fines de los años noventa, tras dos décadas de precios bajos.

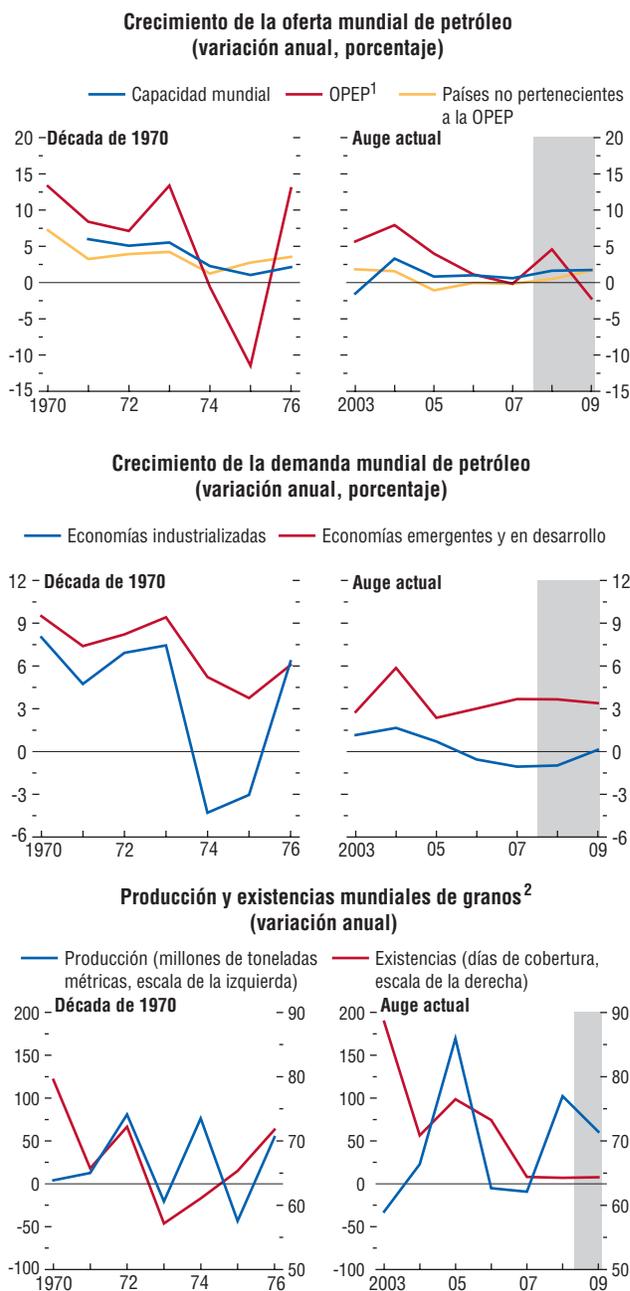
Un tercer factor común a ambos auges es que las limitaciones de oferta ejercieron una presión al alza de los precios. La abrupta subida en los precios del petróleo en diciembre de 1973, junto con la reducción transitoria de la producción durante el embargo impuesto por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), se ha convertido en un caso de manual de un shock de oferta de materias primas. En el auge actual, las pérdidas de cultivos por causas climáticas, en particular del trigo, generaron un rápido aumento de los precios de los alimentos. Estas insuficiencias también impulsaron los precios de los alimentos durante el auge anterior (gráfico 3.3).

En el auge actual, las limitaciones de oferta en los sectores de materias primas no agrícolas, no fueron el resultado de reducciones transitorias abruptas de esta, sino que reflejaron respuestas persistentes e inelásticas de la oferta frente a una mayor demanda y a precios en aumento. En el mercado del petróleo y, en menor medida, en algunos mercados de metales, los rezagos por el “tiempo necesario para ampliar la capacidad” parecen ser mayores en el ciclo actual, tal como se analiza más adelante. Ante una demanda en rápido aumento, la lentitud de la expansión de la capacidad llevó a perpetuar los bajos niveles de existencias y capacidad no utilizada, lo cual mantuvo la presión sobre los precios. Esta característica del auge actual ha dado lugar a la noción de un “súper ciclo” de precios de las materias primas: un período con crecimiento de la tendencia a muy largo plazo de los precios de las

primas observadas durante las fases de expansión mundial. Deaton y Laroque (1992) y Radetski (2006), entre otros, tratan de la dinámica de los ciclos de precios de las materias primas.

Gráfico 3.3. Comparación de la demanda, la producción y las existencias de granos y petróleo

La fuerte demanda y la lenta expansión de la capacidad en sectores clave, así como las perturbaciones en la oferta de los principales cultivos, son rasgos comunes del auge de precios de las materias primas de la década de 1970 y de la actual.



Fuentes: *British Petroleum Statistical Review of World Energy* (2008); Departamento de Agricultura de Estados Unidos; Departamento de Energía de Estados Unidos, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Organización de Países Exportadores de Petróleo.

²Los granos incluyen el maíz, el arroz y el trigo.

materias primas debido a la necesidad de un aumento sustancial de la capacidad⁵.

La especulación —la compra de materias primas con el objeto de revenderlas a un precio mayor, en lugar de para su uso comercial— ha sido ampliamente considerada como un factor que impulsó los precios de estas materias primas durante los períodos de auge⁶. En los años setenta, parecen haber aumentado la acumulación de existencias de algunos productos con fines especulativos, en especial metales (véase, por ejemplo, Cooper *et al.*, 1975). Durante el auge actual, sin embargo, las existencias de materias primas clave generalmente han permanecido en niveles bajos o incluso han caído, lo que indica que no ha habido un desplazamiento especulativo hacia tenencias de activos reales que haya aumentado los precios, tal como sucedió en el auge anterior. A pesar de la reciente innovación financiera en los mercados de materias primas, tal como la indexación, que ha permitido que los inversionistas se beneficien de los precios en alza de estas materias primas sin necesidad de mantener existencias físicas, existe escasa evidencia empírica discernible que indique que la acumulación de posiciones financieras relacionadas haya impulsado sistemáticamente los precios de materias primas específicas o la formación de precios de manera más amplia (recuadro 3.1).

Sin embargo, la confianza y los factores financieros efectivamente cumplen una función en la formación de los precios de las materias primas. Las variables financieras, tales como las tasas de interés, afectan los precios a través de los efectos que producen sobre la demanda y la oferta físicas. De hecho, es probable que

⁵Véase en Cuddington y Jerrett (2008) un análisis reciente. En términos más generales, los rezagos en la respuesta de la oferta (así como de la demanda) ante cambios no esperados en los precios pueden llevar a ciclos de precios (véase, por ejemplo, Krautkraemer, 1998), donde la extensión y amplitud de un ciclo depende de las diferencias entre las elasticidades-precio a corto y largo plazo, y de la estructura de rezagos, así como de la magnitud del cambio inicial no esperado.

⁶Véanse en Harrison y Kreps (1978) o Feiger (1976) definiciones de la especulación.

la reciente caída de las tasas de interés de referencia de Estados Unidos haya estimulado transitoriamente la demanda de materias primas, tal como se analiza más adelante. Los precios de muchos de estos productos han sido tradicionalmente más flexibles que los salarios o los precios de otros bienes y, por lo tanto, tienden a reaccionar con mayor rapidez a los impulsos generados por la política monetaria y dejan margen para una reacción excesiva de los precios a corto plazo⁷. Además, dado que la mayoría de las materias primas se pueden almacenar, constituyen activos reales y, en consecuencia, se ven afectados no solo por las condiciones presentes del mercado, sino también por las expectativas futuras. A corto plazo, tales expectativas pueden verse influenciadas por la confianza y el comportamiento de los inversionistas, lo cual puede magnificar las fluctuaciones de precios a corto plazo, al igual que ocurre en otros mercados de activos.

La continuidad del actual auge de precios de materias primas depende del grado en que prevalezca la presente alineación de factores: demanda sólida, bajos niveles de existencias y de capacidad no utilizada y limitaciones de oferta. Hay señales de que algunos elementos de este conjunto de variables han comenzado a liberarse. Las perspectivas de una desaceleración del crecimiento mundial en el período 2008–09, la resolución de las limitaciones de la oferta de cultivos alimentarios clave, cuestiones relacionadas con el clima y el aumento de la oferta de petróleo han derivado en una cierta moderación de precios de las materias primas desde mediados de julio. A pesar de que las existencias y la capacidad no utilizada permanecen en niveles bajos, el impulso del crecimiento de las grandes economías emergentes sigue siendo fuerte, y algunas limitaciones en la oferta aún persisten, todo ello posiblemente

⁷Véanse Bordo (1980), donde se trata la respuesta de los precios de materias primas ante los impulsos generados por la política monetaria, y Frankel (1986, 2006) y Akram (2008) sobre los efectos de las variaciones de las tasas reales de interés en los precios de las materias primas.

Recuadro 3.1. ¿Influye la inversión financiera en el comportamiento de los precios de las materias primas?

En los últimos años, las materias primas se transformaron en una clase alternativa de activos de inversión. Tanto las posiciones abiertas en mercados de futuros como las inversiones en activos basados en índices de materias primas crecieron vertiginosamente¹. Suele considerarse que el desarrollo de un mercado financiero de materias primas afectó el comportamiento de los precios de estos productos, aunque el grado de influencia que los analistas asignan a este fenómeno varía mucho. Una perspectiva es que esta creación financiera es en gran medida beneficiosa, y aumenta la eficiencia de los mercados y favorece el mecanismo de determinación de precios. Otra opinión es que los recientes aumentos en los precios de las materias primas están impulsados por especuladores y el comportamiento en manada de los inversionistas que buscan clases alternativas de activos. En este recuadro se analiza el efecto potencial de los flujos de inversión sobre el comportamiento de los precios de las materias primas. Específicamente, se evalúa si las evidencias respaldan la idea de que la especulación en activos financieros relacionados con materias primas impulsó el reciente auge de los precios de estos productos. A fin de esclarecer este tema, se consideran también las consecuencias del aumento de los flujos financieros sobre otros aspectos de la formación de precios, como la volatilidad y los movimientos conjuntos de los precios.

¿Cómo influyen los factores financieros en la formación de precios? Los mercados financieros pueden afectar los precios de las materias primas a través de dos mecanismos de transmisión. En primer lugar, ciertas variables financieras —como el tipo de cambio y las tasas de interés—

pueden tener efectos directos sobre la oferta y la demanda de las materias primas. Por ejemplo, el dólar de EE.UU. debilitado y las menores tasas de interés pueden elevar la demanda y reducir la producción de materias primas y, de ese modo, ejercer presión sobre los precios². En segundo lugar, las transacciones de los inversionistas financieros, incluidas las realizadas por especuladores, pueden tener una influencia sobre el comportamiento de los precios. Una polémica importante en este área surge en torno a si el reciente auge de precios de las materias primas estuvo apuntalado por el aumento acelerado de la inversión en activos basados en índices de materias primas de inversionistas que tenían como objetivo la diversificación de sus carteras.

Dado que no es fácil determinar el valor razonable de las materias primas, la cuestión de si este comportamiento llevó los precios a niveles que no estaban sustentados por las variables fundamentales se analiza mediante enfoques indirectos. Un enfoque consiste en analizar mediante la utilización de un análisis de series temporales (“pruebas de causalidad de Granger”) si los cambios en las posiciones financieras de materias primas dieron lugar a variaciones de precios. Muchos trabajos recientes en esta línea de pensamiento, como el publicado en el informe *Global Financial Stability Report* del FMI de octubre de 2008 (FMI, 2008d), no pudieron comprobar la existencia de una causalidad sistemática entre las posiciones financieras y los precios en ninguna dirección³. De hecho, la dirección de los flujos financieros suele no ser consistente con la dirección de las variaciones de precios. Por ejemplo, mientras que los precios del petróleo crudo aumentaron abruptamente en mayo y junio de 2008, las posiciones especulativas netas bajaron (primer gráfico).

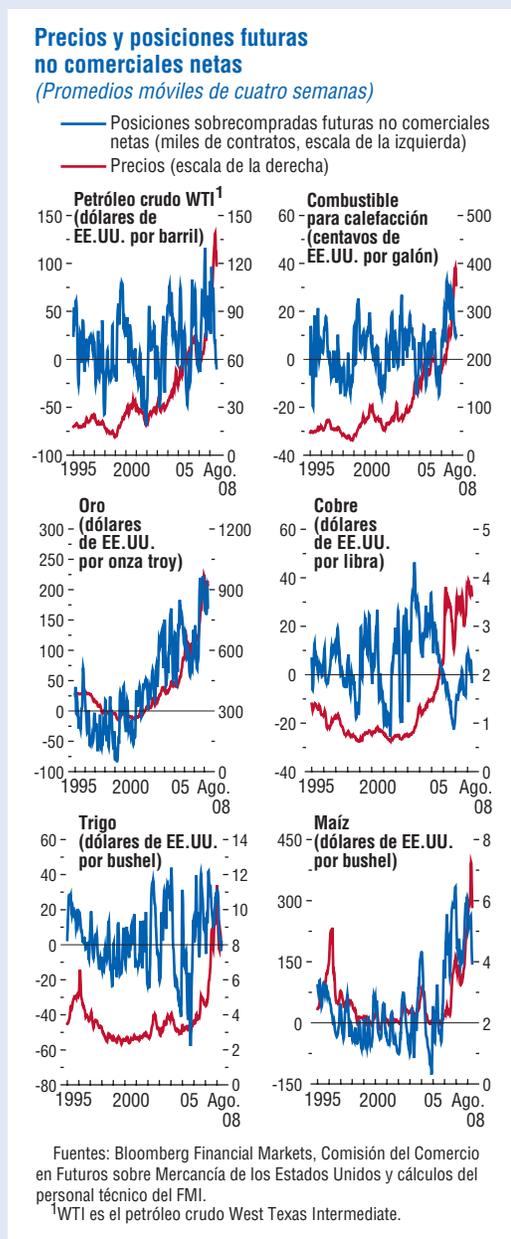
El autor principal de este recuadro es Kevin Cheng.

¹Por ejemplo, el interés abierto de los futuros de petróleo crudo cotizado en la Bolsa Mercantil de Nueva York (NYMEX) aumentó 155% en el período 2003–08, y 63% en el caso del oro. La inversión en activos relacionados con las materias primas aumentó de menos de \$10.000 millones en 1997 a cerca de \$230.000 millones en el segundo trimestre de 2008 (Barclays Capital, 2008).

²Véase, por ejemplo, el recuadro 1.4 de *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2008.

³Véase también el recuadro 5.1 de *Perspectivas de la economía mundial* de septiembre de 2006 o el *Interim Report on Crude Oil* de la Interagency Task Force on Commodity Markets (ITC, 2008).

Recuadro 3.1 (continuación)



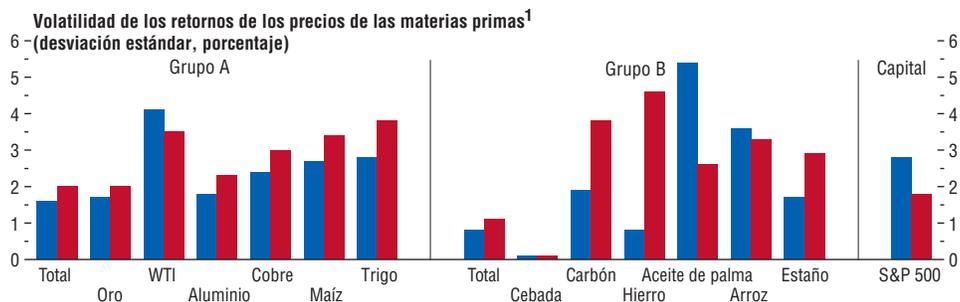
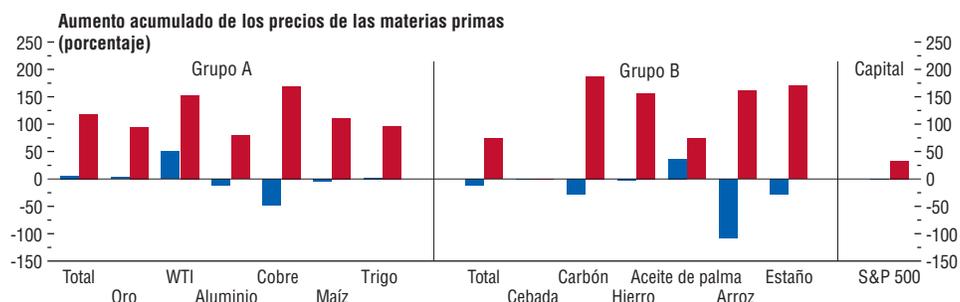
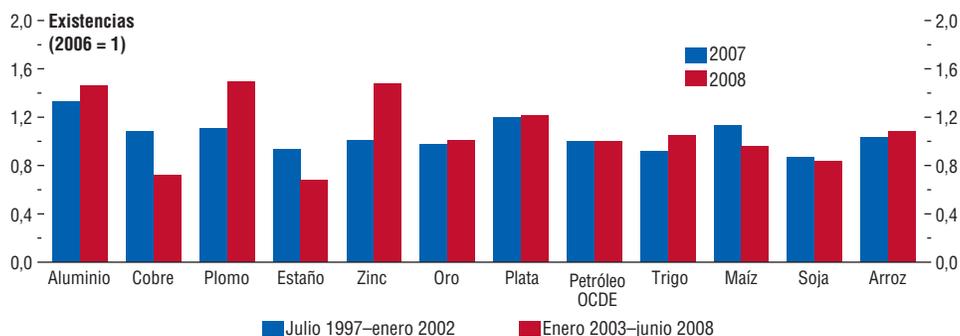
Un segundo enfoque consiste en analizar si el comportamiento reciente de las existencias es consistente con la hipótesis de que la especulación fue el principal determinante de las tendencias recientes en los precios. La intuición elemental dicta que, para que la especulación tenga un efecto persistente en los precios de las

materias primas, debe estar acompañada de una creciente acumulación física de productos para que los mercados de entrega inmediata se mantengan en equilibrio, ya que los altos precios harían caer el consumo (véase Krugman, 2008). Sin embargo, los datos disponibles sugieren que, si bien las existencias de algunas materias primas aumentaron un poco en los últimos años, los de otras cuyos precios subieron considerablemente cayeron o se mantuvieron prácticamente estables (segundo gráfico, panel superior). Específicamente, a pesar de que los precios del petróleo crudo casi se duplicaron entre 2007 y 2008, las existencias de los países de la OCDE no variaron durante 2008. Por ello, la impresión general es que hay pocos datos convincentes de una acumulación sistemática de existencias de materias primas, aunque cabe advertir que los datos de estas existencias son bastante precarios y no abarcan todo el mundo.

Un tercer enfoque para el análisis de los efectos de la inversión financiera consiste en medir la relación intersectorial entre la formación de precios y las actividades de los inversionistas antes y después de la creación de un mercado financiero para las materias primas. A fin de clarificar el tema, este recuadro analiza dicha creación y los niveles de precios en distintos mercados. Además, generaliza el análisis a otros dos aspectos de la formación de precios:

- **Volatilidad:** Los efectos de la especulación sobre la volatilidad de los precios son una tradicional fuente de polémicas entre economistas. Algunos muy destacados —como Adam Smith, John Stuart Mill y Milton Friedman— sostuvieron que los especuladores proporcionan liquidez, favorecen el mecanismo de determinación de precios y mejoran la asignación intertemporal de recursos mediante la compra a precios bajos y la venta a precios altos, y así estabilizan los precios. Otros alegan que, con frecuencia, los participantes del mercado son “irracionales” y operan sobre la base de las emociones, la heurística y la mentalidad de manada, de modo que aumentan la volatilidad del mercado.
- **Movimientos conjuntos de precios (comovimientos):** Otra hipótesis es que un mayor desarrollo

Existencias, variaciones de precios y volatilidad



Fuentes: Bloomberg Financial Markets, Agencia Internacional de Energía; Bolsa de Metales de Londres, Departamento de Agricultura de Estados Unidos; Banco Mundial (2007), y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Una prueba F con una significancia estadística en el nivel del 5% muestra que las desviaciones estándar de los dos periodos difieren estadísticamente, con excepción del arroz.

del mercado financiero de materias primas puede aumentar el grado en el que los precios de esos productos varían juntos. El motivo es que el aumento de los flujos financieros puede amplificar la exposición de las materias primas a algunos shocks financieros comunes a ellas, como las variaciones del tipo de cambio y de las tasas de interés. Además, algunas veces los inversionistas no están familiarizados con algunas materias primas, por lo que

asignan fondos indiscriminadamente a todo el conjunto de estos productos (teoría del hábitat o de las categorías). Por ejemplo, los inversionistas pueden invertir en materias primas comprando un índice de materias primas, que asigna fondos a diversos productos según determinadas ponderaciones especificadas, en lugar de invertir en materias primas específicas de las que pueden no saber mucho. Además, la creación de un mercado financiero de

Recuadro 3.1 (continuación)

materias primas puede incrementar la correlación —ya sea positiva o negativa— entre los precios de estos productos y los precios de otros activos, como las acciones, exclusivamente a causa de las condiciones generales de los mercados financieros.

A fin de estudiar la posibilidad de un efecto en los precios, se analizan las propiedades de los rendimientos semanales de los precios (las variaciones semanales del precio en términos logarítmicos) de 50 productos antes y después del despegue de la inversión en ese tipo de productos. Dado que el reciente auge de las inversiones en materias primas y de los precios de estos productos empezó alrededor de 2003, el período bajo estudio es el comprendido entre enero de 2003 y junio de 2008, y el período de control es entre julio de 1997 y diciembre de 2002. Las materias primas se dividen en dos grupos a fin de determinar el alcance del mercado financiero de estos productos:

- *Grupo A:* Está conformado por los productos que se comercializan activamente en los mercados financieros. Específicamente, se incluyen en el Grupo A los productos que figuran en alguno de los cuatro grandes índices de materias primas⁴. Se computa un índice general del Grupo A sobre la base de las ponderaciones promedio de los cuatro índices subyacentes de materias primas. Además, seis productos de este grupo se analizan por separado con mayor detalle: el oro, el petróleo crudo WTI, el aluminio, el cobre, el maíz y el trigo.
- *Grupo B:* Comprende todos los productos del índice de materias primas del FMI que no

⁴Los cuatro índices de materias primas analizados son el S&P Goldman Sachs Commodity Index, el Deutsche Bank Commodity Index, el Dow Jones–AIG Commodity Index y el UBS Bloomberg Constant Maturity Commodity Index. Los productos incluidos en el Grupo A son el petróleo crudo Brent, el gas natural, el petróleo crudo West Texas Intermediate (WTI), el gasóleo, la gasolina sin plomo, el aceite combustible, el aluminio, el cobre, el oro, el plomo, el níquel, la plata, el zinc, el cacao, el café, el maíz, el algodón, el cerdo magro, la carne vacuna, el jugo de naranja, el aceite de soja, los porotos de soja, la harina de soja, el azúcar y el trigo.

figuran en el Grupo A⁵. Además del cálculo del índice general de precios del Grupo B, tomando como base las ponderaciones del FMI de las materias primas, se analizan con mayor detalle seis de estos productos: la cebada, el carbón, el mineral de hierro, el aceite de palma, el arroz y el estaño.

El nivel de precios

Los precios de los productos del Grupo A aumentaron menos de 6% entre 1997 y 2002, pero crecieron cerca de 120% entre 2003 y 2008. Los precios del Grupo B cayeron aproximadamente 12% en el primer período, pero aumentaron casi 75% en el segundo (primer gráfico, panel del medio). En rigor, muchas materias primas sin mercados de futuros importantes —como el mineral de hierro y el arroz— experimentaron un aumento de precios mayor que aquellos productos que se negocian en mercados de futuros, como el oro y el petróleo crudo. Además, una regresión de corte transversal simple revela una relación casi plana y ligeramente negativa entre las variaciones de precios y los cambios en las posiciones especulativas netas⁶ a largo plazo en 2003 (tercer gráfico, panel superior).

La volatilidad de los precios

A fin de evaluar si la mayor inversión financiera desestabilizó los mercados a través de un aumento de la volatilidad de los precios,

⁵Entre ellos figuran el banano, la cebada, el carbón, el pescado, la harina de pescado, el cacahuate, la madera dura, la madera dura aserrada, el cuero, el mineral del hierro, el cordero, el aceite de oliva, el aceite de palma, las aves de corral, el aceite de colza, el arroz, el caucho, los langostinos, la madera blanda, la madera blanda aserrada, el aceite de girasol, el té, el estaño, el uranio y la lana.

⁶Según la clasificación de las posiciones en futuros por tipo de operador de la Comisión del Comercio en Futuros sobre Mercancías de los Estados Unidos (CFTC, por sus siglas en inglés), las posiciones futuras no comerciales netas se utilizan como medida de las posiciones especulativas en los mercados de futuros de materias primas. Estas posiciones se definen como las posiciones sobrevendidas o sobrecompradas netas de los operadores no comerciales.

se computaron medidas de la volatilidad (las desviaciones estándar) de los precios para cada grupo de productos antes y después de 2003 (segundo gráfico, panel inferior). Los resultados son dispares. En primer lugar, la volatilidad de los precios de la mayor parte de los productos del Grupo A aumentó después de 2003, con la notable excepción del petróleo crudo, cuya volatilidad cayó marcadamente a pesar de su intensa comercialización. En segundo lugar, también aumentó la volatilidad de la mayor parte de los productos del Grupo B, a pesar de su limitado volumen de transacciones, lo que sugiere que los aumentos de volatilidad del Grupo A pueden reflejar factores no relacionados con la creación de un mercado financiero para materias primas. Además, se estima una ecuación transversal simple mediante una regresión de la volatilidad de los rendimientos sobre los cambios en las posiciones abiertas en futuros de materias primas entre 2003 y 2008⁷. Los resultados reflejan una relación positiva pero débil entre la volatilidad de los rendimientos y el grado de desarrollo del mercado financiero de materias primas, lo que parece indicar que la volatilidad de precios puede tener una vinculación más estrecha con otras variables, como por ejemplo las tensiones en el mercado, los niveles de existencias o los riesgos geopolíticos⁸ (tercer gráfico, panel inferior).

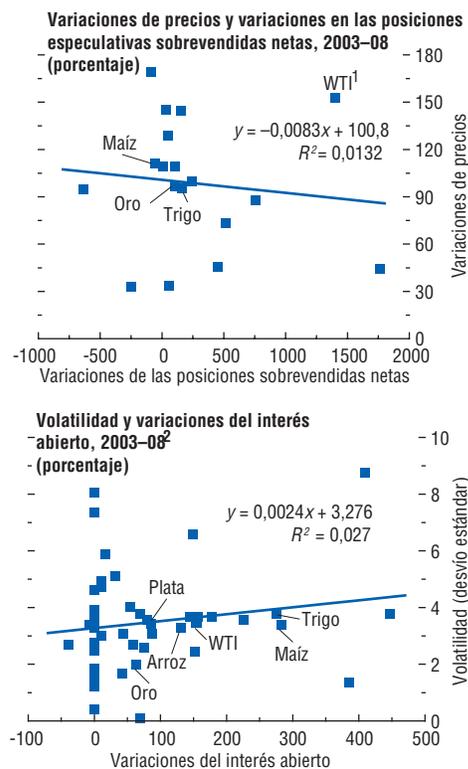
Los movimientos conjuntos de precios (comovimientos)

A fin de evaluar si hubo un aumento en los movimientos conjuntos de los precios de las materias primas y los precios de las acciones, se realizó una regresión de los rendimientos sema-

⁷Se utiliza una posición abierta —definida como la cantidad total de contratos de futuros o de opciones que no han sido cerrados o entregados en un día determinado— como variable representativa del grado de desarrollo de mercados financieros de materias primas.

⁸Haigh, Hranaiova y Overdahl (2007) tampoco encuentran evidencia de que el aumento en la negociación de fondos de inversión libre (*hedge funds*) de materias primas haya elevado la volatilidad de los precios.

Creación del mercado financiero de materias primas, variaciones de precios y volatilidad



Fuentes: Bloomberg Financial Markets, Comisión del Comercio en Futuros sobre Mercancía de los Estados Unidos y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Petróleo crudo West Texas Intermediate.

²El tamaño de la muestra puede variar entre las distintas materias primas porque los datos sobre interés abierto para algunos de estos bienes no están disponibles para antes de 2003. Las materias primas sin mercado de futuros muestran una variación igual a 0 del interés abierto.

nales de los productos seleccionados sobre una variable constante y una variable “explicativa”, incluidos el rendimiento de otro producto del mismo grupo, el rendimiento del índice general del grupo (sin contar el producto analizado) y el rendimiento del índice del mercado de acciones S&P 500. El grado de movimiento conjunto se mide según el coeficiente de determinación o R^2 . Intuitivamente, si los movimientos conjuntos estuvieran determinados principalmente por

Recuadro 3.1 (conclusión)

la inversión en materias primas, en especial la indexación, el R^2 de los productos del Grupo A tendría que ser mayor que el de los productos del Grupo B y tendría que aumentar después de 2003, cuando se aceleró la negociación de materias primas como activos de inversión financiera⁹.

Los resultados sugieren, en efecto, un aumento de los movimientos conjuntos de los precios entre algunas de las materias primas con mayor desarrollo de un mercado financiero (cuadro). En términos generales, los productos del Grupo A demuestran mayores comovimientos que los del Grupo B, tanto antes como después de 2003. Más aún, en promedio, los movimientos conjuntos entre los productos del Grupo A aumentaron más que los correspondientes al Grupo B. Cabe destacar que la capacidad explicativa de los rendimientos del oro respecto de los rendimientos de otros productos del Grupo A aumentó marcadamente, desde aproximadamente 2% en 1997–2002 a más de 20% en 2003–08, lo que sugiere que aumentó considerablemente el comovimiento del oro y los otros productos del Grupo A. Sin embargo, la capacidad explicativa

⁹Debe tenerse en cuenta, dadas las interrelaciones entre materias primas (como la sustitución de producción-consumo), que es posible que la creación de un mercado financiero de materias primas afecte indirectamente al Grupo B a través del Grupo A, aun cuando no haya una comercialización intensa de los productos del Grupo B. Para más detalles, véase, por ejemplo, Adrangi y Chatrath (2006).

del petróleo crudo para los otros productos del Grupo A ha declinado significativamente desde 2003¹⁰. Por último, los rendimientos de los productos de ambos grupos no parecen tener una relación estrecha con los rendimientos de las acciones en ninguno de los períodos¹¹.

En resumen, el uso de las materias primas como activos de inversión financiera puede haber generado un aumento en los comovimientos entre algunos productos, en especial en lo que respecta al oro, no se encuentra ninguna conexión sistemática evidente con la volatilidad de precios ni las variaciones de precios. Estas conclusiones son consistentes con trabajos recientes en esta área de la Comisión del Comercio en Futuros sobre Mercancías de los Estados Unidos (CFTC, por sus siglas en inglés) y otros. Por consiguiente, hay pocos datos concluyentes que indiquen que la operatoria en los mercados de futuros haya impulsado el alza de los precios o desestabilizado los mercados de materias primas a lo largo de la primera mitad de 2008.

¹⁰Sin embargo, con datos mensuales el petróleo crudo WTI tiene un alto poder explicativo —más de 30%— para los rendimientos de los otros productos del Grupo A y refleja el traslado de los costos de la energía con un horizonte a más largo plazo.

¹¹Büyüksahin, Haig y Robe (2008) también observan que la relación entre los rendimientos de las materias primas utilizadas como inversión y los índices de acciones de Estados Unidos no se modificó significativamente en los últimos 15 años.

limite la prolongación del período de moderación de precios y genere una volatilidad de precios sostenida, salvo que se produzca una recesión mundial más severa.

Dentro de este panorama general, las perspectivas para las distintas materias primas son dispares. Fundamentalmente, estas variaciones entre las distintas materias primas reflejan diferentes características (tales como su capacidad de ser almacenadas o su posición relativa en las etapas de producción) y

el hecho de que los problemas relacionados con la oferta y las condiciones de las existencias tienden a ser específicas de cada materia prima. Generalmente, el papel de los factores comunes en las fluctuaciones a corto plazo de precios de las materias primas se ve limitada aun durante los períodos de auge, como se observa en las amplias diferencias en la magnitud y el momento de los aumentos de precios (cuadro 3.1). Con esto como referencia, el capítulo se ocupará ahora de la evolución y las

Comovimiento entre los retornos (R^2 en porcentaje)¹

	Grupo A													
	4 de julio de 1997 al 27 de diciembre de 2002							3 de enero de 2003 al 27 de junio de 2008 ³						
	Oro	WTI	Aluminio	Cobre	Maíz	Trigo	Grupo A	Oro	WTI	Aluminio	Cobre	Maíz	Trigo	Grupo A
Petróleo crudo WTI	0,9							6,6*						
Aluminio	0,8	2,1						23,4*	4,8					
Cobre	2,9	1,6	43,4					19,5*	3,5	34,6				
Maíz	1,1	0,1	0,2	0,0				3,4	0,1	1,6*	1,2			
Trigo	0,5	0,5	0,3	0,5	40,6			4,7	0,5	1,0	1,9	23,1		
Grupo A ²	2,3	7,2	0,5	40,1	2,5	36,5		21,0*	0,9*	2,5*	28,1*	0,0*	17,6	
S&P 500	0,0	0,6	0,2	0,2	0,0	0,3	0,5	0,1	0,1	0,6	0,8	0,7	0,1	0,0
Promedio	6,7							7,2						
	Grupo B													
	4 de julio de 1997 al 27 de diciembre de 2002							3 de enero de 2003 al 27 de junio de 2008						
	Cebada	Carbón	Mineral de hierro	Aceite de palma	Arroz	Estaño	Grupo B	Cebada	Carbón	Mineral de hierro	Aceite de palma	Arroz	Estaño	Grupo B
Carbón	0,0							0,0						
Mineral de hierro	0,4	0,0						1,3	0,8					
Aceite de palma	2,0	0,2	0,1					0,2	0,0	0,2				
Arroz	0,0	0,1	0,0	0,0				0,0	0,2	0,1	0,4			
Estaño	0,1	0,2	0,1	0,1	0,4			0,5	0,4	0,3	0,0	0,2		
Grupo B ²	0,4	56,3	0,0	17,4	0,1	0,4		0,6	73,1*	0,1	0,0*	1,1	0,2	
S&P 500	0,9	1,0	0,3	0,1	0,4	0,0	1,4	0,7	2,7	0,0	0,4	0,1	0,8	2,3
Promedio	2,9							3,1						

Fuentes: Bloomberg Financial Markets y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Un mayor R^2 indica un mayor comovimiento. En regresiones bivariadas, los R^2 no varían con respecto a la elección de variables de los términos izquierdo y derecho. Por ejemplo, si se efectúa una regresión del oro con respecto al crudo WTI, se obtiene el mismo R^2 que si se efectúa una regresión del crudo WTI con respecto al oro.

²Se excluye la materia prima de la columna analizada.

³Un asterisco indica que existe un quiebre estructural entre los dos períodos según la prueba de Chow, con una significancia estadística al nivel del 5%.

perspectivas de los dos grupos de productos más importantes para el panorama de la inflación mundial: petróleo y alimentos.

¿La desaceleración del crecimiento reducirá los precios del petróleo?

A mediados de julio de 2008, los precios del petróleo superaron ampliamente los máximos anteriores, ubicándose cerca de 30% por encima del récord previo de diciembre de 1979 en tér-

minos reales, pero desde entonces han bajado. El aumento en los precios del petróleo ocurrido desde principios de 2007 reflejó una notable restricción en los equilibrios de mercado, en un contexto de niveles bajos de las variables que actúan como mecanismos amortiguadores (bajos niveles de existencias, poca capacidad no utilizada). Durante la mayor parte de 2007 la producción de la OPEP fue inferior a los niveles de 2006, y la producción de los países que no pertenecen a la OPEP cayó en la segunda mitad

Cuadro 3.1. Contribución de los factores comunes a las fluctuaciones de precios de las materias primas¹
(Porcentaje)

	1970–2008 (junio)	Auge		“Período de gran moderación” 1984–2008 (junio)	“Período sin shocks petroleros” ² 1992–2002 (junio)
		1972–74	2003–08 (junio)		
Petróleo crudo	1,6	1,9	3,6	2,6	3,2
Metales	37,9	29,6	34,5	27,7	63,7
Materias primas agrícolas	23,9	1,3	21,8	13,0	12,5
Alimentos	16,7	1,2	23,9	24,7	15,2
Carne	8,3	0,5	26,7	9,7	6,8
Cereales	18,9	1,7	11,9	22,8	12,4
Aceites vegetales y alimentos proteicos	24,3	0,7	28,5	42,6	25,9
Otros alimentos	7,8	3,0	24,5	6,9	5,2
Bebidas	11,2	2,2	28,0	7,5	2,4

Fuentes: FMI, base de datos de las materias primas; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Las contribuciones se basan en el primer componente principal de las variaciones logarítmicas de los precios de 38 materias primas principales según los términos del equipo (corregidos para la correlación serial y estandarizados).

²Véase Kilian (2008).

de 2007, en tanto que la demanda mundial de petróleo continuó expandiéndose aproximadamente a la misma tasa. Cuando la capacidad del mercado del petróleo cuenta con poco margen, los cambios relativamente pequeños e inesperados en la oferta (o en la demanda) mundial pueden tener efectos significativos en los precios, dado el bajo nivel de adaptabilidad de la demanda de petróleo ante cambios en el precio a corto plazo⁸. Durante el pasado año y medio,

⁸ En general, se considera que las elasticidades-precio a corto plazo de la demanda de petróleo son bajas. El Departamento de Energía de Estados Unidos (Costello, 2006) considera que tales niveles se encuentran dentro del rango de 0,01 a 0,04 (en valores absolutos), en tanto que las elasticidades-ingreso son mucho más altas. De manera similar, Hamilton (2008) informa de valores de elasticidad de 0,03 a 0,07 (en valores absolutos), y los valores que oscilan entre 0,03 y 0,08 fueron recogidos en *Perspectivas de la economía mundial* de septiembre de 2005. Como resultado, en lo relativo a la demanda de petróleo, los efectos ingreso fueron más importantes que los efectos de los precios. En un modelo de demanda simple con una oferta exógena que no tiene en cuenta la no linealidad de las bajas existencias y consideraciones intertemporales, esas elasticidades-precio implican que una reducción de la producción de petróleo de 0,5 millones de barriles por día —que es, aproximadamente, la reducción de la oferta de los países que no pertenecen a la OPEP durante la segunda mitad de 2007— debería generar aumentos de precios de entre 10% y 60% (los cálculos se basan en datos de producción de 2007). Si las elasticidades-precio a más largo plazo fueran mayores que las de corto plazo, se producirá una reacción excesiva del incremento a largo plazo de estos precios en respuesta a la reducción de la oferta.

el efecto sobre los precios de los cambios en la demanda mundial se vio potenciado porque los aumentos no fueron transferidos plenamente a los precios internos de las economías emergentes y en desarrollo, lo cual redujo aún más la elasticidad-precio a corto plazo de la demanda mundial de petróleo⁹. Otros factores que tienen influencia son los crecientes riesgos de perturbaciones o interrupciones de la oferta de algunos productos y las cuestiones geopolíticas.

Las crecientes expectativas de que las condiciones del mercado del petróleo a mediano plazo sigan siendo restrictivas fueron, posiblemente, un factor importante en los incrementos de precios durante el año pasado. En los últimos años, el ritmo de expansión de la capacidad ha sido lento y, de manera consistente, no alcanzó a cubrir las expectativas, en especial fuera de la OPEP (gráfico 3.4, panel superior)¹⁰. Hoy existe

⁹En muchos países. Los consumidores de petróleo fueron crecientemente resguardados del aumento de los precios del mercado mundial. En una muestra de 43 economías emergentes y en desarrollo, menos de la mitad de los países permitieron un traspaso completo durante 2007 (en comparación con los tres cuatrimestres de 2006). Véase FMI (2008b).

¹⁰Las limitaciones de capacidad en el sector *downstream* de la producción, particularmente en el de refinación, también han contribuido al incremento de los precios de este producto. Sin embargo, las cuestiones relacionadas con la oferta a más largo plazo aquí analizadas se vinculan principalmente con las inversiones en el sector

un amplio consenso en cuanto a que el aumento de la capacidad productiva necesaria para atender la sólida expansión anticipada de las economías emergentes y en desarrollo sigue rezagada debido a limitaciones cíclicas, tecnológicas, geológicas y políticas¹¹. En efecto, los rezagos del “tiempo necesario para ampliar la capacidad” arriba mencionados ahora son más extensos, aunque aún hay margen para que finalmente se logre dicha ampliación de la capacidad, tal como se refleja en la relación constante en términos generales entre las reservas de petróleo comprobadas y la producción corriente, una medida de la escasez de petróleo a largo plazo (gráfico 3.4, panel intermedio). Aun en ese caso, la capacidad futura se construirá a un costo mucho mayor que en el pasado, debido al marcado aumento de los costos de extracción en los campos marginales, que tiene un sustancial componente permanente (gráfico 3.4, panel inferior).

Incluso las relativamente pequeñas correcciones a la baja en la trayectoria esperada de futuras expansiones de la oferta ocasionadas por un mayor pesimismo pueden generar fuertes incrementos en los precios futuros esperados, dada la elasticidad-precio relativamente baja de la demanda de petróleo ya señalada¹². Tales expectativas de mayores precios deben reflejarse en precios más altos de hoy para las operaciones de entrega inmediata. De lo contrario, los productores tendrían incentivos a no extraer las reservas de petróleo, y los comercializadores tendrían incentivos para acumular existencias, que podrían venderse más adelante a precios más elevados. Es por esta razón que algunos observadores se han referido a los últimos incrementos del precio del petróleo como “un shock de oferta esperado”, es decir, una respuesta a condiciones

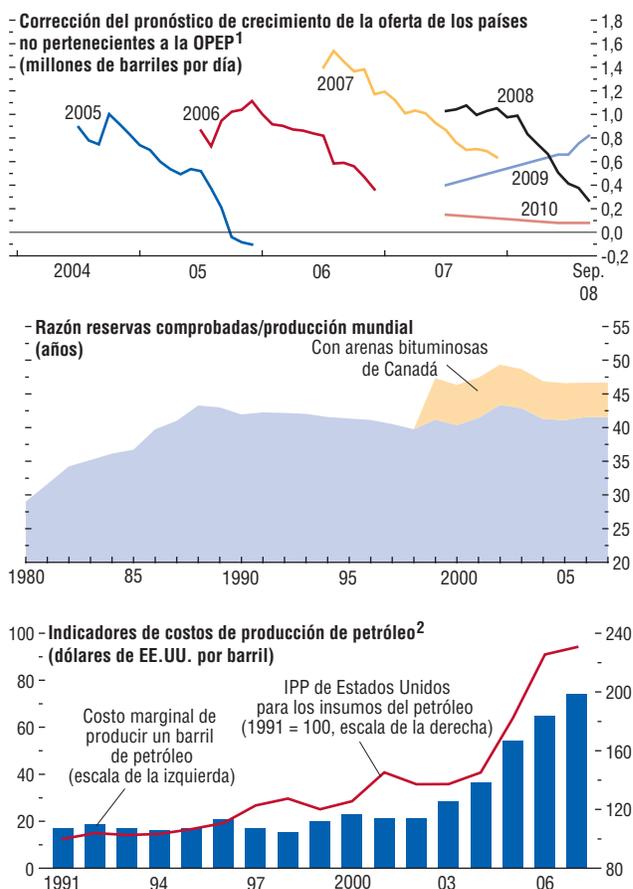
upstream de la producción, donde se presentan las restricciones a largo plazo más severas.

¹¹Véase el recuadro 1.5 en la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*.

¹²Una reacción más inelástica de la oferta a mediano plazo producida por mayores rezagos del “tiempo necesario para ampliar la capacidad” también significa que las correcciones al alza en la trayectoria esperada de la demanda mundial deberían tener un efecto mayor sobre los actuales precios de entrega inmediata.

Gráfico 3.4. Evolución de la oferta de petróleo

La producción de petróleo, que en los últimos cuatro años estuvo sistemáticamente por debajo de las expectativas a causa de los elevados costos de producción, alimentó los temores de que las restricciones del mercado se prolonguen algún tiempo, a pesar de que los niveles de reservas son adecuados.



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; *British Petroleum Statistical Review of World Energy* (2008); Goldman Sachs Global, Inc. Equity Group; Agencia Internacional de Energía; Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos; Departamento de Energía de Estados Unidos, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹El pronóstico se refiere a un promedio simple de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), la Agencia Internacional de Energía y la Administración de Información sobre Energía de Estados Unidos en el momento del pronóstico.

²El costo marginal se define como el promedio de los productores con costos más altos (o cuartil inferior), sobre la base de una encuesta de empresas petroleras que cotizan en bolsa. El índice de precios al productor (IPP) de los insumos del petróleo se refiere al promedio no ponderado de la perforación de pozos de petróleo y gas, de las actividades de apoyo operativo de petróleo y gas, y de la maquinaria y los equipos para yacimientos petrolíferos.

más restrictivas del mercado a mediano plazo (véase, por ejemplo, Clarida, 2007).

¿Qué papel cumplen los factores financieros? Suele escucharse que la especulación y la inversión financiera en materias primas son factores que han influido en los recientes incrementos del precio del petróleo. Sin embargo, hay pocos datos comprobables de que tales factores tengan algún efecto sistemático sobre los precios. Por ejemplo, tanto los flujos de inversiones hacia fondos de energía y petróleo como las posiciones netas en el mercado de futuros de los inversionistas no comerciales alcanzaron valores máximos en 2007 y han caído desde entonces. No obstante, los cambios en la confianza bien podrían tener cierto efecto en la dinámica de los precios a corto plazo, en especial debido a la falta de información oportuna acerca de las condiciones del mercado mundial. Además, es probable que las recientes condiciones financieras hayan ejercido cierta presión al alza. Tanto la depreciación del dólar de EE.UU. como el descenso de las tasas reales de referencia suelen generar aumentos en los precios del petróleo. Los efectos son principalmente a corto plazo, con margen para una reacción excesiva, pero es posible que se produzcan efectos a largo plazo a través de los efectos sobre la oferta y demanda físicas de petróleo¹³.

Los precios del petróleo se han moderado recientemente debido a: 1) la mayor producción de la OPEP (principalmente en Arabia Saudita); 2) los datos que indican que continúa el descenso de la demanda de petróleo en Estados Unidos, lo que parece reflejar una reacción de la demanda ante los elevados precios y no solo una

desaceleración del ingreso; 3) las perspectivas de menor crecimiento en otras importantes economías avanzadas; y 4) las condiciones financieras menos favorables, dada la recuperación del dólar de EE.UU. Con vistas al futuro, es posible que el crecimiento de la demanda de petróleo se modere ante el menor crecimiento mundial previsto para la segunda mitad de 2008 y para 2009. Si se mantienen los recientes incrementos de la producción, las condiciones a corto plazo del mercado serán, por consiguiente, menos restrictivas y respaldarán un descenso de los precios a niveles inferiores a los últimos máximos, con un cierto margen para otros ajustes adicionales a la baja en caso de que se intensifique la desaceleración mundial o en las economías avanzadas se fortalezca aún más la reacción de la demanda ante los precios elevados. No obstante, es posible que las limitaciones de la oferta y el continuo y sólido crecimiento en las economías emergentes mantengan los precios en niveles marcadamente superiores a los existentes antes del auge y sujetos a una continua volatilidad.

Los altos precios de los alimentos reflejan una combinación de factores permanentes y transitorios

El auge en los precios de los alimentos, que comenzó aproximadamente a mediados de 2006, se intensificó durante los primeros cuatro meses de 2008 y fue impulsado en gran medida por los incrementos de los precios de seis productos alimenticios clave: maíz, trigo, arroz, soja y productos relacionados como el aceite de colza y el aceite de palma. En conjunto, estos productos explican más de 80% del incremento del índice de precios de alimentos del FMI desde principios de 2006, a pesar de que su ponderación es de solo 40%.

El descenso de los niveles de los existencias mundiales de estos productos alimenticios básicos durante los últimos años fue un factor importante en la preparación del terreno para el alza de los precios. Por el lado de la oferta, hubo una baja en las tasas de crecimiento de los rendimientos después de mediados de los años ochenta, en parte atribuible a los precios relativos en descenso y a los bajos índices de inver-

¹³La depreciación efectiva del dólar de EE.UU. puede ejercer una presión al alza sobre los precios de las materias primas a través de una serie de canales. El análisis empírico que se presenta en el recuadro 1.4 de la edición de abril de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial* indica que una depreciación de 1 punto porcentual incrementa los precios del petróleo (en dólares de EE.UU.) en más de 1 punto porcentual. Las tasas de interés real a corto plazo más bajas reducen los costos de mantener existencias y podrían ocasionar desplazamientos desde instrumentos del mercado de dinero hacia materias primas y otros activos de alto rendimiento. Véanse Bordo (1980), Frankel (1986, 2006) y Akram (2008).

sión (gráfico 3.5, panel superior). Los elevados niveles de protección de la agricultura en las economías avanzadas y el sesgo del gasto público en favor de los subsidios en las economías en desarrollo (en lugar de hacia la inversión en infraestructura e investigación agrícola) contribuyeron a esta tendencia¹⁴. Por el lado de la demanda, se produjo una fuerte recuperación del consumo, impulsado por el rápido crecimiento del ingreso en las economías emergentes y en desarrollo (gráfico 3.5, panel intermedio)¹⁵.

El propósito de este análisis es realizar una estimación del papel relativo que cumplen varios factores de la oferta y de la demanda en la explicación de los incrementos de precios de estos seis productos alimenticios básicos durante el período 2006–08 (gráfico 3.5, panel inferior). A modo de advertencia, señalamos que el ejercicio se basa en un simple análisis de equilibrio parcial y no incorpora efectos en los precios provocados por las bajas existencias. Además, existe una incertidumbre considerable, dadas las complejas interacciones entre los mercados y a través del tiempo¹⁶.

- *Shocks climáticos:* Una serie de shocks relacionados con cuestiones climáticas ocurridos en 2006 y 2007, y que se producen, en promedio, con una frecuencia menor de una vez cada diez años, redujeron severamente la rentabilidad promedio de trigo y colza durante dos años. Entre estos shocks están los daños por sequías, particularmente en las cosechas de trigo en Australia, este de Europa y norte de África, que explican alrededor del 20% del incremento de los precios de este cereal desde

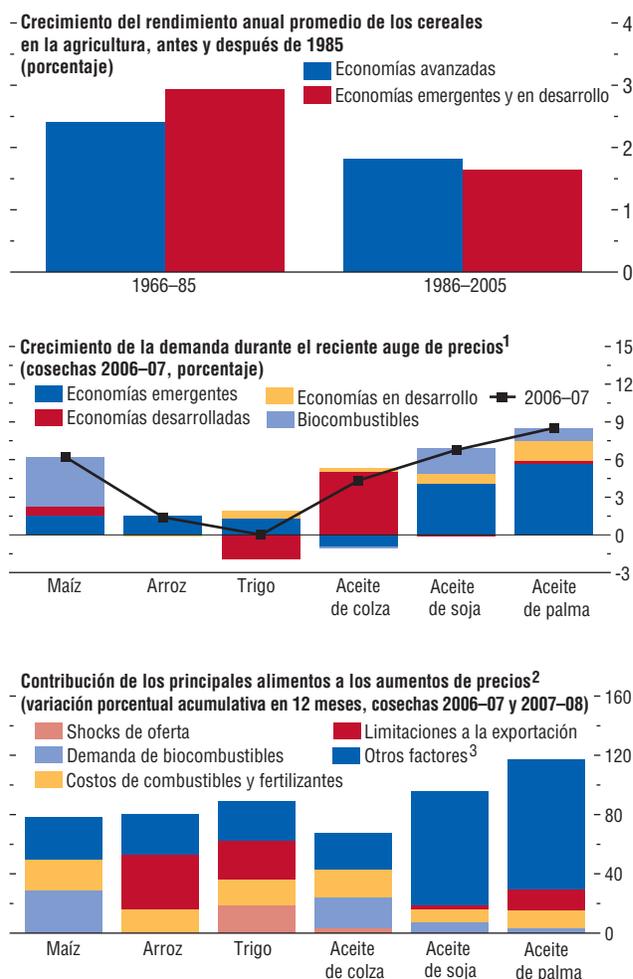
¹⁴En los países de la OCDE, los avances para reducir la ayuda general durante los últimos 20 años fueron lentos, con una caída del 37% al 30% en el año 2005 de la transferencia promedio a productores agrícolas, medida como proporción del precio al productor agrícola. Véase Banco Mundial (2007).

¹⁵La composición de la demanda también se desplazó hacia alimentos ricos en proteínas, forrajes y aceites, en consonancia con las tendencias de consumo de las economías en desarrollo.

¹⁶La metodología se describe en más detalle en el apéndice 3.2. A menos que se indique lo contrario, se hace referencia a las campañas agrícolas (la campaña agrícola 2007 abarca desde mediados de 2007 hasta mediados de 2008).

Gráfico 3.5. Tendencias de los precios de los principales alimentos

El reciente auge de precios siguió a un período de reducción del crecimiento de los rendimientos de los granos en un contexto de atonía de inversión en agricultura. El crecimiento reciente de la demanda, proveniente en gran medida de las economías emergentes, se orientó al aceite de soja y al aceite de palma. Este auge de precios refleja, además del crecimiento de los biocombustibles, una confluencia de factores.



Fuentes: Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación; Departamento de Agricultura de Estados Unidos; Banco Mundial (2007), y cálculos del personal técnico del FMI.

¹El crecimiento de la demanda correspondiente a los biocombustibles se excluye del cálculo por grupos de países.

²Véase el apéndice 3.2 para más detalles sobre los cálculos.

³Incluyen efectos secundarios y efectos de sustitución.

Cuadro 3.2. Indicadores seleccionados de los efectos secundarios entre distintos precios de las principales materias primas alimentarias

	Maíz	Arroz	Trigo	Aceite de soja	Aceite de colza	Aceite de palma
Variación porcentual estimada del precio que resulta de un incremento de 1% en el precio de alimentos utilizado para biocombustibles ¹						
Maíz	1,00	0,23	0,19	0,78	—	—
Aceite de colza	—	—	0,62	1,19	1,00	—
Índice de concordancia del comovimiento cíclico ²						
con el maíz (enero 1957 – mayo 2008)	100**	82**	61*	71**	74**	66**
con el aceite de colza (enero 1980 – mayo 2008)	74**	76**	46	82**	100**	78**
Partidas informativas (cosecha 2007)						
Proporción de la producción mundial exportada	13	6	18	29	10	72
Proporción de combustibles y fertilizantes en el costo total de producción ³	32	30	25	12	30	14

Fuentes: Departamento de Agricultura de Estados Unidos (2008); base de datos en línea de la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación, FAOSTAT; Fedepalma (2008); North Carolina Solar Center (2006), y cálculos del personal técnico del FMI (véanse más detalles en el apéndice 3.2).

¹Calculado a partir de la estimación compuesta de las elasticidades de sustitución.

²El índice de concordancia mide la proporción de tiempo en que los precios de dos materias primas se encuentran en la misma fase, con un rango que oscila entre 0 y 100. Un valor alto significa que sus ciclos están más sincronizados, lo que indica que ambas materias primas tienen un alto grado de sustitución (Cashin, McDermott y Scott, 2003). * = significancia estadística al nivel del 10%. ** = significancia estadística al nivel del 5%.

³Los costos de producción de la soja y del aceite de colza son los correspondientes a ese cultivo. No se incluye la proporción de combustibles utilizada para el transporte.

2006¹⁷. El impacto de los shocks climáticos en general es transitorio; de hecho, el área de plantaciones de trigo correspondiente a la campaña agrícola 2008 aumentó abruptamente, en respuesta a los elevados precios en Estados Unidos (Trostle, 2008).

- *Producción de biocombustibles:* La creciente demanda de maíz y de algunos aceites vegetales por parte de los productores de biocombustibles fue el segundo factor que impulsó el alza de precios de los alimentos. La producción de biocombustibles se expandió rápidamente en respuesta al aumento de los precios de los combustibles, así como a ambiciosos mandatos, subsidios gubernamentales y protecciones tarifarias en las principales economías avanzadas. Específicamente, la producción de etanol basada en maíz experimentó un aumento vertiginoso en Estados Unidos. Durante el período 2006–07 casi 30% de la cosecha de maíz de Estados

Unidos se desvió hacia la producción de biocombustibles, y se proyecta que esta proporción aumentará al 36% en 2008. A pesar de la contundente respuesta de la producción, se estima que la presión de la demanda adicional explica aproximadamente entre 25% y 45% del aumento de los precios internacionales del maíz durante este período, dado un rango de valores plausibles de la elasticidad-precio de la demanda. Con vistas al futuro, salvo que se modifiquen las políticas, es probable que las presiones de la demanda de etanol continúen ocasionando aumentos en los precios de los alimentos.

La importancia del efecto ocasionado por la producción de biocombustibles sobre los precios del aceite de colza (en Europa, la principal materia prima del biocombustible), ha caído a lo largo del tiempo. Una reducción de los subsidios de la Unión Europea en medio de una reevaluación de las políticas sobre biocombustibles y el vertiginoso aumento de los precios del aceite vegetal llevó a que muchas plantas de biodiésel no fueran rentables, y la demanda de aceite de colza para su utilización en la fabricación de

¹⁷En realidad, sin las excelentes cosechas de soja, trigo y maíz obtenidas en 2005, el alza de precios podría haberse producido con anterioridad.

este producto cayó durante 2007¹⁸. Además, el aceite de colza representa apenas una porción reducida —y en disminución— del mercado de aceites comestibles.

- *Traspaso de los mayores costos de la energía:* Un tercer factor se refiere al traspaso directo de los mayores costos de la energía a los precios de los alimentos, lo cual, según se estima, explicó alrededor del 20% del aumento de los precios de los seis productos considerados. Los costos de la producción agrícola escalaron aún más debido a que, desde mediados de 2006, los precios de los fertilizantes casi se triplicaron y los del combustible se duplicaron. Esto sucedió en especial en los casos del maíz, la colza y el arroz, cultivos que son especialmente intensivos en el uso de energía.
- *Política comercial:* Las políticas comerciales más restrictivas han sido un cuarto factor en la presión al alza de los precios de los alimentos. La preocupación cada vez mayor por el impacto interno de los crecientes precios de los alimentos llevó a que varios importantes países exportadores de alimentos impusieran restricciones a la exportación desde mediados de 2007. Estas restricciones causaron un efecto particularmente potente en el precio del arroz —que explica cerca de la mitad del incremento total de precios, según las estimaciones del personal técnico del FMI—, pero también afectaron los precios del trigo y, en menor medida, del aceite de palma y del aceite de soja. Como consecuencia de estas políticas, los precios a corto plazo se ajustaron en exceso, ya que desataron la acaparación y el almacenamiento de existencias¹⁹. A posteriori,

¹⁸Actualmente, alrededor del 20% de la demanda mundial de aceite de colza se destina a la producción de biodiésel. El uso de aceite de soja y de aceite de palma para la producción de biodiésel también creció durante este período, pero aún es una pequeña fracción del total utilizado en todo el mundo (un valor estimado de 9% y 3% en 2006 y 2008, respectivamente).

¹⁹Tales efectos son comunes cuando los mercados internacionales están segmentados y la participación del comercio en la producción total es pequeña, como en el caso del arroz, pero no se consideran en las estimacio-

muchas de estas restricciones fueron levantadas, y algunos países vendieron parte de sus existencias. Es posible que la eliminación de restricciones continúe si las perspectivas de las cosechas de arroz y trigo son favorables.

En general, los crecientes costos de la energía han sido, desde 2006, el factor directo más importante en la subida de los precios de los alimentos, seguidos de cerca por las restricciones comerciales. Sin embargo, las consecuencias directas de tales factores no explican todos los incrementos observados en los precios de los cultivos afectados. También han contribuido efectos indirectos que se refuerzan mutuamente y que operan, en particular, a través de los canales de sustitución de la oferta y demanda. El cuadro 3.2 ilustra los efectos de derrame derivados de los aumentos en los precios del aceite de maíz y de colza (ambos insumos para la producción de biocombustibles), mediante la utilización de elasticidades-precio cruzadas de la oferta y de la demanda. Los resultados indican que estos efectos son especialmente importantes para explicar los incrementos de los precios de la soja y sus productos relacionados: una subida de 1% en los precios del maíz, manteniendo fijos todos los demás sectores, incrementa los precios de la soja en aproximadamente tres cuartos de punto porcentual, debido a que los agricultores reducen la superficie cultivada con soja y aumentan la de maíz, y los consumidores sustituyen alimentos a base de maíz por otros a base de soja²⁰. Bajo el supuesto de que el aumento de los precios del maíz no está relacionado con los de otros alimentos principales, los efectos indirectos del aumento de precios del maíz explicarían alrededor de 60% del aumento de los precios de la soja y alrededor de 20% de los aumentos de precios del arroz y el trigo.

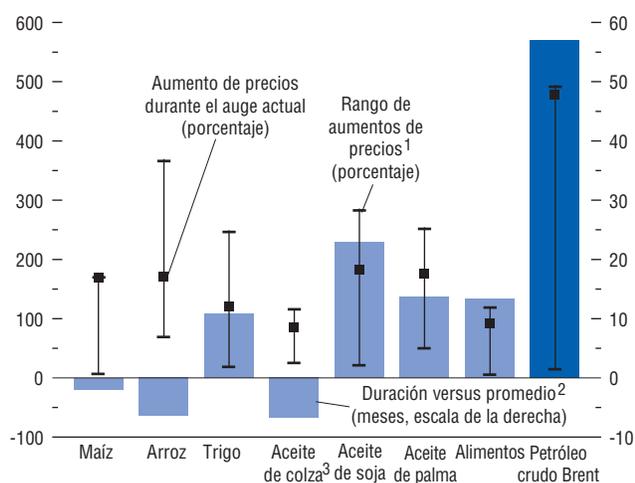
La resolución de las perturbaciones en la oferta relacionadas con cuestiones climáticas

nes. Véase Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (2008).

²⁰En este caso, los consumidores serían principalmente productores de carne vacuna y de aves de corral, que utilizan alimentos con maíz y soja para los animales.

Gráfico 3.6. Duración y amplitud de los ciclos de precio de los alimentos y el petróleo crudo

El auge actual ya supera en duración al promedio de casi todos los correspondientes a los alimentos y el petróleo crudo. Sin embargo, excepto en los casos del petróleo crudo y el maíz, los aumentos de precios no son excepcionalmente elevados.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Rango de aumentos de precios durante la etapa anterior de transcurso hasta el nivel máximo de incremento entre enero de 1957 y junio de 2008.

²El precio mensual sube dentro del ciclo en comparación con el promedio de los ciclos anteriores.

³La serie de precios del aceite de colza comienza en enero de 1980.

durante la actual campaña agrícola y la eliminación de restricciones a la exportación ya llevaron a una cierta moderación de los precios de los alimentos. Sin embargo, es posible que la presión sobre los precios de los alimentos, derivada de los elevados precios del petróleo, y nuevos aumentos de la producción de biocombustibles probablemente limiten el alcance de la moderación, y que las bajas existencias continúen contribuyendo a la volatilidad de los precios. De hecho, debido a estos factores de carácter más permanente la duración del auge actual ya ha excedido en 12 meses la duración promedio de la coyuntura alcista de los precios de los alimentos (gráfico 3.6).

Shocks de precios de las materias primas e inflación

¿Pueden absorberse los marcados ajustes de los precios relativos derivados de las recientes alzas de precios de las materias primas, sin ocasionar incrementos graduales de la inflación subyacente? La preocupación más importante es que un período prolongado de inflación general elevada, luego de aumentos de precios de materias primas, pueda desatar mayores expectativas de inflación²¹. El contexto general de tal preocupación es el contraste entre el comportamiento de los precios de dichos bienes durante dos episodios clave del pasado reciente. Durante la “gran moderación” —el largo período de tasas de inflación bajas y decrecientes que se prolongó desde los años noventa hasta hace poco tiempo— las variaciones que sufrieron los precios de materias primas fueron relativamente modestas y transitorias, mientras que durante la “gran inflación” —en los años setenta— estos

²¹Aunque las variaciones de los precios relativos en general derivan en cambios sostenidos del nivel general de precios, los shocks transitorios significativos y persistentes —especialmente para los precios de materias primas esenciales— pueden desencadenar las expectativas de inflación y tener efectos secundarios sobre la inflación subyacente. Véase un análisis más formal de la relación entre las variaciones de los precios relativos y la inflación general en Ball y Mankiw (1995) y Sims (2003).

shocks fueron marcados y persistentes, al igual que durante el actual período²².

Aún existe gran preocupación por que se produzcan efectos de segunda ronda a pesar de la reciente disminución de los precios internacionales de las materias primas, ya que es posible que la presión de los precios internos se mantenga durante algún tiempo, como resultado de la continua repercusión de los anteriores aumentos de precios de las materias primas y de la presión remanente como consecuencia del recalentamiento en varias economías emergentes. Esta sección analiza los vínculos entre los precios de las materias primas y la inflación a través del tiempo y en una amplia muestra de economías, y se centra en estudiar la manera en que los riesgos a que están sujetas las perspectivas de inflación están vinculados con la credibilidad de la política monetaria —su capacidad para anclar las expectativas en forma eficaz—, con la magnitud y persistencia de los shocks de las materias primas y con factores estructurales.

Respecto de los acontecimientos actuales, el pronunciado aumento de la inflación general de los últimos meses se debe principalmente a los incrementos de precios de las materias primas durante el último año y medio, un proceso en el que los precios de los alimentos cumplieron una función particularmente importante en las economías emergentes y en desarrollo (gráfico 3.7). En comparación, el aporte de los precios de la

energía ha sido moderado, con efectos más marcados en las economías avanzadas. De hecho, los precios internos de los alimentos se aceleraron principalmente en las economías emergentes y en desarrollo, mientras que los precios de la energía lo hicieron especialmente en las economías avanzadas (gráfico 3.8)²³. Sin embargo, hasta la fecha, la inflación básica o subyacente se mantuvo bastante estable en las economías avanzadas, aunque aumentó mucho en el resto del mundo, tal como se analizó en el capítulo 1 (véase el gráfico 1.3)²⁴. Las expectativas de inflación también han comenzado a intensificarse, especialmente en economías emergentes, en las cuales los salarios aumentaron en mercados laborales con bajo desempleo.

¿Qué factores podrían afectar la magnitud del traspaso de los precios internacionales de las materias primas a los precios minoristas de los alimentos y los combustibles? En primer lugar, dado que los precios internos están denominados en moneda local y los precios internacionales en dólares, las variaciones del tipo de cambio pueden magnificar o mitigar el efecto en la economía interna de las fluctuaciones de los

²²Es cada vez mayor la cantidad de publicaciones especializadas acerca de los orígenes de la “gran moderación”. Por ejemplo, Gerlach *et al.* (de próxima publicación) atribuyen la “gran moderación” principalmente a la aplicación de mejores políticas monetarias. La función de la globalización es menos clara. Los precios decrecientes de los productos manufacturados, impulsados por los rápidos aumentos de la productividad a partir de la integración de una gran cantidad de mano de obra subutilizada en las economías emergentes y en desarrollo, ayudaron a que fuera menos costoso el proceso de reducción de la inflación de lo que hubiera sido de otro modo. Sin embargo, recientemente el sólido crecimiento de la demanda de materias primas se sumó a la presión sobre los precios. El aplanamiento observado de la pendiente de la curva de Phillips (documentado en el capítulo 3 de la edición de abril de 2006 de *Perspectivas de la economía mundial*) puede estar relacionado con la competencia mundial, pero también puede ser un reflejo de la mejor gestión monetaria.

²³Existen diferencias sustanciales entre los países en cuanto al tratamiento de los precios de los alimentos y del combustible en los índices de precios al consumidor, especialmente en las economías emergentes y en desarrollo. Las canastas de alimentos utilizadas para medir la inflación de los alimentos varía entre un país y otro, ya que algunos países incluyen bebidas y tabaco en este rubro y otros utilizan definiciones más estrictas que incluyen los alimentos frescos pero no los procesados. Las cuestiones relacionadas con estas mediciones son aún más marcadas en el caso de los precios del combustible: las definiciones del combustible como componente del índice de precios al consumidor (IPC) abarca desde los precios de la gasolina hasta los de los servicios públicos utilizados por los hogares.

²⁴La medición de la inflación básica es difícil. En teoría, la inflación básica se define como la parte de la inflación subyacente, o persistente, que provee un indicio de cómo será la inflación futura, aunque hay distintas definiciones precisas (véanse, por ejemplo, Eckstein, 1981; y Bryan y Cecchetti, 1994). En la práctica, la inflación básica se mide comúnmente mediante un IPC que excluye los precios de los alimentos y la energía, o sus componentes más volátiles; pero estos indicadores difieren entre los distintos países. La variación en las mediciones de la inflación básica tiende a ser especialmente significativa en las economías emergentes y en desarrollo, por lo cual conviene tomar con cautela las inferencias sobre la inflación subyacente.

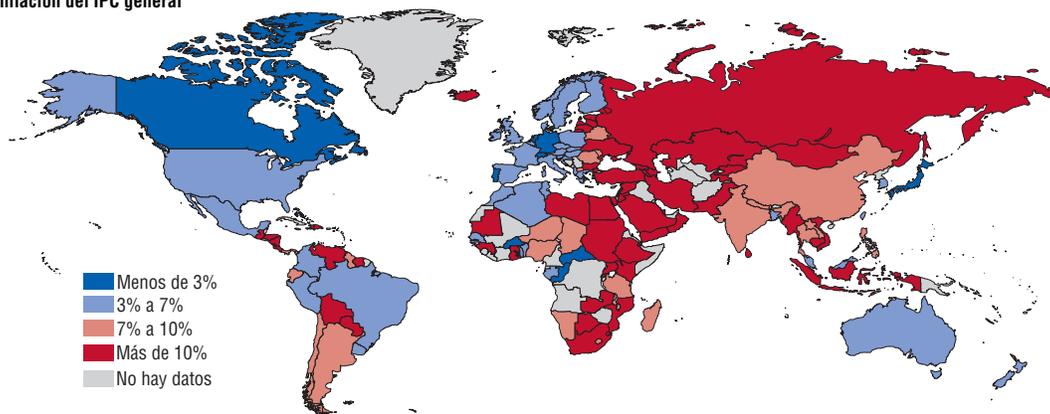
Gráfico 3.7. La inflación en el mundo¹

(Variación porcentual 2008:T2 frente a 2007:T2)

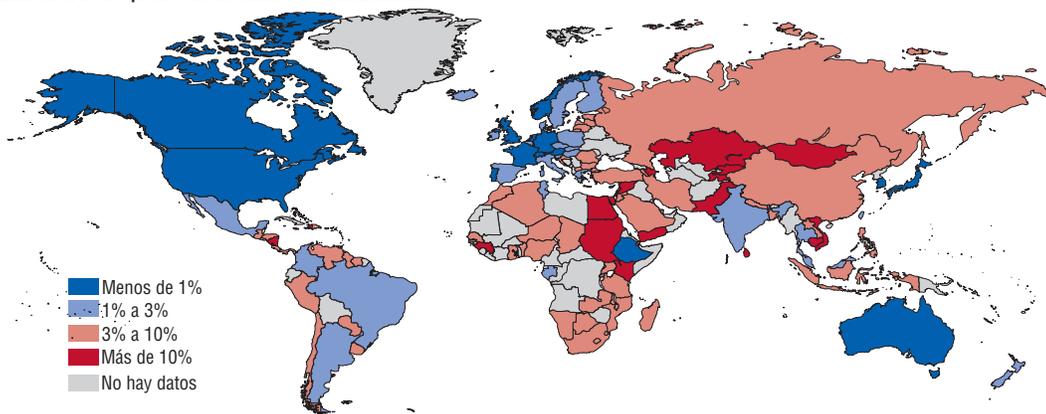
La inflación general está en aumento, en especial en las economías emergentes y en desarrollo, en las que los precios de los alimentos tienen una función de particular importancia.

La contribución de los precios de la energía es menor en comparación con la de los precios de los alimentos, y sus efectos son más fuertes en las economías avanzadas.

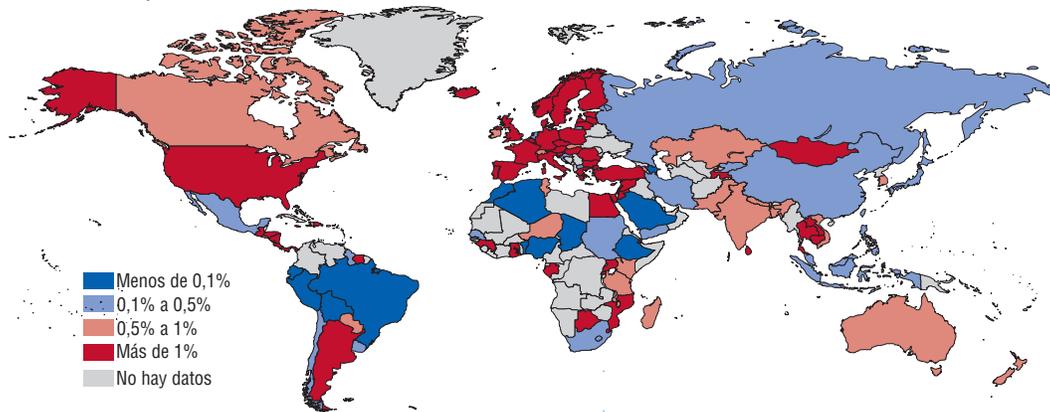
Inflación del IPC general



Contribución de los precios de los alimentos a la inflación



Contribución de los precios de los combustibles a la inflación



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Las contribuciones de los precios de los alimentos y los combustibles se calculan como la inflación de alimentos y la de combustibles, respectivamente, multiplicada por la ponderación correspondiente en el índice de precios al consumidor (IPC).

precios mundiales²⁵. En segundo lugar, muchas economías aplican impuestos o subsidian ciertos productos, especialmente los combustibles, lo cual, nuevamente, puede magnificar o mitigar el traspaso (recuadro 3.2)²⁶. En tercer lugar, el nivel de integración entre la economía interna y el mercado internacional de materias primas es importante, dado que, en mercados más aislados, las condiciones de la oferta interna pueden prevalecer sobre el papel que cumplen las variaciones de los precios mundiales (por ejemplo, para ciertos cultivos). En cuarto lugar, la estructura de costos de la producción interna tiene un papel muy importante en la magnitud y el escalonamiento del traspaso a los precios minoristas, dado que los costos de mano de obra, transporte y comercialización representan una gran parte del precio final de diversos productos alimenticios, especialmente en las economías avanzadas, y los costos asociados con las mismas materias primas pueden ser, en comparación, moderados²⁷.

²⁵De Gregorio, Landerretche y Neilson (2007) sostienen que los pasados shocks petroleros a menudo estuvieron acompañados por depreciaciones que pudieron haber magnificado la transmisión a los precios internos, en tanto que tales depreciaciones fueron menos frecuentes en los últimos años y, en la práctica, muchas economías han experimentado apreciaciones que posiblemente hayan suavizado dicha transmisión.

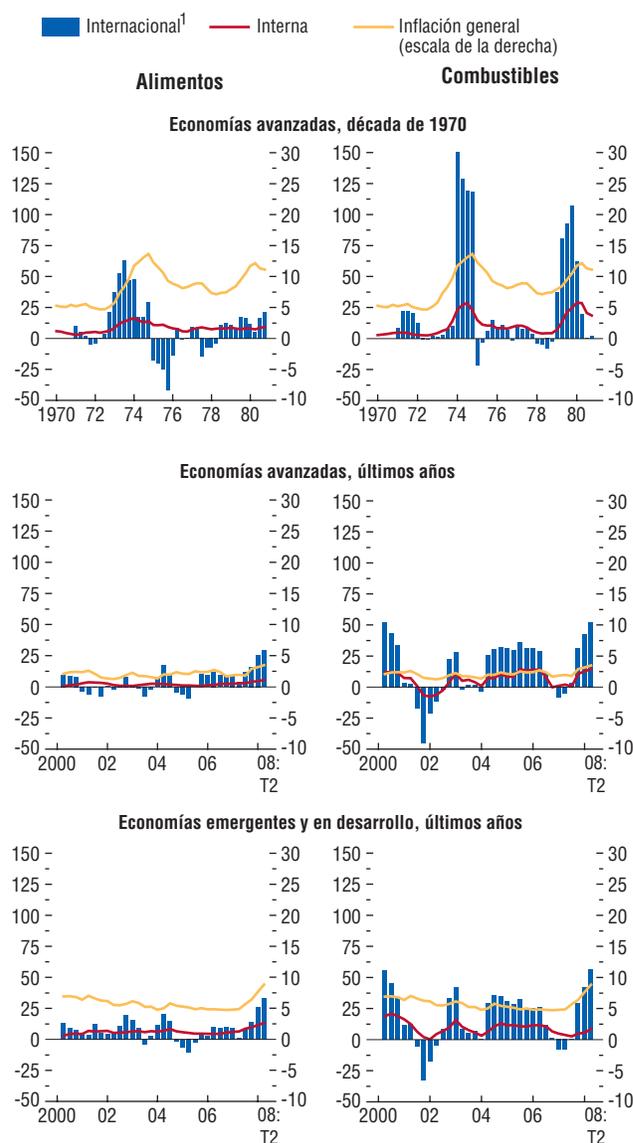
²⁶Varias economías emergentes y en desarrollo aplican subsidios a la energía con el fin de limitar las consecuencias internas de los shocks de precios internacionales en dicho sector. Sin embargo, los costos fiscales asociados pueden ser importantes, especialmente en los momentos en que los precios internacionales ejercen una gran presión (véase FMI, 2008b). De hecho, los crecientes costos fiscales han forzado recientemente a varios países a dismantlar algunos de estos subsidios. Además, la expansión fiscal y las necesidades de financiamiento asociadas para los consiguientes déficits gubernamentales pueden, por sí mismos, causar inflación (Sargent y Wallace, 1985).

²⁷Las variaciones de los costos internos de transporte y mano de obra pueden cambiar, y pueden contrarrestar, o bien reforzar, las presiones ejercidas por las variaciones de los precios de las materias primas. Por ejemplo, los costos de mano de obra en economías avanzadas siguieron una tendencia decreciente durante las dos últimas décadas, en parte debido al mayor acceso a la fuente de mano de obra mundial (véase Jaumotte y Tytell, 2007). Esto puede haber contribuido a contrarrestar los mayores costos de la energía y los materiales en los últimos años.

Gráfico 3.8. Variaciones de los precios internos e internacionales de las materias primas y de la inflación general

(Variaciones interanuales, porcentaje)

Las grandes variaciones en los precios de las materias primas caracterizaron la década de 1970, cuando la inflación reinaba en las economías avanzadas. En comparación con ello, las fluctuaciones recientes en los precios fueron modestas, aunque, en los últimos meses, los precios internos de los alimentos se aceleraron en las economías emergentes y en desarrollo, y los precios internos de la energía experimentaron un auge en las economías avanzadas, mientras que la inflación aumentó en todo el mundo.



Fuentes: Base de datos del FMI sobre precios de las materias primas y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Los precios internacionales de los alimentos y los combustibles se convierten a la moneda local. Los índices de precios de alimentos y combustibles de la década de 1970 abarcan un conjunto de materias primas más reducido por motivos de disponibilidad de datos.

Recuadro 3.2. Medidas fiscales adoptadas ante los recientes aumentos de precios de las materias primas: Una evaluación

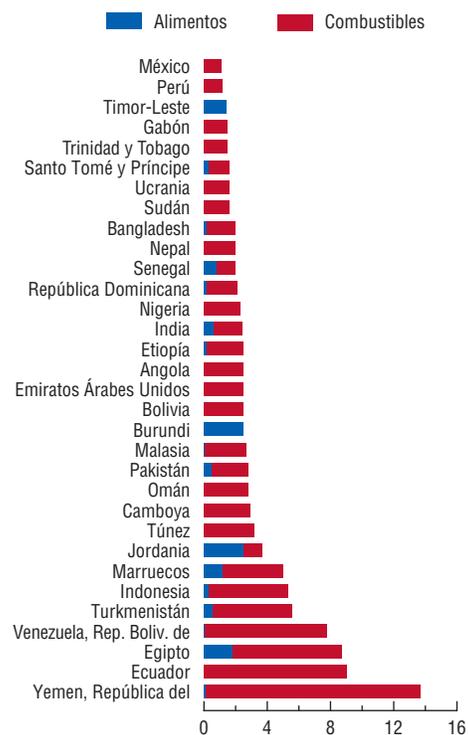
El actual auge de precios de los alimentos y la energía generó una gran gama de respuestas fiscales en distintas partes del mundo, orientadas a mitigar las consecuencias internas de dicho efecto. Este recuadro resume las medidas adoptadas y analiza su eficacia para aliviar las consecuencias de los aumentos de precios de las materias primas para los pobres y sus repercusiones para la macroeconomía en su conjunto.

Un estudio reciente del FMI compiló información sobre las medidas fiscales adoptadas por 161 países ante los aumentos de los precios internacionales (FMI, 2008b). A continuación detallamos algunas de las conclusiones del estudio:

- La adopción de medidas vinculadas a los gastos fue más importante en el caso de los combustibles, mientras que en el caso de los alimentos predominaron las medidas vinculadas a los ingresos. Más de una cuarta parte de los países analizados aumentaron los subsidios a los combustibles, y alrededor de un quinto redujo los impuestos a los combustibles. Este año, los subsidios a los combustibles alcanzaron niveles elevados en muchos países, superando el 5% del PIB en Ecuador, Egipto, Turkmenistán, la República Bolivariana de Venezuela y la República del Yemen. El panorama es casi el opuesto en el caso de los alimentos, donde más de la mitad de los países bajaron los impuestos a los alimentos, y menos de un quinto aumentó los subsidios.
- Los países exportadores adoptaron medidas tributarias y medidas regulatorias para contener los aumentos de los precios internos de los alimentos. Algunas de estas medidas incluyeron aumentos de los impuestos a la exportación, la introducción de cupos de exportación, e incluso la prohibición lisa y llana de ciertas exportaciones. Cabe destacar que los grandes países exportadores de los principales cereales, entre ellos Argentina, China, India, Kazajstán, Ucrania y Vietnam, establecieron prohibiciones e impuestos a las

David Coady es el autor principal de este recuadro.

Subsidios universales, 2008¹
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Encuesta fiscal del FMI.
¹Para países que presentan subsidios a los alimentos o a los combustibles solamente. No hay datos disponibles para otro tipo de subsidios.

exportaciones. Sin embargo, más recientemente, algunos de los grandes exportadores comenzaron a flexibilizar algunas restricciones a la exportación. Ultimamente, Vietnam y Kazajstán dejaron que caducaran las prohibiciones de exportación de arroz y trigo, respectivamente, y Ucrania aumentó los cupos de exportación de trigo.

- Aproximadamente un cuarto de los países analizados aumentaron recientemente el financiamiento para programas de transferencias con objetivos más definidos, y 15 países aumentaron los salarios y las pensiones del sector público, en parte como respuesta a los aumentos de precios.

El costo fiscal total de estas medidas ha sido sustancial. La mediana del aumento anualizado de los costos fiscales en los países analizados, entre 2007 y 2008, fue de 0,7% del PIB. En alrededor de un cuarto de los países, los costos fiscales fueron superiores al 1% del PIB, y casi todo el aumento correspondió a un incremento de los subsidios universales a alimentos y combustibles. En 2008, el costo fiscal combinado de esos subsidios pasó a representar una pesada carga fiscal para muchos países, particularmente los subsidios a los combustibles. Por ejemplo, hoy esos subsidios representan por lo menos 5% del PIB en 7 países, y por lo menos 2% en otros 17 países (gráfico).

Estas medidas se adoptan, en parte, porque se considera que los aumentos de precios de los alimentos y los combustibles son especialmente perjudiciales para los pobres. En general, la carga de los aumentos de precios de los alimentos suele ser muy regresiva, mientras que la carga de los aumentos de precios de los combustibles se distribuirá de distinta manera en función del tipo de combustible. En efecto, algunos estudios recientes del FMI¹ concluyeron que una duplicación del precio del arroz generará una reducción de 12% del ingreso real del quintil de menores ingresos, mientras que el ingreso real del quintil más rico caerá solo 5%. En contraposición, la duplicación de los precios de todos los combustibles da como resultado una reducción de aproximadamente 10% en el ingreso de todos los grupos de ingreso. El impacto de los aumentos de los precios de la gasolina afecta básicamente a todos de forma proporcional, mientras que el impacto de los aumentos de los precios del querosén es sumamente regresivo.

Los subsidios universales a los precios conforman un esquema de protección del bienestar de los hogares pobres que es muy costoso en términos fiscales. Eso se debe a que los grupos de ingresos más altos reciben una gran proporción

de los beneficios que se derivan de los precios bajos de los alimentos y los combustibles, lo cual refleja la mayor participación de estos grupos en el consumo total. Por ejemplo, los estudios del FMI determinaron que cerca de 64% del subsidio al arroz beneficiaba a los tres quintiles de ingresos superiores (FMI, 2008b); las proporciones correspondientes en el caso del querosén y la gasolina eran de 55% y 92%, respectivamente (Coady *et al.*, 2006). El reemplazo de estos subsidios por medidas de mitigación mejor focalizadas permitiría reducir sustancialmente los costos asociados y, al mismo tiempo, prestar ayuda más eficaz a los segmentos más afectados de la población.

Además, el traslado incompleto de los precios internacionales a los precios internos de las materias primas distorsiona los incentivos para los consumidores y productores del país y, en última instancia, refuerza la presión mundial sobre los precios. Más específicamente, la reducción de los impuestos y el aumento de los subsidios aíslan parcialmente la demanda del alza de los precios internacionales de las materias primas. Asimismo, el establecimiento de impuestos a la exportación y de cuotas de exportación reduce las ganancias que los exportadores podrían obtener gracias al aumento de los precios y, así, obstaculiza la reacción de la oferta, reacción que a lo largo del tiempo ayudaría a bajar los precios. Tarde o temprano, las necesidades de financiamiento que conllevan los elevados costos fiscales de los subsidios derivarán en la eliminación de los subsidios o en impuestos más altos —y, por ende, precios más altos— sobre otros bienes y servicios. Además, los subsidios universales pueden alimentar las presiones inflacionarias en general si los consiguientes déficits terminan siendo monetizados o si provocan una acumulación excesiva de deuda pública. Por estos motivos, la intervención fiscal genérica, no focalizada, que actualmente practican una amplia gama de países, no es un sustituto viable de una adecuada respuesta de política monetaria para ayudar a mantener la estabilidad macroeconómica en épocas de fluctuaciones de los precios de las materias primas.

¹FMI (2008a) analiza el caso de Senegal; Coady *et al.* (2006) presentan datos concluyentes para Bolivia, Ghana, Jordania, Malí y Sri Lanka.

Las variaciones de los precios internos de los alimentos y los combustibles pueden afectar la inflación mundial tanto en forma directa como indirecta. Los efectos directos (primera ronda) sobre la inflación general están determinados por las ponderaciones de estos productos en la canasta del consumidor. Aunque en muchas economías, especialmente en las pobres, estos efectos son pronunciados, terminan disminuyendo una vez que se completa el traspaso de las variaciones de los precios internacionales, a menos que se vea afectada la inflación básica o subyacente²⁸. Los efectos indirectos (segunda ronda) sobre la inflación básica dependen del grado en que se desaten expectativas de inflación futura y de que se pongan en marcha demandas de salarios más elevados²⁹. En parte, esto se vincula con las magnitudes relativas de los efectos de la oferta y la demanda asociados a las variaciones de precios de las materias primas. Por un lado, los mayores precios de los alimentos y la energía elevan los costos y pueden reducir la productividad, lo cual constituye un efecto de oferta negativo que ejerce una presión inflacionaria al alza. Por

²⁸De hecho, estos efectos raramente son inmediatos, debido a que la transmisión de los shocks de precios de las materias primas a los precios minoristas finales puede tardar un tiempo considerable. Por ejemplo, Rigobon (2008) estima que la transferencia de los shocks de los precios del petróleo normalmente tarda entre 9 y 12 meses, y la de los shocks de precios de alimentos hasta 30 meses.

²⁹En el pasado, el riesgo de una espiral de precios y salarios se veía exacerbado en muchos países por la indexación de salarios, ya que estos se indexaban a la inflación pasada e introducían una fuente adicional de persistencia inflacionaria. Sin embargo, en las últimas décadas los sistemas de indexación se han rediseñado, debilitando los efectos inflacionarios. Sobre esta base, el papel de la indexación es difícil de cuantificar, debido a las diferentes prácticas de fijación de salarios entre los países. En algunos países, especialmente en aquellos donde los mercados laborales ya registran exceso de demanda, la indexación de los ingresos fiscales por transferencias puede afectar indirectamente las negociaciones salariales e incrementar los riesgos inflacionarios. Además, en varios países, los salarios del sector público se ajustan según los incrementos de precios de los alimentos y la energía, lo cual puede contribuir a crear una espiral de precios y salarios.

el otro, es posible que estos precios más altos generen un desplazamiento del gasto hacia otros productos y servicios, un efecto de demanda negativo que produce una presión a la baja sobre la inflación. Aunque el efecto de la oferta suele prevalecer, ambos operan en sentido contrario y por ello el resultado final es incierto, especialmente para las economías importadoras netas de materias primas. Para los países exportadores netos de materias primas, el auge de los precios normalmente aumenta la demanda agregada e intensifica las presiones inflacionarias, aunque los ajustes del tipo de cambio podrían mitigar este efecto.

¿Qué factores hacen que las economías sean más o menos vulnerables a riesgos inflacionarios que llevan aparejados cambios en los precios de las materias primas? En términos generales, estos podrían agruparse en factores estructurales y factores relacionados con políticas. Un factor estructural clave es la intensidad de uso. De hecho, la intensidad en el consumo de energía —medida como consumo de energía por unidad de PIB real— ha caído cerca de 40% en las economías avanzadas desde mediados de los años setenta. En comparación, las economías emergentes y en especial las economías en desarrollo hacen un uso mucho mayor de la energía (gráfico 3.9)³⁰. La diferencia entre estos dos grupos es aún más pronunciada cuando se trata del consumo de alimentos. Los alimentos representan más de un tercio del consumo de los hogares en las economías emergentes y en desarrollo, y esta proporción oscila entre poco más de 10% y casi 80% en algunas economías en desarrollo. En contraste, en las economías avanzadas los alimentos representan apenas una décima parte del consumo de los hogares (la mitad de la participación de los años setenta), y la proporción de los costos de materias primas con respecto a los costos totales es considerablemente más baja.

³⁰La intensidad de utilización de energía de las economías emergentes y en desarrollo es aun mayor cuando el PIB se evalúa a tipos de cambio de mercado.

La credibilidad de la política monetaria se destaca entre los factores relacionados con las políticas que afectan la vulnerabilidad de las economías en cuanto al efecto inflacionario de un shock de precios de las materias primas. La calidad de la gestión monetaria —aproximada mediante un índice de la autonomía del banco central³¹— ha mejorado en todo el mundo, pero aún es menor en las economías emergentes, y en especial en las economías en desarrollo (gráfico 3.10). Más del 80% de las economías emergentes y en desarrollo mantienen regímenes de tipos de cambio fuertemente administrados, en marcado contraste con las economías avanzadas, en las que hoy en día domina la flotación del tipo de cambio³². Aunque en el pasado los tipos de cambio fijos ayudaron a muchas economías emergentes y en desarrollo a contener las expectativas de inflación, de hecho limitan la capacidad de reacción de la política monetaria, particularmente cuando las economías avanzadas y no avanzadas enfrentan condiciones cíclicas muy diferentes. Es sorprendente la disonancia entre los niveles de actividad y la orientación expansiva de las políticas que ahora caracterizan a las economías emergentes y en desarrollo, y recuerda a la situación que enfrentaron las economías avanzadas durante la gran inflación de los años setenta.

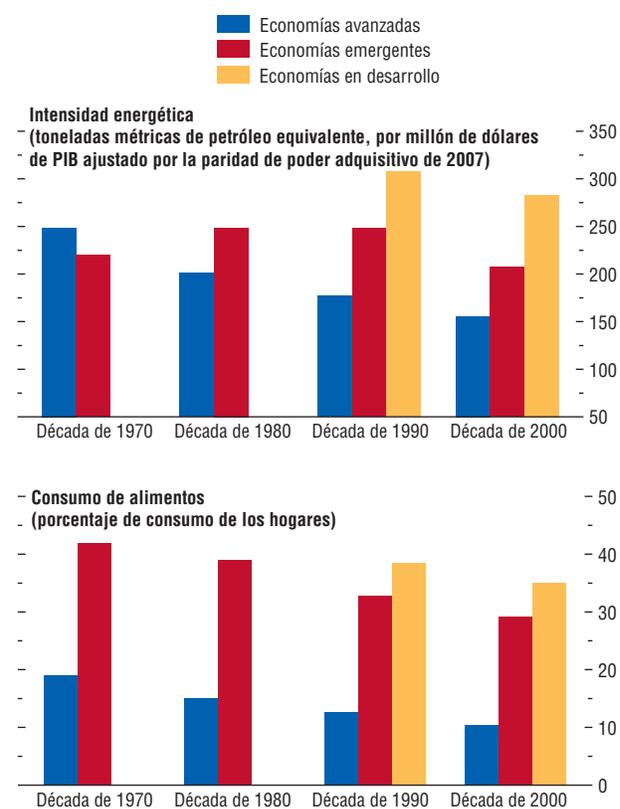
Se llevaron a cabo dos ejercicios econométricos a fin de evaluar los potenciales efectos de segunda ronda derivados de cambios en los precios de los alimentos y los combustibles y de vincular dichos efectos con las características estructurales y de las políticas de las diferentes economías. El primer ejercicio vincula la inflación básica con las variaciones

³¹Este índice captura la capacidad de un banco central para adoptar una política monetaria independiente, y se basa en Arnone *et al.* (2007).

³²Esta comparación se basa en una clasificación actualizada de los regímenes de tipos de cambio de Reinhart y Rogoff (2004). Los regímenes de tipo de cambio inflexibles incluyen todos los tipos de cambio fijos y bandas de jure y de facto, y excluyen las uniones monetarias. Véase también Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (de próxima publicación).

Gráfico 3.9. Importancia relativa de los alimentos y la energía

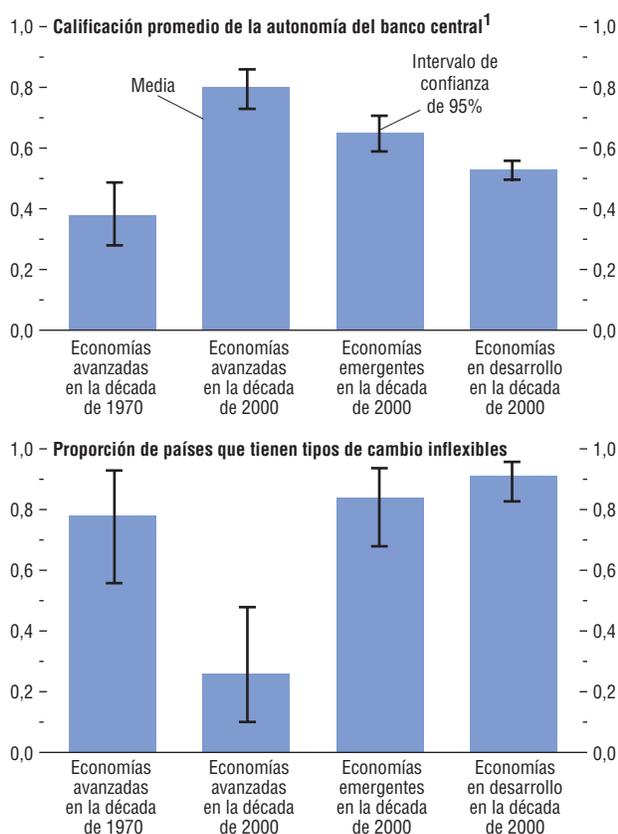
Si bien en líneas generales la importancia económica relativa del consumo de energía y alimentos siguió una tendencia descendente, las economías emergentes y en desarrollo hacen un uso más intensivo de la energía y dependen más del consumo de alimentos que las economías avanzadas.



Fuentes: *British Petroleum Statistical Review of World Energy* (2008); Cuentas Nacionales de las Naciones Unidas; Departamento de Agricultura de Estados Unidos, y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 3.10. Política monetaria y cambiaria

Si bien la calidad de la gestión monetaria mejoró en todo el mundo, las economías avanzadas tienen una calificación mejor en esta área que las economías emergentes y en desarrollo, la mayoría de las cuales mantiene regímenes cambiarios inflexibles.



Fuentes: Arnone *et al.* (2007); Reinhart y Rogoff (2004, actualizado), y cálculos del personal técnico del FMI.

¹La calificación correspondiente a la década de 1970 se construye utilizando el método de Arnone *et al.* (2007) para un conjunto algo más reducido de indicadores.

²Los regímenes de tipo de cambio inflexibles incluyen todos los tipos de cambio fijos y bandas de jure y de facto, y excluyen las uniones monetarias.

de los precios de los alimentos y los combustibles, y controla los cambios en la brecha del producto (la curva de Phillips)³³. Se basa en estimaciones para cada país a través de un período de tiempo relativamente extendido y permite realizar una comparación entre la evolución actual y la de la época de la gran inflación de los años setenta. El segundo ejercicio vincula directamente los cambios en la inflación esperada con los cambios en la inflación general observada, y desagrega esta última en inflación básica y en los cambios en las tasas de inflación interna de los alimentos y los combustibles³⁴. Este ejercicio se basa en un panel de economías avanzadas y emergentes, y permite realizar una comparación del desempeño según las características estructurales y de las políticas de estas economías a lo largo de los últimos años.

El primer conjunto de estimaciones revela que el traspaso de los precios internacionales de los alimentos a los precios internos, y de los precios internos de los alimentos a la inflación

³³Véase en Blanchard y Galí (2007) un análisis del traspaso del precio del petróleo en distintas economías industrializadas. De Gregorio, Landerretche y Neilson (2007) llevan a cabo un estudio similar en una muestra de economías industriales y algunas economías emergentes y en desarrollo. Ambos trabajos comprueban que el traspaso de la variación del precio del petróleo a la inflación general ha disminuido a través del tiempo.

³⁴Las expectativas inflacionarias generalmente se miden en una de dos formas. La primera se basa en encuestas a consumidores o a profesionales dedicados a la realización de pronósticos, y la segunda se basa en las diferencias de rendimiento entre los bonos convencionales y los bonos vinculados a la inflación (véanse Soderlind y Svensson, 1997; Fung, Mitnick y Remolona, 1999; y Shen y Corning, 2001). Ambas mediciones presentan deficiencias: las mediciones basadas en encuestas pueden reflejar percepciones subjetivas, y en ocasiones infundadas, sobre la inflación, mientras que las basadas en bonos pueden reflejar primas de liquidez y de volatilidad inflacionaria, así como características institucionales de mercados de bonos específicos. En este estudio, la inflación esperada se mide a través de pronósticos de la inflación publicados por Consensus Economics, dado que no hay mediciones basadas en bonos disponibles para un conjunto de países suficientemente amplio. Goretty y Laxton (2005) y Levin, Natalucci y Piger (2004) presentan análisis similares

básica en economías emergentes es comparable con el observado en economías avanzadas durante los años setenta, y mucho más elevado que el observado en economías avanzadas más recientemente (gráfico 3.11)³⁵. En las economías emergentes aproximadamente la mitad del shock de precios internos de los alimentos finalmente se incorpora en la inflación básica, en tanto que en las economías avanzadas, el traspaso es inferior a la cuarta parte. Estas conclusiones se corresponden con la significativa participación de los alimentos en el consumo y con la importancia relativa de los costos de materiales en la producción en las distintas economías emergentes, y destacan la sensibilidad de estas economías a las variaciones de los precios de los alimentos.

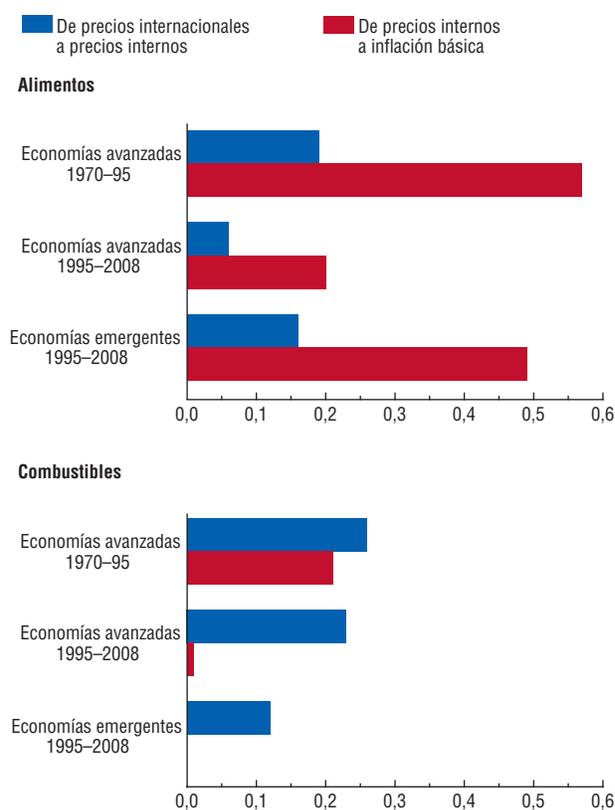
Con respecto a los precios de los combustibles, el traspaso de los precios internacionales a los precios internos es sustancialmente menor en las economías emergentes que en las avanzadas. El traspaso de los precios internos a la inflación básica ha sido notablemente menor en los últimos tiempos que durante los años setenta, cuando más del 20% del shock de precios llegó a la inflación básica. Los bajos coeficientes de traspaso pueden reflejar una combinación de factores, entre ellos la intensidad de utilización de la energía, amplios subsidios a los combustibles y controles en economías emergentes, y altos

³⁵La muestra está conformada por 25 economías emergentes y 21 economías avanzadas (9 para el período 1970–95). A fin de limitar la contaminación de las estimaciones por factores endógenos, el traspaso de los precios internos de las materias primas a la inflación básica se estima utilizando únicamente la variación de los precios internos ocasionada por variaciones de los precios internacionales, así como los efectos rezagados de la evolución de los precios internos. Debe mencionarse que las estimaciones varían considerablemente según el país, lo que en parte refleja las diferencias en cuanto a calidad de los datos, medición de la inflación y períodos muestrales, en especial en las distintas economías emergentes. El traspaso estimado interpreta el traspaso completo a largo plazo y no refleja ninguna diferencia en la trayectoria temporal de las respuestas inflacionarias. El apéndice 3.3 brinda una descripción detallada de este ejercicio.

Gráfico 3.11. Traspaso de los precios de las materias primas¹

(Respuesta completa a largo plazo ante la variación de 1 punto porcentual en la inflación de los precios de las materias primas, en puntos porcentuales)

El reciente traspaso de los precios de los alimentos en las economías emergentes se asemeja al que experimentaron las economías avanzadas en la década de 1970, mientras que el traspaso de los precios de los combustibles fue marcadamente menor. El reciente traspaso a la inflación básica fue moderado tanto en el caso de los precios de los alimentos como en el de los precios de los combustibles en las economías avanzadas.



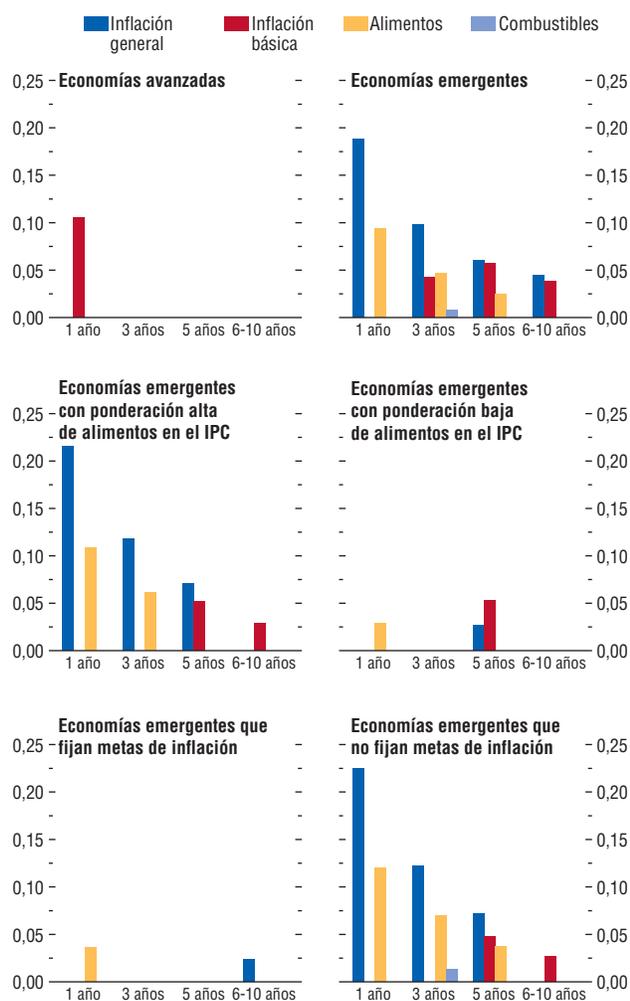
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Promedios ponderados de estimaciones país por país a partir de datos trimestrales. El traspaso de los precios internacionales a los internos se estima utilizando regresiones bivariadas. El traspaso de los precios internos de las materias primas a la inflación básica se estima utilizando ecuaciones de la curva de Phillips con precios internos que excluyen cualquier influencia que no sea la de los precios internacionales y sus propios valores rezagados. En ambas estimaciones, el traspaso completo a largo plazo se calcula como la suma de los coeficientes del valor corriente y los cuatro rezagos de la variable independiente dividida por 1 menos la suma de los coeficientes de los cuatro rezagos de la variable dependiente.

Gráfico 3.12. Variaciones de la inflación esperada en respuesta a las variaciones de la inflación efectiva¹

(Inflación esperada con 1, 3, 5 y 6-10 años de antelación; respuestas en puntos porcentuales ante la variación de 1 punto porcentual en la inflación efectiva)

Las expectativas de inflación parecen marcadamente mejor ancladas en las economías avanzadas que en las economías emergentes, en especial aquellas cuyo IPC contiene una proporción elevada de alimentos. Últimamente, en las economías emergentes, la fijación de metas de inflación parece haber sido más eficaz que los marcos alternativos de política monetaria para anclar las expectativas.



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

¹Sobre la base de coeficientes estadísticamente significativos de regresiones de panel con efectos fijos, a partir de datos semestrales desde 2003. La medida de la inflación básica excluye la inflación de alimentos y combustibles.

impuestos a los combustibles en muchas economías avanzadas³⁶.

El análisis econométrico de la relación entre los cambios de la inflación esperada y la inflación observada indica que las diferencias en la vulnerabilidad estructural y la vulnerabilidad de las políticas moldean las expectativas en las distintas economías (gráfico 3.12)³⁷. En las economías avanzadas, tales expectativas parecen estar bien ancladas: los pronósticos de la inflación a largo plazo no responden a la inflación observada. Las expectativas no suelen estar tan ancladas en las economías emergentes, en las que la inflación esperada sigue recibiendo la influencia de la inflación observada aún para horizontes de pronóstico a largo plazo. Por consiguiente, cuando la inflación general se incrementa en 1 punto porcentual, la inflación esperada para el año siguiente sube en promedio casi 0,2 puntos porcentuales. Tal es así, que la inflación esperada correspondiente al período futuro de seis a diez años hacia delante, aumenta cerca de 0,05 puntos porcentuales. En estas economías, las expectativas también son muy sensibles a los cambios en la inflación de los precios internos de los alimentos, mientras que, por el contrario, la inflación de los precios de la energía no parece tener efectos significativos sobre ellas. Probablemente esta diferencia en las reacciones se deba a las participaciones relativas de alimentos y energía

³⁶Además, el movimiento conjunto de los precios de los alimentos y los de la energía podría dificultar la identificación de cada uno de los dos efectos. De hecho, las variaciones de los precios de la energía contribuyen significativamente a la dinámica de los precios de los alimentos, tal como se señaló en la sección precedente. Asimismo, las cuestiones ya mencionadas relativas a las mediciones de precios internos de los alimentos y, en particular, de precios de los combustibles, podrían atenuar los coeficientes de traspaso estimados.

³⁷Las estimaciones se basan en un panel de observaciones semianuales a partir de 2003. La muestra incluye 14 economías avanzadas y 21 emergentes. A fin de separar los efectos de la inflación básica de aquellos producidos por cambios en los precios de materias primas, en este análisis se utilizará solo la variación de la inflación básica que no se deba a variaciones de precios de los alimentos y los combustibles. En el apéndice 3.3 se brinda más información sobre este ejercicio.

en el consumo. En las economías donde los alimentos representan una alta proporción del consumo de los hogares, el aumento de la inflación esperada ante cambios en el nivel general observado de inflación y la inflación de precios de los alimentos es especialmente alto.

El traspaso de los shocks de precios de las materias primas a la inflación esperada parece depender fundamentalmente de la gestión de la política monetaria. Específicamente, el régimen de metas de inflación parece haber sido muy eficaz para anclar las expectativas de inflación: más allá del horizonte a un año, la respuesta de las expectativas a los cambios en la inflación observada es muy baja. Por el contrario, los países que no aplican metas de inflación —muchos de los cuales utilizan metas para los tipos de cambio nominales, ya sea de manera formal o informal— parecen tener menos éxito para anclar las expectativas. Habiendo aclarado esto, cabe señalar que los beneficios de las metas de inflación pueden, en parte, reflejar la calidad general de la gestión monetaria interna en estos países y sus niveles de desarrollo en términos más amplios (pero incluso así, en los últimos tiempos se ha vuelto más difícil alcanzar las metas)³⁸. Además, la reacción de las expectativas ante la inflación observada también puede depender de otros factores específicos de cada país, como el grado de flexibilidad del mercado laboral y la gestión de la política fiscal.

Cabe preguntarse si los recientes aumentos de los precios de los alimentos y la energía derivarán en un aumento sostenido de las tasas de inflación mundiales. Las conclusiones del presente análisis pueden dar motivos para un cauteloso optimismo, en especial con respecto a las economías avanzadas y emergentes que han adoptado regímenes de metas de inflación. En la coyuntura actual, los riesgos

de inflación también han disminuido debido a la desaceleración económica, aunque persisten presiones de recalentamiento en muchas economías emergentes y en desarrollo. Sin embargo, es posible que las relaciones empíricas basadas en datos del pasado no brinden una orientación confiable con vistas al futuro, incluso si se supone que la credibilidad de la política monetaria continuará mejorando y que los niveles de competencia e integración mundiales continuarán en aumento. Los recientes shocks asociados al mercado de materias primas han sido más pronunciados y persistentes que durante el período de la muestra utilizada para las estimaciones y, por tal motivo, a menos que se intensifique la desaceleración mundial, el futuro traspaso efectivo a los costos puede ser mayor de lo esperado³⁹. Los riesgos de estas sorpresas se encuentran íntimamente ligados a las expectativas de inflación futura y a la capacidad de las políticas monetarias para anclarlas con eficacia, tal como se analiza en la siguiente sección.

Reacciones de la política monetaria ante los shocks de precios de las materias primas

Los errores de política monetaria pueden acarrear serias consecuencias dentro de un contexto de shocks permanentes de precios de materias primas, tal como quedó demostrado durante la gran inflación de los años setenta en las economías avanzadas. Dada la ya creciente inflación y las condiciones monetarias expansivas, la respuesta adecuada de aquel momento al shock de precios del petróleo —un shock de oferta adverso— hubiera sido una política monetaria restrictiva. En cambio, el aumento de la inflación se vio exacerbado por una continua flexibilización

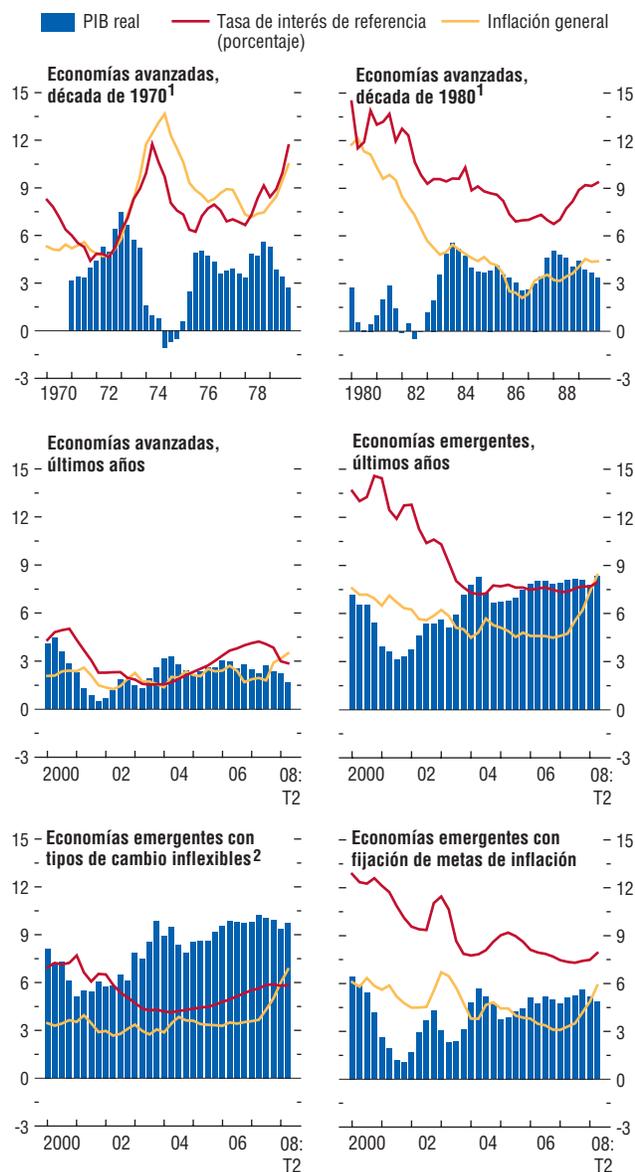
³⁸La fijación de metas de inflación en economías emergentes se analiza en el capítulo 4 de la edición de septiembre de 2005 de *Perspectivas de la economía mundial*. En un estudio más reciente, Mishkin y Schmidt-Hebbel (2007) sostienen que las metas de inflación ayudan a los países a reducir la inflación, a fortalecer la política monetaria y, en especial, a reducir los efectos inflacionarios de los shocks de precios del petróleo.

³⁹Además, aunque lo más probable es que la flexibilización de los mercados laborales internos continúe, el papel antiinflacionario del mercado laboral mundial en algún momento puede llegar a debilitarse, dado que a medida que estos mercados maduran en las economías emergentes y en desarrollo, los salarios se van acercando a los de las economías avanzadas.

Gráfico 3.13. Actividad, tasas de interés e inflación

(Variación porcentual respecto de un año antes, a menos que se indique lo contrario)

Las tasas de interés reales bajas o negativas fueron una característica del período inflacionario de la década de 1970 en las economías avanzadas, a diferencia del período de estabilización de la década de 1980. Recientemente, las tasas de interés reales se volvieron negativas en las economías emergentes —en especial, las que tienen tipos de cambio inflexibles— y, al mismo tiempo, la actividad económica es mucho más vigorosa que en las economías avanzadas.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Por motivos de disponibilidad de datos, se utilizan las tasas del mercado de dinero en lugar de las tasas de política para varios países.

²Los regímenes de tipo de cambio inflexibles incluyen todos los tipos de cambio fijos y bandas de jure y de facto, y tipos de cambios móviles o bandas que fluctúen en $\pm 2\%$. Véanse Reinhart y Rogoff (2004), e Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (de próxima publicación).

de la orientación de la política monetaria, que incrementó aún más las expectativas de inflación y erosionó la credibilidad de la política. Desde esta experiencia, los bancos centrales han comprendido muy bien que la política monetaria no debe adaptarse a fin de acomodar los efectos de segunda ronda de los shocks de oferta adversos⁴⁰.

Está ampliamente demostrado que la respuesta adecuada de la política monetaria a los shocks de oferta depende del momento del ciclo económico y del grado de credibilidad de las políticas. Por ejemplo, en caso de existir un elevado nivel de utilización de la capacidad y un bajo nivel de credibilidad de la política, los peligros de un traspaso del shock a la inflación básica son relativamente altos. Esto tiene consecuencias para la elección de la respuesta de política monetaria ante los recientes aumentos de precios de los alimentos y la energía. Tal como se analiza en el capítulo 1, muchas economías emergentes han mostrado señales de recalentamiento, al tiempo que sus políticas monetarias son expansivas. Las tasas de interés nominales a corto plazo son menores al crecimiento del ingreso nominal, en parte porque la orientación monetaria expansiva de Estados Unidos fue importada por las economías emergentes junto a limitaciones del tipo de cambio sobre la política monetaria, tal como se indicó anteriormente (gráfico 3.13). Al mismo tiempo, en estos países la credibilidad de la política monetaria es más precaria. Para controlar la inflación y evitar un ciclo de auge y caída, las condiciones monetarias deberán restringirse en los países afectados. Tal como se resume en el recuadro 3.3, esto también ejercería cierta influencia moderadora sobre la demanda de materias primas a nivel mundial y sobre sus precios internacionales.

⁴⁰Muchos economistas —entre los que se encuentran, por ejemplo, Bernanke (2004) y King (2005)— señalaron la sustancial reducción de la volatilidad de importantes variables macroeconómicas a partir de los años ochenta. Kumhof y Laxton (2007) estiman que alrededor de la mitad de la mayor variabilidad del producto en los años setenta y principios de los ochenta respecto del período 1995–2007 se puede atribuir a la ineficiente política monetaria, y la otra mitad se puede atribuir a los mayores shocks de oferta y demanda.

Recuadro 3.3. Los regímenes de política monetaria y los precios de las materias primas

Últimamente, en todo el mundo las autoridades de política económica se mostraron muy preocupadas por la agudización de las presiones inflacionarias que se registraron cuando las bruscas alzas de los precios del petróleo y los alimentos empezaron a trasladarse a la inflación general, e incluso a la inflación básica, en una gran cantidad de países. La pregunta es si es posible considerar que los regímenes de política monetaria —específicamente el patrón dólar de EE.UU. al cual muchos países vincularon su moneda (formal o informalmente, mediante tipos de cambio muy regulados)— son parcialmente responsables de este fenómeno. Y, de ser así, ¿cuáles serían las consecuencias de adoptar otros enfoques?

De acuerdo con el régimen actual de política monetaria, Estados Unidos exporta su orientación de política monetaria a gran parte de la economía mundial cuando otros países vinculan su tipo de cambio o intervienen en los mercados de divisas. Pero hoy en día el mundo enfrenta shocks muy asimétricos, ya que Estados Unidos y la zona del euro están sufriendo una desaceleración causada por dificultades financieras y una caída de sus términos de intercambio, mientras que gran parte del resto del mundo continúa creciendo a tasas sin precedentes. Por ello, una política monetaria que puede ser adecuada para Estados Unidos, como un nivel de tasas de interés nominales y reales relativamente bajo, resulta sumamente inconveniente para otros países.

Este recuadro se propone responder dos preguntas. En primer lugar, en el caso de que los principales tipos de cambio fijos se mantengan así por un tiempo, ¿es lo más conveniente para Estados Unidos tener en cuenta los efectos que tendrá su política monetaria en la economía mundial? En segundo lugar, en las circunstancias actuales, ¿qué diferencia generaría sobre el comportamiento de la economía mundial y el de cada economía si los países que actualmente vinculan su moneda al dólar adoptaran regímenes de tipo de cambio más flexibles?

Los principales autores de este recuadro son Michael Kumhof, Douglas Laxton y Dirk Muir.

La política monetaria y la inflación básica

El intento de responder estas preguntas involucra simulaciones dinámicas que hacen uso de la versión del Banco de Canadá del Modelo de la Economía Mundial (BoC-GEM, por sus siglas en inglés)¹. Se trata de un modelo estocástico dinámico de equilibrio general de cinco regiones que especifica por separado el régimen de política monetaria de cada región ya sea como vinculado al dólar de EE.UU. o como un régimen de fijación de metas de inflación². Este último se caracteriza por una función de reacción de la tasa de interés tal que las tasas de interés nominales aumentan cuando se acelera la inflación. Estas caracterizaciones de las políticas monetarias no pretenden ser una descripción precisa de las políticas sino más bien brindar una conveniente representación estilizada que pueda contribuir a la clarificación de estas cuestiones. Un rasgo del BoC-GEM esencial para esta investigación es el supuesto de una importante rigidez nominal en los sectores manufacturero y de servicios pero ninguna rigidez nominal en los sectores del petróleo y las materias primas³. Ello significa que, si la política monetaria se ocupa únicamente de la estabilización interna de la volatilidad de los precios y de la producción, no debe proponerse perseguir una meta estricta a corto plazo que incluya la inflación del petróleo y de las materias primas; en cambio, debe

¹Véase Lalonde y Muir (2007).

²Las regiones son Estados Unidos (21,2% del PIB mundial, según las ponderaciones de la paridad de poder adquisitivo (PPA)), Asia emergente (24,8%), los países exportadores de materias primas (15,2%), Canadá (1,8%) y los demás países (37,0%). Las simulaciones no se ocupan del tema de las transiciones de un régimen monetario a otro. Tampoco se ocupan de ningún otro aspecto de la política monetaria, salvo de los momentos en el tiempo en los que se producen los cambios en la tasa de interés, como las cuestiones relacionadas con las preferencias por activos de reserva en distintas monedas o las cuestiones de regulación del sistema financiero y el control de la expansión del crédito.

³El sector de las materias primas incluye la producción de alimentos, pero no se limita a ella.

Recuadro 3.3 (continuación)

orientarse a estabilizar la “inflación básica” en los sectores restantes, lo que constituye, por lo tanto, nuestro supuesto de referencia. Por último, dado que la reducción de la capacidad no utilizada y las bajas elasticidades de la oferta parecen haber sido causas importantes de la reciente volatilidad de los precios del petróleo y los alimentos, el modelo introduce costos de ajuste de los factores que limitan la respuesta de la oferta de estos sectores a corto plazo. Como resultado, después de un shock positivo que incrementa la demanda mundial, primero se registrará un fuerte aumento de los precios y justo después la producción reaccionará de manera apreciable.

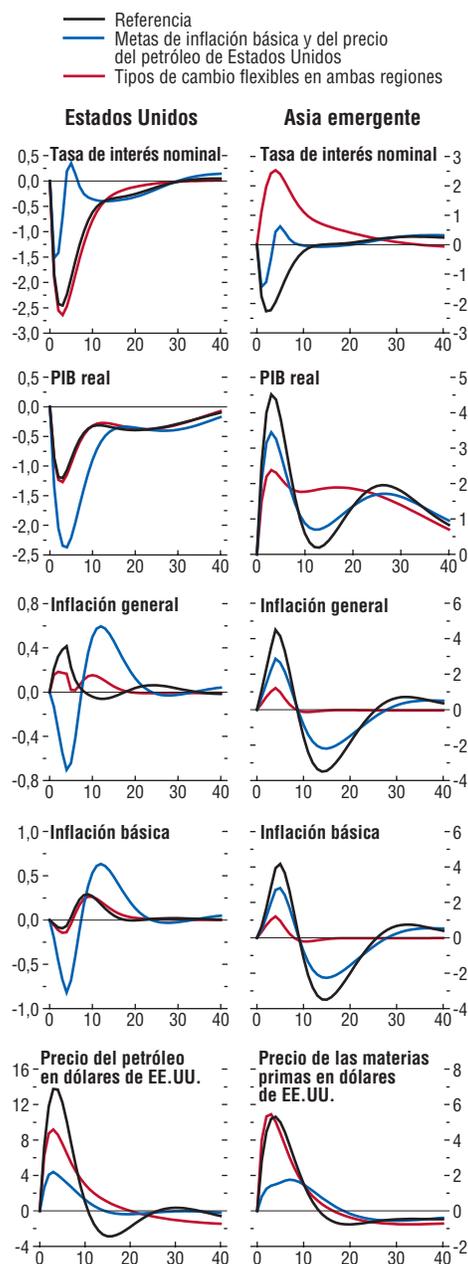
La simulación de referencia se presenta mediante las líneas negras del gráfico. En el período inicial, Estados Unidos reduce su tasa de interés en 2,5 puntos porcentuales en respuesta a un shock contractivo del consumo y de la demanda de inversión, y a los temores exacerbados en torno a la estabilidad del sector financiero. Esta intervención monetaria modera los efectos del shock de demanda, y el año después del shock la producción cae hasta 1,2% por debajo de su nivel potencial.

Al mismo tiempo, la demanda en Asia emergente y en un grupo de países exportadores de petróleo continúa creciendo vertiginosamente⁴. La utilización de tipos de cambio fijos en estas regiones no permite elevar las tasas de interés de manera anticíclica. En contraposición, estas caen casi a la par de las tasas de Estados Unidos⁵. La combinación de esta reacción de las tasas y los efectos altamente inflacionarios de los shocks deriva en caídas bruscas de las tasas de interés reales que amplifican, en lugar de moderar, los efectos de los shocks sobre el producto. Así, en estas regiones el PIB se expande drásticamente, 4,5% en el caso de Asia

⁴El gráfico solo expone los resultados de la simulación para Asia emergente; los resultados para los países exportadores de petróleo son muy similares.

⁵La pequeña diferencia observada se debe a una prima de riesgo cambiario que incrementa la posición neta en pasivos extranjeros de cada región.

Escenarios de ajuste¹



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Las trazas muestran la desviación respecto del control. Las tasas de interés nominales y las tasas de inflación se expresan en puntos porcentuales. El PIB real y los precios se expresan en porcentaje. Trimestres sobre el eje de las abscisas.

emergente y 2,8% en el del grupo de países exportadores de petróleo, mientras que la inflación, tanto general como básica, aumenta cerca de 4,5 y 2,0 puntos porcentuales, respectivamente. Esta demanda adicional se origina en regiones que apenas representan cerca de 20% del PIB mundial⁶, pero el hecho de que en Asia emergente y en los países exportadores de petróleo el crecimiento sea muy intensivo en materias primas ejerce una fuerte presión al alza sobre los precios internacionales del petróleo y las materias primas, que aumentan 14% y 5,3%, respectivamente. Este fenómeno, a su vez, explica el moderado aumento que se observa en la inflación general de Estados Unidos, 0,4 puntos porcentuales en el período inicial, a pesar de la desaceleración en ese país. El motivo es que estos precios sumamente flexibles se trasladan de inmediato a la inflación general. La inflación básica cae en la práctica al disminuir la demanda; pero alrededor de un año más tarde, repunta cuando la inflación del petróleo y las materias primas se traslada y se incorpora a ella.

La dinámica de la inflación en el escenario de referencia se debe casi por completo a los shocks subyacentes de la demanda y a su ampliación, provocada por la política monetaria, más que a los fuertes aumentos iniciales de los precios del petróleo y las materias primas, que obedecen a rigideces de la oferta⁷. Cuando los shocks subyacentes afectan a la demanda, los precios flexibles de las materias primas alertan sobre los desequilibrios subyacentes y el recalentamiento, y en realidad no representan un problema en sí mismos. Por supuesto, la situación sería muy distinta si los shocks subya-

centes afectaran la oferta, un problema del que no nos ocupamos aquí.

¿Debe Estados Unidos rendir cuentas por las consecuencias mundiales de su política monetaria?

En principio, la Reserva Federal de Estados Unidos podría tener en cuenta los efectos que su política monetaria tiene en el resto del mundo. Sin embargo, dado que la fijación de una meta de inflación mundial general no es una opción realista para una institución cuya función es mantener la estabilidad de los precios y la producción de su país, consideramos un escenario en el que la Reserva Federal, además de tomar medidas en función de la inflación básica interna, también lo hace en función de la inflación de los precios del petróleo. Las simulaciones correspondientes se presentan mediante líneas azules en el gráfico. Ahora la política monetaria es mucho menos acomodaticia, y las tasas de interés nominales caen inicialmente cerca de 1,5 puntos porcentuales en lugar de 2,5 puntos porcentuales. Luego, en respuesta a la presión al alza sobre los precios del petróleo, aumentan rápidamente a 0,3 puntos porcentuales por encima de la tasa neutral.

En relación con el escenario de referencia, al aplicarse esta regla de política, la brecha del producto de Estados Unidos se deteriora 1,2 puntos porcentuales, y la diferencia acumulativa a diez años en las pérdidas de producción es de 3%. Por otra parte, una política monetaria menos acomodaticia en Estados Unidos mitiga considerablemente el ciclo de auge y caída de Asia emergente y los exportadores de petróleo, registrándose una reducción de 1% de la demanda excedente en el primer año. El efecto sobre los precios mundiales del petróleo es notable: el aumento máximo se reduce de 14% a 4%. El hecho de que Estados Unidos tome como objetivo la inflación de los precios del petróleo no es solo contractivo a nivel nacional, sino que, además, da lugar a una volatilidad de la inflación mucho mayor, y el beneficio recae, también en este caso, en Asia emergente y los países exportadores de petróleo, donde se registra una reducción de casi un tercio en

⁶El PIB mundial se expande a una tasa aproximada de 1,4%.

⁷Esto exige una simulación, que no exponemos aquí, que elimina las rigideces del lado de la oferta en la energía y las materias primas. La única diferencia importante que surge como resultado de esta operación es que el aumento máximo en los precios reales del petróleo es de 3,5% en lugar de 14%, y el aumento máximo en los precios de las materias primas es de 4% en lugar de 5,3%.

Recuadro 3.3 (conclusión)

la volatilidad de la inflación. Por ende, si bien la adopción de una medida de la inflación de mayor alcance mundial beneficia notablemente a Asia emergente y a los países exportadores de petróleo, no es aconsejable para Estados Unidos. Sin embargo, estas regiones disponen de una alternativa mucho más poderosa para ayudarse a sí mismas sin exigir sacrificios de otros: reemplazar sus regímenes de tipos de cambio fijo por otros de tipos de cambio flexible.

¿Cuáles son los beneficios de los regímenes de tipo de cambio flexibles?

Las líneas rojas del gráfico sirven de ejemplo de un escenario en el que Asia emergente y los países exportadores de petróleo también adoptan un régimen de metas de inflación con tipos de cambio flexibles, por lo cual elevan bruscamente sus tasas de interés nominales en respuesta a los shocks de demanda que sufren. Como resultado, la expansión de la producción en estas regiones cae aproximadamente

a la mitad y las tasas de inflación se reducen a apenas un cuarto de sus valores de referencia. El efecto sobre el producto de Estados Unidos, a través de la reducción de la demanda de sus exportaciones, es menor a 0,05% el primer año y casi nulo de ahí en adelante; lo mismo ocurre con la inflación básica de Estados Unidos. Pero la inflación general inicial de ese país aumenta solo la mitad de lo que aumenta en el caso de un régimen de tipo de cambio fijo, principalmente porque ante la menor demanda fuera de Estados Unidos, el aumento de los precios del petróleo es aquí mucho menor: solo 9% en contraposición a 14% del otro escenario.

Esto responde a la segunda de nuestras preguntas: en las circunstancias actuales, la adopción de tipos de cambio flexibles marcaría una gran diferencia para los países que ahora vinculan su moneda al dólar, con efectos saludables para la estabilización del producto y la inflación, y también para la estabilización de los precios del petróleo y las materias primas.

Credibilidad de la política monetaria y dinámica de la inflación

Las simulaciones basadas en modelos donde la credibilidad es endógena y existen limitaciones de capacidad pueden proveer pautas útiles para la aplicación de la política monetaria a fin de responder ante shocks de oferta adversos, en función de los diferentes grados de credibilidad de las políticas, los distintos momentos del ciclo y los diferentes niveles de inflación inicial. El análisis se basa en un modelo macroeconómico de una economía abierta y pequeña, en el cual el comportamiento y las expectativas de inflación dependen de la credibilidad de la política monetaria. La credibilidad está determinada de forma endógena y depende del historial de la inflación respecto de la meta a largo plazo⁴¹. A su

vez, esto influye en la magnitud de los efectos de segunda ronda de los shocks de oferta en el modelo, dado que el grado de influencia de los shocks inflacionarios en las expectativas depende de la inflación presente y la pasada. Si la credibilidad es completa, las expectativas de inflación dependen totalmente de la evolución prevista, lo que significa que un incremento permanente de precios de las materias primas tiene escaso efecto sobre tales expectativas. Sin embargo, si el nivel de credibilidad es bajo, las expectativas dependen principalmente de la inflación pasada y de la del período corriente, y por ello los shocks sobre la inflación del período las afectan.

El modelo determina la respuesta óptima de la política monetaria —a través de cambios en la tasa de interés a corto plazo—, dados los objetivos de política del banco central. Estos objetivos guardan relación con las desviaciones respecto de la meta de inflación, las brechas

⁴¹Véase en Alichí *et al.* (de próxima publicación) una descripción del modelo y sus propiedades.

del producto y la variabilidad a corto plazo de las tasas de interés.

En el modelo se sostiene que el banco central fija las tasas de interés a fin de minimizar la variabilidad en las tres dimensiones. Ante shocks de oferta adversos, aparecen dificultades para la fijación de políticas, debido a que la inflación y la producción inicialmente se mueven en direcciones opuestas y porque la aplicación de una política monetaria restrictiva a corto plazo reduce tanto la producción como la inflación. Las preferencias de política del banco central definen su elección entre los beneficios de reducir inflación y los costos de un menor producto.

Shocks de oferta y credibilidad de las políticas

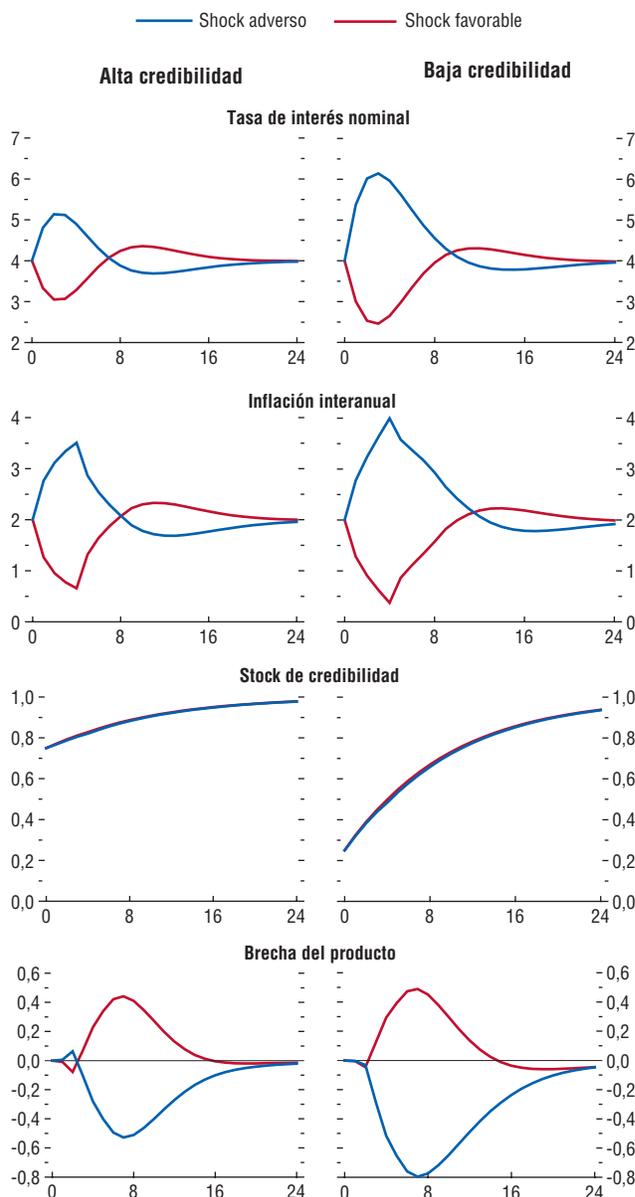
En una primera simulación, los shocks de oferta impactan en la economía del modelo cuando la inflación es igual a la tasa meta de 2%, y el nivel inicial de la brecha del producto es cero⁴². Con un alto nivel inicial de credibilidad —que refleja las condiciones predominantes en economías avanzadas—, la inflación aumenta a más de 3% después del shock de oferta inflacionario (gráfico 3.14, paneles de la izquierda). La respuesta óptima de política logra que la inflación vuelva al valor fijado como meta dentro de un lapso de ocho trimestres, lo cual se corresponde con las estimaciones convencionales de los rezagos de la transmisión de la política monetaria. La tasa de interés debe aumentar transitoriamente hasta un máximo aproximado de 5%, valor que es alrededor de 1 punto porcentual más alto que la tasa neutral de 4% supuesta en el modelo. En el caso de baja credibilidad, el panorama general es prácticamente similar, aunque el aumento de la inflación es mayor y el aumento de la tasa de interés requerido para lograr que la inflación vuelva al valor meta es proporcionalmente más alto (gráfico 3.14, paneles de la derecha).

⁴²Los experimentos se basan en shocks de oferta que aumentan o disminuyen el precio de las materias primas en forma permanente. Se define la brecha del producto de forma tal que un valor positivo representa un exceso de demanda y está asociado con presiones inflacionarias.

Gráfico 3.14. Economía avanzada estilizada con shocks de oferta adversos y favorables

(Porcentaje; trimestres en el eje de las abscisas)

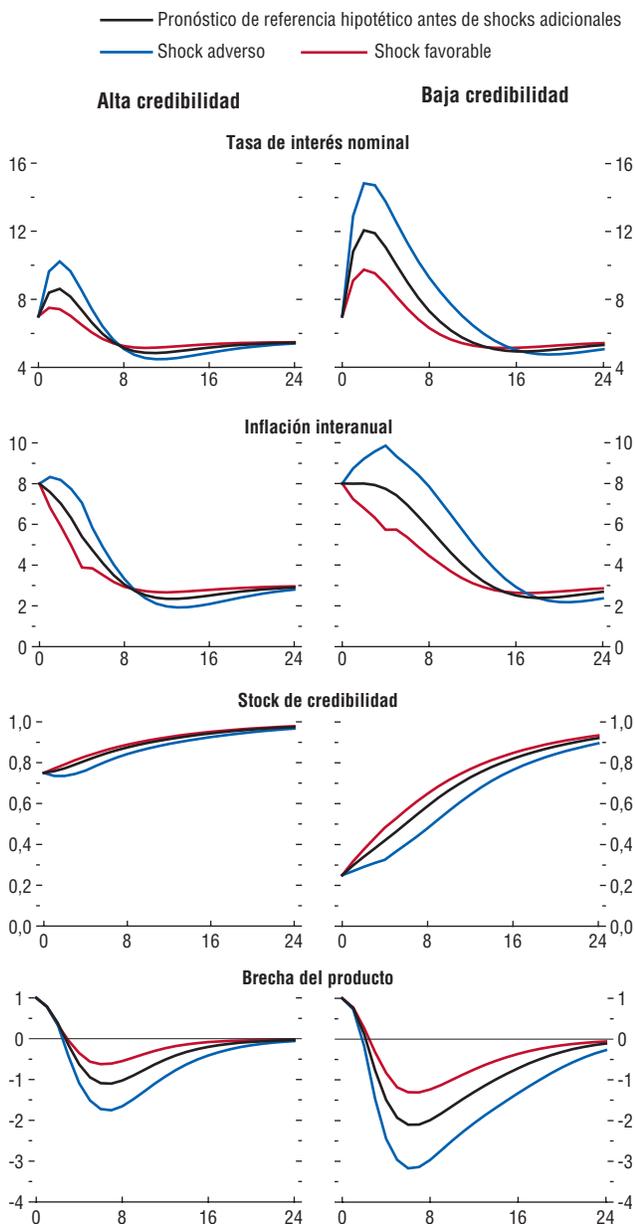
A grandes rasgos, los shocks de oferta adversos y favorables son simétricos en su efecto sobre la inflación y en sus consecuencias para el producto y la política monetaria si la credibilidad es elevada.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 3.15. Economía de mercado emergente estilizada más vulnerable con shocks de oferta adversos y favorables
(Porcentaje; trimestres en el eje de las abscisas)

La simetría entre los shocks de la oferta adversos y favorables desaparece si la credibilidad de la política monetaria es baja y la inflación inicial ya está por encima de la meta. Es necesaria una respuesta inmediata más agresiva de la tasa de interés para llevar la inflación a la meta después de un shock adverso de oferta.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Un shock deflacionario positivo acarrea consecuencias casi simétricas para la tasa de inflación y para las demás variables clave. Así, la inflación caerá transitoriamente y ello permitirá que el banco central reduzca temporalmente la tasa de interés.

Shocks de oferta y presiones inflacionarias existentes

En una segunda simulación, el mismo shock impacta en una economía con presiones de exceso de demanda y una tasa de inflación notablemente superior a la meta. El supuesto considerado es que la inflación inicial es de 8%, superior a la inflación meta a largo plazo de 3%, similar a las presiones inflacionarias derivadas del recalentamiento que hoy enfrentan algunas economías emergentes. Con una inflación inicial superior al valor meta y baja credibilidad de las políticas, un shock de oferta adverso tendrá mayores efectos de segunda ronda sobre la inflación (gráfico 3.15, paneles de la derecha). Según lo esperado, para restituir la inflación al valor meta se precisa modificar la tasa de interés de manera contundente y de inmediato, llevándola a 14%, un aumento mucho mayor al de la inflación. Las tasas de interés también deben mantenerse más elevadas por más tiempo, y la brecha del producto negativa es de mayor duración. Por consiguiente, incluso si la respuesta de las políticas es adecuada, un shock de oferta inflacionario, combinado con un bajo nivel de credibilidad, derivará en un período de estancamiento. De la comparación con otro escenario surge que, suponiendo un nivel de credibilidad más alto, es posible retrotraer la inflación al nivel fijado como meta mediante la adopción de una política de tasas de interés menos agresiva y a un menor costo en términos del producto (gráfico 3.15, paneles de la izquierda). En contraposición, ante un shock de oferta deflacionario ventajoso, resulta óptimo reducir la inflación a lo largo de un período de tiempo más breve, ya que los aumentos más rápidos de la credibilidad permiten reducir la inflación con un menor perjuicio para el producto.

Shocks de oferta con respuestas tardías de la política monetaria

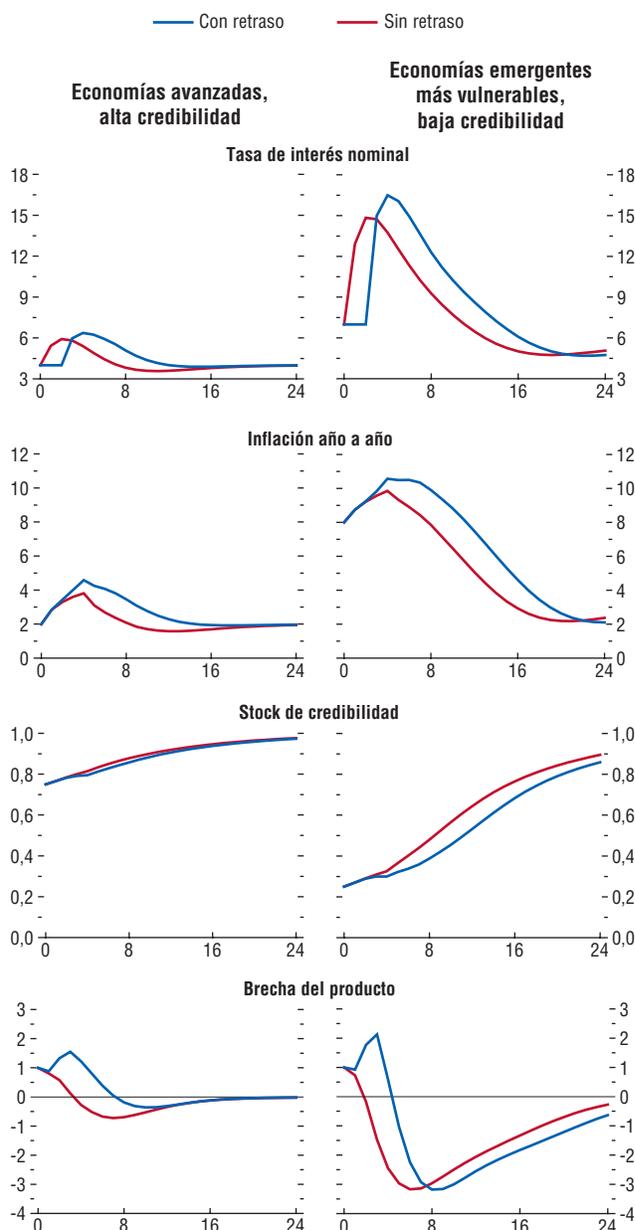
En una última simulación, se considera el supuesto de que la política monetaria queda rezagada. Específicamente, la política óptima no puede utilizarse por dos trimestres en virtud de la decisión de mantener las tasas de interés constantes frente a un shock de oferta inflacionario. En el caso de que la inflación inicial sea acorde al nivel fijado como meta y que la política monetaria goce de gran credibilidad, la situación no cambia sustancialmente respecto de la trayectoria establecida según las respuestas óptimas ya analizadas (gráfico 3.16, paneles de la izquierda). Sin embargo, la consecuencia de la demora es que la tasa de interés deberá aumentar más que de no existir este retraso. A diferencia de este caso, de suponer una inflación inicial excesiva y baja credibilidad, la demora en aumentar las tasas de interés como respuesta a un shock de oferta adverso haría que la inflación se incrementara gradualmente y se mantuviera, de forma persistente, por encima de la meta a largo plazo. El daño a la credibilidad significa que, para lograr que la inflación vuelva a su valor meta, se precisan aumentos mucho mayores de las tasas de interés y una brecha del producto negativa durante un período más prolongado⁴³. Al mismo tiempo, se alarga el horizonte temporal para la estabilización de la inflación, lo cual incrementa los riesgos de posibles shocks de oferta adversos en el futuro.

Si el shock de oferta adverso diera lugar a una *tendencia ascendente* de los precios de las materias primas en lugar de un aumento *único* y permanente de los precios, los desafíos de política monetaria asociados con la baja credibilidad y las presiones de inflación existentes serían aún mayores. Las simulaciones (no presentadas en el presente trabajo) que contemplan un aumento

⁴³La experiencia histórica respalda este resultado. Por ejemplo, a principios de los años ochenta, en Estados Unidos y Canadá, las tasas de interés a corto plazo superaron ampliamente el 20%, luego de que la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Canadá adoptaran políticas antiinflacionarias.

Gráfico 3.16. Costos potenciales de un retraso en el aumento de las tasas de interés
(Porcentaje; trimestres en el eje las abscisas)

Un retraso en la respuesta de la política monetaria a los shocks de oferta adversos implica que, en última instancia, las tasas de interés deberán aumentarse más para llevar la inflación a la meta, con posibles perturbaciones en la credibilidad.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

más persistente de precios de las materias primas demuestran que estos shocks exigirían una reacción aún más contundente de la política monetaria. Los costos resultantes de no actuar a tiempo serían aún mayores en caso de producirse un shock de oferta de estas características.

En resumen, los resultados de la simulación resaltan la enorme importancia de la credibilidad de la política monetaria. Cuando la credibilidad es baja, la relación de compensación a corto plazo entre el producto y la inflación empeora, lo que significa que ante un shock de oferta adverso que genera efectos de segunda ronda, se requerirá un aumento mucho más vigoroso de la tasa de interés de referencia. Las demoras o la adopción de medidas inapropiadas pueden socavar rápidamente la credibilidad y hacer más difícil el logro de la estabilidad de precios.

Resumen y conclusiones

La economía mundial ha experimentado el auge de precios de las materias primas más amplio y sostenido desde principios de los años setenta. Este auge ha sido impulsado principalmente por la interacción entre el sólido crecimiento mundial, la ausencia de capacidad no utilizada en sectores específicos, las bajas existencias desde el comienzo del auge, y la lenta respuesta de la oferta. Además, factores específicos del sector de las materias primas han contribuido al reciente y pronunciado aumento de los precios de los alimentos; entre ellos, la demanda relacionada con la producción de biocombustibles, perturbaciones en la oferta de los principales cultivos y restricciones al comercio. Las relaciones cruzadas entre los precios de distintos productos potenciaron el impulso de los precios, y los crecientes precios de la energía se trasladaron hacia los precios de los alimentos. En contraste, el papel cada vez mayor de las materias primas como activos financieros alternativos tuvo un escaso, si no inexistente, efecto sistemático discernible sobre los precios, aunque los cambios en la actitud del mercado pueden tener un efecto sobre la dinámica de los precios a corto plazo, y las variables finan-

cieras como las tasas de interés pueden influir en los precios a través de su impacto en la demanda y la oferta físicas.

Los acontecimientos recientes indican que algunos de los factores que impulsan el auge actual parecen estar revirtiéndose. Ya se registra cierto debilitamiento de los precios de las materias primas, consecuencia de las perspectivas de una desaceleración del crecimiento mundial en 2008–09 —en parte como respuesta a los elevados precios de las materias primas—; de la resolución, durante este año, de las limitaciones de la oferta de cultivos alimenticios clave debidas a razones climáticas; y de la mayor oferta de petróleo. Sin embargo, es probable que las limitaciones de la oferta y las bajas existencias sigan vigentes durante algún tiempo, y que el impulso del crecimiento de la demanda en las grandes economías emergentes mantenga su solidez. La magnitud de cualquier debilitamiento adicional de los precios dependerá de la forma en que evolucione el equilibrio entre los factores de la oferta y el crecimiento mundial, con importantes posibilidades de volatilidad de precios.

Salvo que se produzca una caída brusca de los precios de las materias primas, los riesgos inflacionarios continuarán siendo altos por cierto tiempo. El ajuste tras el anterior aumento de los precios de dichos productos aún está en proceso en varias economías, y persiste el reto de dar cabida a estas variaciones de precios relativos sin provocar efectos de segunda ronda, es decir, sin efectos secundarios en la inflación subyacente.

Las conclusiones empíricas de este capítulo acerca del traspaso de los aumentos de los precios de los alimentos y los combustibles a la inflación básica y a las expectativas de inflación indican que los riesgos de que se produzcan efectos de segunda ronda dependen fundamentalmente de la credibilidad de la política monetaria y de su capacidad para anclar las expectativas, y de la ponderación de las materias primas, especialmente los alimentos, en el gasto final. Las economías emergentes y en desarrollo han tenido un peor desempeño en estos aspectos y, por lo tanto, varias de estas economías se encuentran en mayor riesgo, a pesar de que los

mercados laborales, que suelen ser más flexibles, podrían ayudar a neutralizarlo en cierta medida. La preocupación por estos riesgos se corrobora por los recientes aumentos de la inflación básica y de la inflación general registrados en algunas de estas economías. Aunque los riesgos de inflación están disminuyendo en las economías avanzadas, debido al efecto deflacionario de las tensiones financieras, estos países podrían no ser inmunes a tales riesgos inflacionarios. A menos que se intensifique la desaceleración mundial, dado que los últimos shocks de precios de las materias primas han sido más pronunciados y persistentes que durante el período considerado en el análisis, el traspaso efectivo a la inflación podría ser sorprendentemente mayor.

Cada vez son más fuertes los indicios que sugieren que la política monetaria aún no ha respondido adecuadamente a los riesgos de una inflación cada vez mayor en varias economías emergentes y en desarrollo. En muchas de estas economías, las tasas de interés reales de referencia son bajas, aun cuando las tasas de crecimiento son altas, la inflación básica se incrementó recientemente, y aumentaron en términos relativos los riesgos de efectos de segunda ronda provenientes de recientes incrementos de precios de las materias primas. En algunos países, estas reducciones de las tasas de interés reflejan, en parte, limitaciones a la política monetaria vinculadas al tipo de cambio, lo que provocó que algunas economías importaran la orientación expansiva de la política monetaria de Estados Unidos. A su vez, es posible que en los últimos tiempos las políticas que no son suficientemente restrictivas para contener la sólida demanda interna hayan ejercido una mayor presión al alza sobre los precios de las materias primas.

Tal como destacan los resultados de la simulación presentada en el capítulo, la demora en reaccionar y adoptar medidas ante un aumento de la inflación puede erosionar la credibilidad de la política monetaria, en especial si las expectativas de inflación no están bien ancladas; lo cual, según se sugiere en el capítulo, continúa siendo el caso de numerosas economías emergentes. Como resultado, a la larga se precisaría adoptar

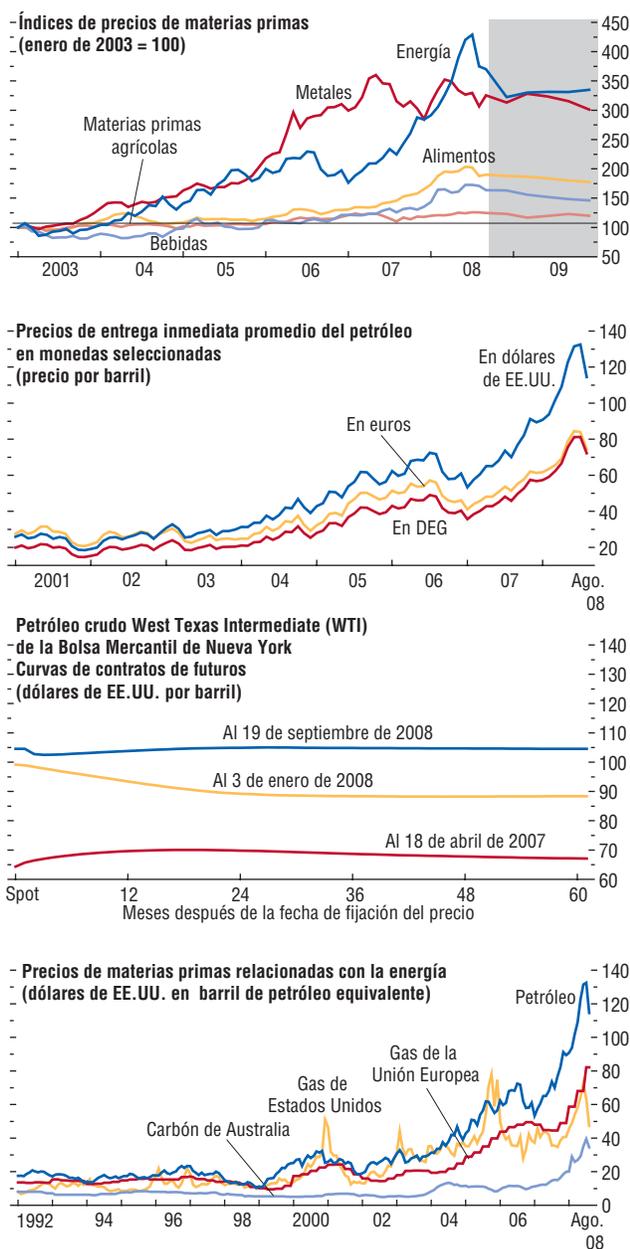
medidas más contundentes de política monetaria a fin de que la inflación vuelva al nivel fijado como meta, y esto conllevará un mayor costo en términos de producto del que hubiera sido necesario de haberse modificado la política monetaria oportunamente. Por lo general, esta dinámica se ve potenciada por niveles de inflación inicial más altos o la presión inflacionaria derivada de limitaciones de la capacidad productiva. Aun si la respuesta de política se hubiera implementado en el momento oportuno, probablemente se precisará más tiempo para reducir la inflación si la credibilidad de la política monetaria es baja, lo cual aumenta la vulnerabilidad de la economía a futuros shocks de oferta adversos. Esto pone de relieve la importancia de contar con una respuesta de política monetaria firme y oportuna ante el aumento de la inflación observado inmediatamente después de los recientes incrementos de precios de las materias primas, especialmente donde la inflación presente ya es alta (“superior” a la meta) por otras razones, especialmente el recalentamiento, y donde la credibilidad de las políticas es baja.

Apéndice 3.1. Evolución reciente del mercado de materias primas

La principal autora de este apéndice es Valerie Mercer-Blackman, con las contribuciones de To-Nhu Dao y Nese Erbil.

A lo largo de los primeros seis meses de 2008 los precios de las materias primas aumentaron 33%, impulsados por el aumento abrupto del precio del combustible, y luego se moderaron en el tercer trimestre del año. Los precios del petróleo siguieron aumentando rápidamente durante la mayor parte este período y, a pesar de algunas bajas recientes, se mantienen en niveles elevados según patrones históricos. Los precios de los alimentos experimentaron un alza abrupta en el primer trimestre de 2008, con el trigo y el arroz al frente, pero se estabilizaron desde entonces, a medida que los precios de ambos productos comenzaron a declinar. Los precios de las bebidas y materias primas agrícolas en general tuvieron

Gráfico 3.17. Precios de las materias primas y del petróleo



Fuentes: Bloomberg Financial Markets y estimaciones del personal técnico del FMI.

un aumento moderado, mientras que los precios de los metales básicos, en términos generales, se estabilizaron (gráfico 3.17, panel superior).

Los precios del combustible lideran el auge

El 11 de julio, el precio del petróleo alcanzó un nivel inédito (tanto en términos nominales como reales) de \$143 por barril y luego bajó a \$100 hacia mediados de septiembre⁴⁴. Los precios en euros también llegaron a niveles récord, aunque durante los primeros seis meses de 2008 el aumento fue 24 puntos porcentuales menor que el del precio en dólares (gráfico 3.17, segundo panel).

A pesar de aumentar ligeramente respecto de los mínimos de fines de 2007 en términos de cobertura a término, las existencias de la OCDE se mantuvieron en niveles relativamente bajos en la primera mitad de 2008. A causa de ello y de la generalizada y reciente atenuación de la presión en el mercado (véase más adelante), la curva de precios de futuros pasó de una situación en la que el precio al contado era mayor que el precio a término (descuento a término) en el primer trimestre, a una situación en la que el precio a término es muy levemente superior al precio al contado (prima a término) en las últimas semanas, un contexto que proporciona incentivos para intensificar la acumulación de existencias a corto plazo (gráfico 3.17, tercer panel). No obstante, los desplazamientos de la curva de futuros dominaron los movimientos a lo largo de la curva en términos de magnitudes, sobre todo a mediados de septiembre, cuando la volatilidad general del mercado financiero se propagó a los mercados de petróleo.

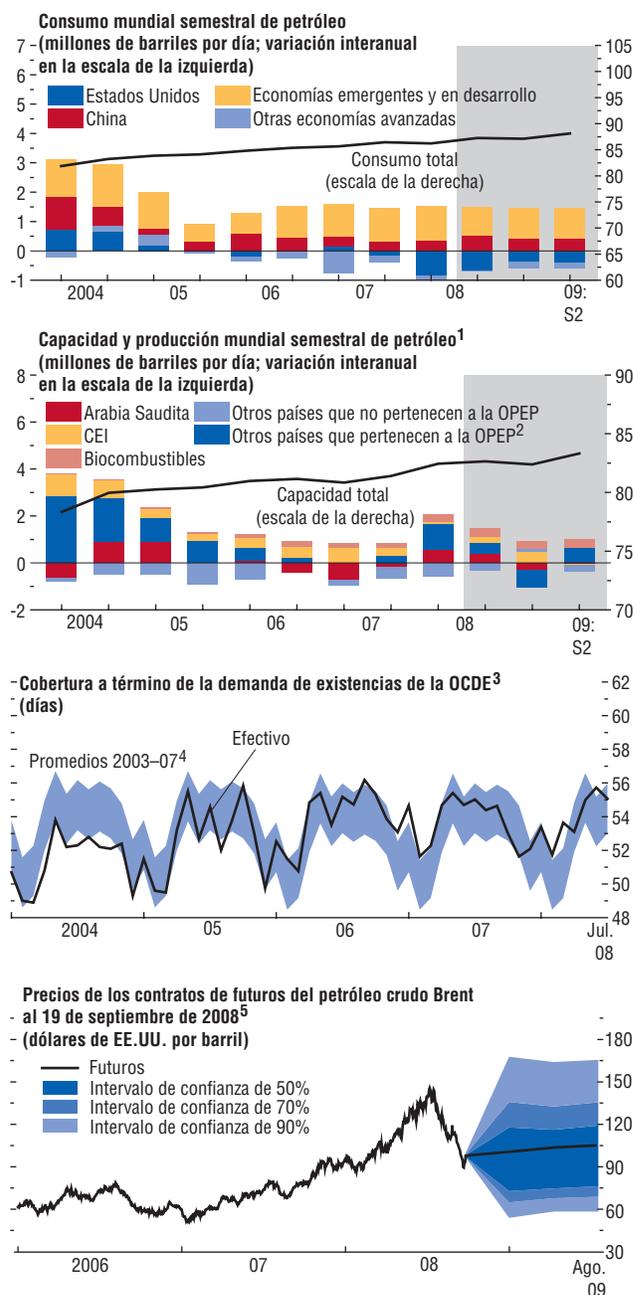
Los precios del diésel aumentaron mucho más rápido que los de la gasolina, reflejando un fuerte crecimiento de la demanda de este

⁴⁴A menos que se indique lo contrario, por “precios del petróleo” nos referimos al precio medio del petróleo de entrega inmediata, que es un promedio simple de los precios de las variedades de crudo West Texas Intermediate, Dated Brent y Dubai Fateh.

producto respecto de la capacidad de refinación mundial. Por consiguiente, los márgenes de refinación del diésel fueron en general mucho más elevados que los de la gasolina, aunque los diferenciales de precios de la gasolina (*gasoline crack spreads*) se dispararon durante un período transitorio a mediados de septiembre, debido al cierre temporal de las refinerías provocado por el huracán. Los precios de otros combustibles acompañaron, con cierto rezago, a los del petróleo crudo (gráfico 3.17, panel inferior). Específicamente, el precio del carbón aumentó 70% a lo largo de los primeros seis meses de 2008, la mayor alza entre todos los productos de energía. Ello se debió a factores de corto plazo (como las perturbaciones en la oferta en la primera parte del año), “cuellos de botella” en los principales puertos y la sustitución gradual del fuel oil (más costoso) por carbón para la generación de energía.

Tras siete años consecutivos de precios en alza, el consumo mundial de petróleo se moderó ligeramente: en la primera mitad de 2008 (año a año), el consumo aumentó aproximadamente 0,7 millones de barriles por día (mbd), respecto del consumo del período 2005–07, de 1 mbd. El consumo en los países de la OCDE cayó 1,0 mbd durante el período, principalmente en Estados Unidos; pero aumentó 1,5 mbd en países que no forman parte de la OCDE, principalmente en China, Oriente Medio y América Latina (cuadro 3.3 y gráfico 3.18, panel superior). Si tenemos en cuenta los distintos productos, la demanda que más creció es la de combustibles para el transporte (gasolina y diésel), impulsada por la mayor cantidad de propietarios de vehículos en economías emergentes y en desarrollo, en un contexto en que se mantuvieron los subsidios al combustible y los controles de precios⁴⁵. Sin

Gráfico 3.18. Saldos del mercado mundial de petróleo y precio de los contratos de futuros del petróleo



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Agencia Internacional de Energía; Administración de Información sobre Energía de Estados Unidos, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹La CEI es la Comunidad de Estados Independientes. La OPEP es la Organización de los Países Exportadores de Petróleo.

²Incluye los líquidos de gas natural de la OPEP.

³La OCDE es la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos.

⁴La banda se basa en promedios para cada mes calendario de 2003–07 y un intervalo de confianza de 40% basado en desviaciones de ese período.

⁵De opciones de futuros.

⁴⁵En muchas economías que limitaron el traspaso del precio del combustible a los precios internos, la carga fiscal correspondiente a los subsidios al combustible ha ido en aumento. De hecho, los principales importadores, como Malasia, Pakistán y la República Islámica del Irán, aumentaron los precios internos aproximadamente 20% en respuesta a esta carga fiscal creciente.

embargo, el consumo de gasolina de Estados Unidos cayó 1,7% en la primera mitad de 2008 —la primera caída en al menos 15 años— y según cifras preliminares siguió disminuyendo hasta la fecha, a causa de las limitaciones que sufre el ingreso por el debilitamiento de la actividad económica y, cada vez más, por una reacción de la demanda ante uno de los aumentos más abruptos del precio de la gasolina en la historia reciente del país.

En la primera mitad de 2008, la producción de petróleo aumentó 1,6 mbd, impulsada por el incremento de 1,7 mbd (año a año) de la producción de la OPEP, explicado en parte por la decisión que tomó la organización en septiembre de 2007 de producir más a partir de noviembre de 2007. Dentro de la OPEP, los aumentos de la producción en Arabia Saudita (que se incrementó por encima de su cuota de producción de septiembre de 2007), el incremento de las exportaciones de Irán y la recuperación de la producción de Iraq fueron contrarrestadas con creces por las caídas de la producción en Nigeria (consecuencia de los incesantes ataques a las instalaciones de producción) y la debilidad de la producción de Venezuela. En contraste, la oferta de petróleo crudo de países que no conforman la OPEP cayó 0,1 mbd, principalmente a causa de las inesperadas reducciones de la producción de Rusia y la menor cantidad de pozos en el Mar del Norte y México. Además, la oferta de combustible líquido se benefició de los importantes aumentos del gas natural licuado de la OPEP (que no está sujeto a cuotas) y de los biocombustibles, que explican la cuarta parte del aumento neto de la oferta registrado en la primera mitad de 2008 (gráfico 3.18, segundo panel).

Es posible que las condiciones del mercado de petróleo se distiendan aún más a corto plazo. La Agencia Internacional de Energía (AIE) pronostica que, en términos anuales, la demanda mundial crecerá 0,8 mbd en 2008 y 0,7 mbd en 2009, una disminución respecto del crecimiento de 1,1 mbd registrado en 2007. Se espera que la oferta de países que no forman parte de la OPEP aumente 1,2 mbd en la segunda mitad de 2008

(comparada con el mismo período del año anterior), antes de volver a decrecer gradualmente en 2009. La finalización de varios proyectos nuevos, en especial en Arabia Saudita, debería elevar transitoriamente los niveles de la capacidad no utilizada de la OPEP. Sin embargo, es posible que las presiones no se alivien de manera duradera. En su informe *Medium-Term Oil Market Report* más reciente, la Agencia Internacional de Energía pronostica que en 2012 la capacidad no utilizada de la OPEP (como proporción del consumo mundial) caerá por debajo de los niveles de 2008, cuando la demanda de la OCDE se recupere (en los últimos años que contempla el pronóstico) y las tendencias de crecimiento de la oferta se mantengan restringidas (en parte debido a un aumento de la tasa de cierre de pozos).

La tenue moderación de las condiciones del mercado, al menos hasta fines de 2009, aunque está acompañada de existencias y capacidad no utilizada aún en niveles bajos, permite prever que los precios seguirán altos, si bien inferiores a los máximos alcanzados recientemente. A juzgar por los precios de las opciones de futuros de petróleo, el rango de la incertidumbre respecto de los precios esperados será mucho mayor en los años venideros que en los que acaban de transcurrir. Como se aprecia en el gráfico de abanico (gráfico 3.18, panel inferior), el intervalo de confianza de 90% para los precios del petróleo a fines de 2008 va de \$60 por barril a más de \$165 por barril, un rango mucho más amplio que el habitual.

Aumento de los precios de los alimentos, impulsado por los precios de los principales cultivos

Los precios de los granos y aceites vegetales aumentaron abruptamente durante la primera mitad de 2008, en un contexto de restricciones comerciales y escasez de la oferta, lo cual llevó a que el índice de precios de alimentos del FMI aumentara 23% en los primeros seis meses de 2008. El precio del trigo alcanzó niveles nominales récord a principios de marzo de este año, como consecuencia de malas cosechas afecta-

Cuadro 3.3. Producción y demanda mundial de petróleo por región

(Millones de barriles por día)

	Variación porcentual año a año											
	2006	2007	2008 Proy.	2007		2008 H1	2006	2007	2008 Proy.	2007		2008 H1
				H1	H2					H1	H2	
Demanda												
OCDE	49,6	49,2	48,4	49,0	49,3	48,1	-0,5	-0,8	-1,3	-1,0	-0,6	-1,9
América del Norte	25,4	25,5	24,8	25,5	25,5	24,8	-0,6	0,5	-2,6	1,1	-0,2	-3,4
<i>De la cual:</i>												
Estados Unidos	21,0	21,0	20,3	21,1	22,0	20,2	-0,5	0,0	-3,5	0,8	0,8	3,9
Europa	15,7	15,3	15,2	15,1	15,5	15,0	0,1	-2,4	-0,4	-3,6	-1,2	-0,4
Pacífico	8,5	8,3	8,4	8,4	8,3	8,5	-1,4	-1,6	1,1	-2,4	-0,8	0,9
No pertenecientes a la OCDE	35,5	36,9	38,3	36,6	37,1	38,2	4,0	3,8	3,8	3,7	3,9	4,0
<i>De los cuales:</i>												
China	7,2	7,5	8,0	7,5	7,6	7,9	7,8	4,6	5,6	4,8	4,3	4,9
Otros países de Asia	9,0	9,3	9,5	9,3	9,2	9,6	2,3	2,8	2,4	2,2	3,5	3,6
Ex Unión Soviética	4,1	4,1	4,2	4,0	4,2	4,1	3,4	1,7	2,5	2,1	1,3	2,2
Medio Oriente	6,2	6,5	6,9	6,5	6,6	6,8	4,0	4,7	5,9	5,5	4,0	6,0
África	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	0,9	3,9	1,7	3,0	4,7	2,2
América Latina	5,3	5,6	5,9	5,5	5,7	5,8	4,6	5,2	4,3	4,8	5,7	4,7
Mundo	85,1	86,1	86,8	85,7	86,5	86,2	1,3	1,1	0,8	1,0	1,3	0,7
Producción												
OPEP (composición actual) ¹	36,3	35,9		35,5	36,4	37,2	0,8	-0,9		-2,1	0,2	4,7
<i>De la cual:</i>												
Arabia Saudita	10,4	10,0		9,9	10,1	10,4	-1,5	-4,4		-7,0	-1,8	5,6
Nigeria	2,5	2,3		2,3	2,4	2,1	-5,2	-4,8		-4,4	-5,1	-8,2
Venezuela	2,8	2,6		2,6	2,6	2,6	-5,8	-7,8		-9,6	-5,9	-0,7
Iraq	1,9	2,1		2,0	2,2	2,4	4,9	9,9		5,3	14,3	23,9
No pertenecientes a la OPEP	49,2	49,6	49,9	49,8	49,4	49,7	1,1	0,9	0,6	1,6	0,1	-0,2
<i>De los cuales:</i>												
América del Norte	14,3	14,2	14,1	14,1	14,1	14,2	0,6	0,4	-1,6	-0,3	-0,4	1,0
Mar del Norte	4,8	4,6	4,3	4,7	4,5	4,4	-7,6	-5,0	-6,6	-5,6	-4,4	-5,5
Rusia	9,8	10,1	10,0	10,1	10,1	10,0	2,2	2,4	-0,5	3,2	1,6	-0,8
Otros países de la ex Unión Soviética	2,4	2,7	2,9	2,7	2,7	2,9	11,1	12,0	8,4	16,9	7,5	6,5
Otros países no pertenecientes a la OPEP	17,9	17,9	18,6	18,3	18,0	18,3	2,3	0,4	3,5	2,3	-0,2	-0,4
Mundo	85,5	85,6		85,4	85,8	86,9	1,0	0,1		0,0	0,2	1,9
Demanda neta²	-0,4	0,5		0,3	0,7	-0,7						

 Fuentes: Agencia Internacional de Energía, *Oil Market Report* (septiembre de 2008), y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Incluye Angola (sujeto a cuotas desde enero de 2007) y Ecuador (volvió a ingresar a la OPEP en noviembre de 2007, luego de haber suspendido su membresía desde diciembre de 1992 hasta octubre de 2007).

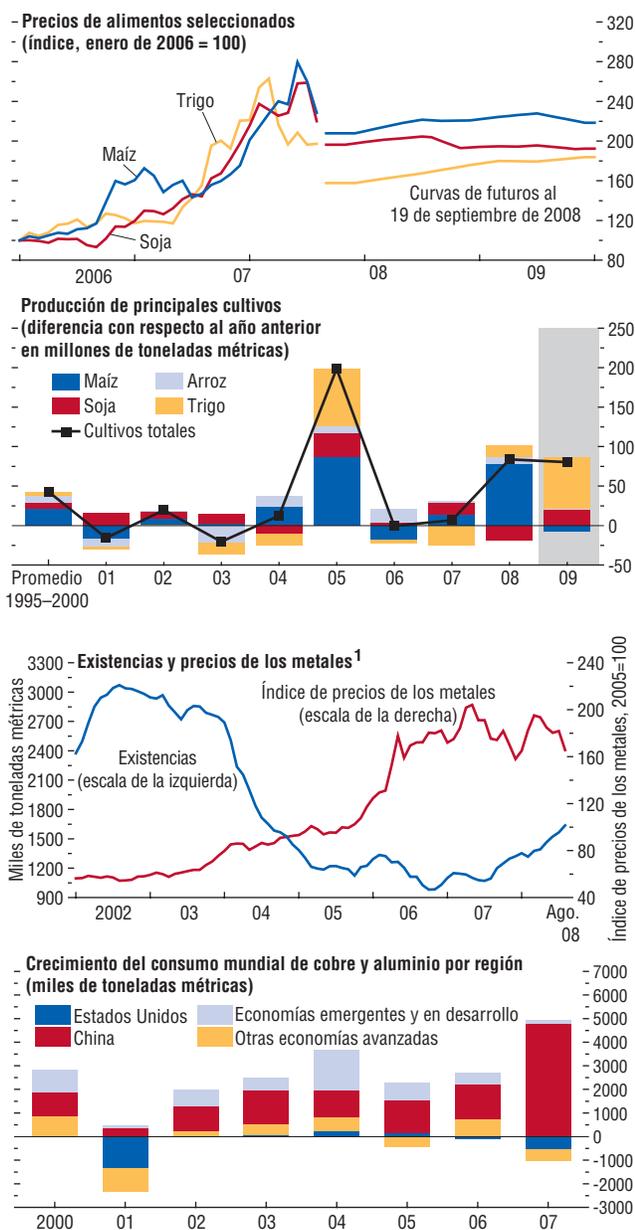
²La demanda neta es la diferencia entre la demanda y la producción. Incluye una diferencia estadística. Un valor positivo indica una restricción de los saldos del mercado.

das por la sequía en 2006 y 2007; pero desde entonces cayó, gracias a las condiciones climáticas más favorables, que permitieron obtener una cosecha récord este año. El precio del arroz comenzó a aumentar a fines de 2007, a medida que los consumidores de las economías en desarrollo se volcaron al arroz, más económico, a expensas del trigo y el maíz, cuyos precios eran más altos. A principios de 2008, cuando los prin-

cipales exportadores comenzaron a imponer restricciones al comercio, los aumentos de precios se aceleraron (gráfico 3.19, panel superior)⁴⁶.

⁴⁶El arroz se consume principalmente en los mismos países en los que se cultiva; la proporción entre el comercio mundial y el consumo es muy pequeña (los grandes importadores reciben el grueso del arroz de solo uno o dos productores).

Gráfico 3.19. Evolución de los mercados de alimentos y metales



Fuentes: Bloomberg Financial Markets; Oficina Mundial de Estadísticas del Metal, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Las existencias se refieren a la suma de los stocks mundiales de cobre, aluminio, estaño, cinc, níquel y plomo, de los que realiza un seguimiento la Bolsa de Metales de Londres. El precio se refiere a un índice compuesto de estos metales.

Los precios del maíz y la soja se mantuvieron elevados en lo que va de 2008, con un máximo de corta duración en junio, cuando las inundaciones de la región central de Estados Unidos (la mayor región productora del mundo) hicieron temer el daño de los cultivos. También aumentaron los precios de otros productos agrícolas, aunque mucho más gradualmente, en parte porque los niveles de oferta y existencias se mantuvieron más holgados. Los precios de carnes y aves aumentaron a causa de los mayores costos de los alimentos para estos animales. Debido a que las presiones de la demanda continúan, en especial en el caso del etanol, producido a base de maíz, se estima que el precio de los alimentos se mantendrá alto. A medida que la limitada superficie cultivable en el margen deje de utilizarse para el cultivo del maíz, pasando al trigo y a la soja en función de las variaciones de los precios relativos, se espera que la producción de maíz caiga ligeramente en 2009, respecto de 2008 (gráfico 3.19, segundo panel). Además, el elevado precio del petróleo afectará los costos de la producción agrícola en forma más generalizada en los próximos años, en especial a través de mayores precios de los fertilizantes.

Precios de metales estabilizados

Las tendencias divergentes de las variables fundamentales permiten explicar el muy variado desempeño registrado en los mercados de metales básicos durante 2008. Los precios del mineral de hierro⁴⁷ aumentaron 66%, mientras que los del cobre y el aluminio repuntaron 17% y 21%, respectivamente. Sin embargo, los precios del zinc y el níquel cayeron abruptamente. Si bien la demanda de cobre y aluminio, metales cuya comercialización está mucho más generalizada que la

⁴⁷Los precios del mineral de hierro se determinan en contratos anuales entre los productores y los fabricantes de acero. El aumento de abril de 2008 se debió principalmente a la fuerte demanda y al marcado incremento de los costos de extracción minera respecto de los del año anterior.

de otros, se debilitó, la oferta de productores clave (Chile, China y Sudáfrica) se vio adversamente afectada por problemas de falta de energía. En contraste, los niveles de existencias de zinc y níquel en la Bolsa de Metales de Londres se recuperaron como consecuencia de la caída de la demanda y el aumento de la producción (gráfico 3.19, tercer panel).

A futuro, los precios de los metales básicos deberían moderarse en 2008 y 2009, ya que se espera una desaceleración del crecimiento de la demanda al disminuir la producción industrial mundial y haberse finalizado los proyectos de construcción previos a los Juegos Olímpicos en China (gráfico 3.19, panel inferior). Sin embargo, los problemas persistentes por el lado de la oferta probablemente deriven en escasez de oferta en los mercados de cobre y aluminio durante algún tiempo.

Apéndice 3.2. Explicación de los aumentos del precio de los alimentos; 2006–08

La principal autora de este apéndice es Valerie Mercer-Blackman, con la contribución de Stephen Tokarick.

En esta sección se describe la metodología utilizada para estimar el efecto de los diversos factores de demanda y oferta sobre los precios de los seis productos clave descritos en el cuerpo principal (como se expone en el gráfico 3.5, tercer panel). A fin de facilitar el tratamiento de los datos, el análisis está basado en enfoques simples de equilibrio parcial.

La magnitud del déficit de la oferta relacionada con causas climáticas, q_i^{sh} , se determinó a partir de la desviación de la producción mundial respecto de la tendencia, sobre la base de datos anuales de los cultivos desde 1990⁴⁸. La variación porcentual en el precio mundial del

producto i provocada por la insuficiencia de oferta q_i^{sh} se calculó como:

$$p_i = \% \Delta P_i = \varepsilon_i^m * q_i^{sh} = \sum_c w_c [(\varepsilon_{i,c}^D * (C_{i,c} / M_{i,c}) - \varepsilon_{i,c}^S * (Q_{i,c} / M_{i,c}))] * q_i^{sh}, \quad (1)$$

donde ε_i^m , la elasticidad de la demanda mundial de importaciones del producto i , es un promedio ponderado de las elasticidades de demanda de importaciones de los principales países importadores (donde w_c representa la ponderación de las importaciones del país c). Esta depende de las elasticidades de demanda ($\varepsilon_{i,c}^D$), y de oferta ($\varepsilon_{i,c}^S$) del país c , respectivamente. $M_{i,c}$ es el total de importaciones, $C_{i,c}$ es el consumo total, y $Q_{i,c}$ es la producción total del producto i en el país c .

Para el cálculo del efecto sobre los precios de los mayores precios de la energía se utilizó la contribución del combustible y los fertilizantes al costo de producción de cada producto alimentario, según el Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA, por sus siglas en inglés). Los costos de las campañas agrícolas 2007 y 2008 se estimaron tomando como base las proyecciones de precios de las materias primas del FMI, suponiendo que los demás costos crecen de acuerdo con la tendencia. Las participaciones de los costos del aceite de palma y el aceite de colza están basadas en estimaciones de Fedepalma (2008) y North Carolina Solar Center (2006), respectivamente. Los cálculos suponen un traspaso total de los mayores costos a los precios y una estructura de costos similar en todo el mundo para la producción de cultivos.

El efecto sobre los precios de la mayor demanda de biocombustibles se calculó para categorías de alimentos en las que más de 1% del cultivo fue destinado a la producción de biocombustibles (lo cual excluye el trigo)⁴⁹. La expansión de la demanda atribuida a los biocombustibles se expresa como la diferencia porcentual entre el

⁴⁸Por lo general, las insuficiencias (desviaciones negativas) se generaron por menores rendimientos y no por reducciones en la superficie cultivada, incluso en el caso del trigo y el aceite de colza, lo cual corrobora el enfoque.

⁴⁹Las participaciones de las materias primas para biocombustibles se calcularon utilizando datos del Departamento de Agricultura de Estados Unidos sobre la proporción de cada cultivo utilizada para fines industriales y datos de la AIE sobre la producción de biocombustibles.

Cuadro 3.4. Estimaciones de elasticidad utilizadas para el cálculo de precios

	Elasticidad precio-demanda directa	Elasticidad precio-oferta directa	Elasticidad precio cruzada de la oferta respecto del trigo	Elasticidad precio cruzada de la demanda respecto de la soja ¹
Maíz	-0,21 a -0,43	0,50	-0,08 a -0,1	0,36 a 0,54
Arroz	-0,38	0,32	...	...
Trigo	-0,3	0,48	...	...
Soja/aceite de soja	-0,31 a -0,48	0,23	-0,03	...
Aceite de colza	-1,2	0,58	-0,62 a -0,8	0,57
Aceite de palma	-0,47	0,21	...	...

¹La soja es un sustituto importante del maíz tanto en lo relativo al lado de la oferta y como al de la demanda. Las estimaciones de la oferta cruzada de maíz y soja se encuentran dentro de un rango de -0,27 a -0,3.

crecimiento de la demanda total del cultivo (d_i) y el crecimiento de la demanda sin incluir los biocombustibles (denominado d_i^b)⁵⁰. El impacto sobre los precios (expresado como porcentaje) se calculó entonces como:

$$\% \Delta P_i = (d_i - d_i^b) * (1/\epsilon_i^D), \quad (2)$$

donde ϵ_i^D es la elasticidad-precio directa de la demanda del cultivo. Se utilizó un rango de estimaciones de elasticidad a partir de distintas fuentes (cuadro 3.4). Además, como uno de los subproductos de la producción de etanol basada en el maíz son los granos secos de destilería con solubles (DDGS, por su sigla en inglés), que se utilizan en la alimentación de animales (aproximadamente 30% de cada bushel de maíz utilizado en la producción), esta oferta adicional se dedujo de la demanda para la producción de biocombustibles.

Para medir el impacto de las restricciones al comercio, se utilizó una versión ligeramente modificada del modelo de comercio de Tokarick (2003). La oferta y la demanda se modelaron como funciones de elasticidad constante, utilizando elasticidades tomadas de Gardiner, Roningen y Liu (1989). Los datos sobre el valor del comercio de materias primas provienen de la base de datos COMTRADE de las Naciones

⁵⁰Esta definición toma en cuenta dos aspectos opuestos: por un lado, es el cambio de la demanda (y no los niveles de la demanda) lo que tiene el mayor efecto en los precios; por el otro, se evita medir el cambio a partir de una base tan baja (dado que los biocombustibles representan una pequeña proporción de la demanda total), lo cual exageraría el efecto sobre los precios del crecimiento de la demanda para la producción de biocombustibles.

Unidas. Los datos sobre el valor de la producción fueron estimados a partir de datos sobre volúmenes de la base de datos del Servicio Agrícola del Exterior (FAS, por sus siglas en inglés) del USDA y los índices de precios del FMI.

Estos efectos directos, que pueden interpretarse como shocks iniciales, combinados explican aproximadamente la mitad del aumento total de los precios de estos alimentos durante el período bajo análisis (campanas agrícolas 2006 y 2007). Sería imposible dar cuenta de la totalidad de los efectos indirectos de estos shocks. Sin embargo, podemos tener una idea acerca de la magnitud relativa de los efectos cruzados producto de la sustitución y los comovimientos de la oferta y la demanda. Se analizan dos indicadores (cuadro 3.2):

- *Para la sustitución entre productos:* Si suponemos la existencia de simetría y que no hay efectos de segundo orden, el impacto de un aumento de precios del producto j , ΔP_j , sobre el precio del producto i , ΔP_i , está dado por:

$$\frac{\Delta P_i}{P_i} = \frac{\epsilon_{i,j}}{\epsilon_i} * \left(\frac{\Delta P_j}{P_j} \right), \quad (3)$$

donde $\epsilon_{i,j}$ es la elasticidad-precio cruzada de la oferta (demanda) entre los productos i y j , y ϵ_j es la elasticidad-precio directa de la oferta (demanda) del producto j , si suponemos que los productos i y j son sustitutos en la producción (consumo).

- *Comovimiento a lo largo del tiempo:* Este indicador se determinó utilizando el índice de concurrencia, que fue estimado para todos los pares

de precios de materias primas, utilizando datos mensuales de enero de 1957 a mayo de 2008 (en el caso del aceite de colza, la serie empieza en 1980) y la metodología de Cashin, McDermott y Scott (1999). El índice de concordancia entre los productos i y j , definido como la proporción del tiempo en la que dos productos se encuentran en la misma fase del ciclo, se denota mediante la siguiente ecuación:

$$C_{i,j} = T^{-1} \left\{ \sum_{t=1}^T (S_{i,t} * S_{j,t}) + \sum_{t=1}^T (1 - S_{i,t}) (1 - S_{j,t}) \right\}, \quad (4)$$

donde $S_{i,t}$ es una variable aleatoria binaria que asume el valor unitario cuando el precio del producto i , P_i , está en una fase de auge, y de cero cuando está en una fase de caída. La misma definición se aplica para S_j . T es el tamaño de la muestra, y $C_{ij} \in \{0,1\}$ mide la proporción del tiempo en la que las dos series se encuentran en la misma fase.

Las estimaciones de elasticidad utilizadas en el cálculo son compuestos mundiales ponderados de las elasticidades de cada país, tomadas de Gardiner, Roningen y Liu (1989). Asimismo, los rangos de elasticidades plausibles para el aceite de soja y el aceite de colza europeo provienen de las estimaciones del modelo FAPRI/GOLD en Westhoff y Young (2000), y Arnade, Kelch y Leetmaa (2002). Las estimaciones y los rangos utilizados se presentan en el cuadro 3.4.

Apéndice 3.3. Estimación de los efectos inflacionarios de los shocks de precios de las materias primas

La principal autora de este apéndice es Irina Tytell.

En esta sección se describe la metodología utilizada en los dos ejercicios econométricos analizados en el texto principal y en los gráficos 3.11 y 3.12.

Traspaso de los precios de las materias primas

Los coeficientes de traspaso presentados en el gráfico 3.11 se obtienen a partir de los datos trimestrales correspondientes a 25 economías

emergentes y 21 economías avanzadas (9, en el período 1970–95). En primer lugar, el traspaso de los precios internacionales de alimentos y combustibles a los precios internos se estima mediante regresiones bivariadas como la siguiente:

$$\pi_t^{interno} = \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \pi_t^{interno} + \sum_{i=0}^4 \delta_i \pi_{t-i}^{mundo} + \varepsilon_t. \quad (1)$$

En estas ecuaciones, π representa la diferencia logarítmica anualizada trimestre a trimestre (en porcentaje) de los precios de los alimentos o de los combustibles, respectivamente (las ecuaciones también incluyen variables ficticias estacionales). Los coeficientes de traspaso presentados reflejan la totalidad del traspaso a largo plazo de los precios internacionales a los precios internos:

$$traspaso \text{ de los precios} = \frac{\sum_{i=0}^4 \delta_i}{1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i}. \quad (2)$$

En segundo lugar, el traspaso de los precios internos de los alimentos y el combustible a la inflación básica se estima utilizando las siguientes ecuaciones de la curva de Phillips generalizada para cada país⁵¹:

$$\pi_t = \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \pi_{t-i} + \sum_{i=0}^4 \gamma_i (y_{t-i} - y_{t-i}^*) + \sum_{i=0}^4 \phi_i \pi_{t-i}^{alimentos} + \sum_{i=0}^4 \varphi_i \pi_{t-i}^{combustible} + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$traspaso \text{ de los precios de los alimentos} = \frac{\sum_{i=0}^4 \phi_i}{1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i}.$$

$$traspaso \text{ de los precios de los combustibles} = \frac{\sum_{i=0}^4 \varphi_i}{1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i}.$$

Como en el caso anterior, π representa la diferencia logarítmica anualizada trimestre a trimestre (en porcentaje) de los precios básicos, de alimentos y de combustibles, mientras que y y y^* denotan

⁵¹Este enfoque es similar al utilizado en De Gregorio, Landerretche y Neilson (2007) para la estimación del traspaso del precio mundial del petróleo a la inflación interna. Véase también Blanchard y Galí (2007).

la diferencia logarítmica anualizada trimestre a trimestre (en porcentaje) del PIB real y el potencial, respectivamente (las ecuaciones también incluyen variables ficticias estacionales)⁵². A fin de limitar la contaminación de las estimaciones con factores endógenos, el traspaso de los precios internos de las materias primas a la inflación básica se estima utilizando valores de la inflación interna de los alimentos y el combustible pronosticados a partir de las regresiones bivariadas de primer orden. De esta manera, los precios internos de los alimentos y los combustibles reflejan solo la variación resultante de variaciones de los precios internacionales y efectos rezagados de la evolución de los precios internos, en lugar de reflejar las variaciones en los costos de mano de obra, el transporte y comercialización minorista, que puede tener orígenes comunes a los de la inflación general.

Luego se agregan los coeficientes de traspaso obtenidos para los distintos países, utilizando promedios ponderados, con ponderaciones inversamente proporcionales a los errores estándar de los coeficientes específicos de cada país⁵³. Este enfoque está diseñado para asignar una mayor ponderación a los coeficientes de traspaso estimados con mayor precisión, debido a la considerable variación que existe entre las distintas economías (en especial entre las emergentes), causada en parte por diferencias en la calidad de los datos, las mediciones de la inflación y los períodos muestrales.

Expectativas e inflación observada

Las respuestas de las expectativas a la inflación observada presentadas en el gráfico 3.12 están basadas en un conjunto de datos semestrales de panel para 14 economías avanzadas y

⁵²La inflación básica está basada en el IPC y excluye los precios de los alimentos y la energía. Los datos de la OCDE sobre el PIB potencial se utilizan para los países de la OCDE, y la tendencia filtrada según Hodrick-Prescott se emplea para estimar el PIB potencial de los países que no forman parte de la OCDE.

⁵³En modelos dinámicos, es preferible agregar estimaciones país por país que agregar los datos subyacentes o utilizar regresiones de datos de panel agrupados, como se ve en Pesaran y Smith (1995).

21 economías emergentes, que cubre el período que comienza en 2003. El ejercicio vincula los cambios en la inflación esperada con los cambios en la inflación general observada y desglosa estos últimos en cambios en la inflación básica y cambios en las tasas de inflación interna de los alimentos y los combustibles⁵⁴:

$$\begin{aligned} \Delta\pi_{i,t}^{esperada} &= \lambda_i + \theta\Delta\pi_{i,t}^{general} + \varepsilon_{i,t} \\ &= \mu_i + \alpha\Delta\pi_{i,t}^{básica} + \beta\Delta\pi_{i,t}^{alimentos} \\ &\quad + \gamma\Delta\pi_{i,t}^{combustible} + v_{i,t}. \end{aligned} \quad (4)$$

En estas ecuaciones, $\Delta\pi$ representa las primeras diferencias en la inflación esperada en diversos horizontes temporales (1, 3, 5 y 6–10 años hacia adelante) y la inflación observada (la general y también sus componentes: inflación básica, alimentos y combustibles) en puntos porcentuales. Los datos sobre expectativas de inflación se obtienen de *Consensus Economics* y están basados en encuestas de pronosticadores profesionales publicadas dos veces al año, en marzo/abril y septiembre/octubre. A los propósitos de su correspondencia con estas frecuencias de publicación, los datos sobre la inflación observada se refieren al primer y al tercer trimestre de cada año y se miden en términos interanuales. A fin de lograr una mejor separación entre el efecto de los alimentos y los combustibles y el de la inflación básica, se utiliza un residuo de una regresión de la inflación básica sobre la inflación de alimentos y combustibles (en primeras diferencias) en lugar de la inflación básica observada. Las ecuaciones también incorporan efectos fijos de cada país y año. Los resultados presentados solo incluyen los coeficientes estadísticamente significativos al nivel de 10%.

Luego, la muestra de economías emergentes se vuelve a dividir, esta vez según la ponderación de los alimentos en el índice de precios al consumidor (IPC) y por el tipo de régimen de política monetaria⁵⁵. Los países forman parte

⁵⁴En Goretti y Laxton (2005), y Levin, Natalucci y Piger (2004) se presentan análisis similares, aunque no desagregan la inflación general en sus componentes de inflación básica, de alimentos y de combustibles.

⁵⁵Cabe destacar que las dos divisiones se superponen: los que aplican metas de inflación suelen tener ponderaciones relativamente bajas de los alimentos.

del grupo de aquellos en los que los alimentos tienen una ponderación alta (baja) en el IPC si esa ponderación es superior (inferior) a 25%. Según esta definición, la ponderación de los alimentos en el IPC es alta para Chile, China, Colombia, India, Indonesia, Perú, la Región Administrativa Especial de Hong Kong, Rumania, Rusia, la provincia china de Taiwán, Turquía y Ucrania; mientras que en Brasil, Corea, Hungría, México, Polonia, Singapur, la República Checa, la República Eslovaca y Tailandia la ponderación es baja. En lo que respecta al tipo de régimen de política monetaria, se define como “países que aplican metas de inflación” a aquellos que introdujeron esa estrategia antes del comienzo del período muestral, lo cual deja fuera a quienes la adoptaron más recientemente. Así, Brasil, Chile, Colombia, Corea, Hungría, México, Perú, Polonia, la República Checa y Tailandia se clasifican como países que aplican metas de inflación, mientras que China, India, Indonesia, Rumania, Rusia, Singapur, la Región Administrativa Especial de Hong Kong, la República Eslovaca, la provincia china de Taiwán, Turquía y Ucrania se clasifican como países que no aplican metas de inflación.

Referencias

- Adrangi, Bahram, y Arjun Chatrath, 2006, “Do Commodity Traders Herd”, Working Paper No. 11 (Portland, Oregon: Universidad de Portland).
- Agencia Internacional de Energía, 2008, “IEA Medium-Term Oil Market Report” (París, julio).
- Akram, Q. Farooq, 2008, “Commodity Prices, Interest Rates and the Dollar”, Working Paper 2008/12 (Oslo: Banco Central de Noruega).
- Alichi, A., H. Chen, K. Clinton, C. Freedman, O. Kamenik y D. Laxton, de próxima publicación, “Inflation-Forecast Targeting under Imperfect Policy Credibility”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Arnade, Carlos, David Kelch y Susan Leetmaa, 2002, “Supply Response in France, Germany and the UK: Technology and Price”, paper presented at the Agricultural and Applied Economics Association 2002 Summer Meetings, Long Beach, California, 28–31 de julio.
- Arnone, Marco, Bernard J. Laurens, Jean-François Segalotto y Martin Sommer, 2007, “Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends”, IMF Working Paper 07/88 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ball, Laurence, y N. Gregory Mankiw, 1995, “Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110 (febrero), págs. 161–93.
- Banco Mundial, 2007, *World Development Report 2008: Agriculture for Development* (Washington).
- Barclays Capital, 2008, *The Commodity Refiner* (segundo trimestre).
- Bernanke, Ben S., 2004, “The Logic of Monetary Policy”, Remarks before the National Economists Club, Washington, D.C. (2 de diciembre). Disponible en www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2004/20041202/default.htm.
- Blanchard, Olivier, y Jordi Galí, 2007, “The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why Are the 2000s So Different from the 1970s?”, NBER Working Paper No. 13368 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Bordo, Michael D., 1980, “The Effects of Monetary Change on Relative Commodity Prices and the Role of Long-Term Contracts”, *Journal of Political Economy*, vol. 88 (diciembre), págs. 1088–109.
- Bradsher, Keith, y Andrew Martin, 2008, “The Food Chain: Hoarding Nations Drive Food Costs Even Higher”, *New York Times*, 30 de junio.
- Bryan, Michael F., y Stephen G. Cecchetti, 1994, “Measuring Core Inflation”, en *Monetary Policy*, compilado por N. Gregory Mankiw (Chicago: University of Chicago Press para National Bureau of Economic Research), págs. 195–215.
- Büyüksahin, Bahattin, Michael Haigh y Michel Robe, 2008 “Commodities and Equities: A ‘Market of One’”, Working Paper (Social Science Research Network). Disponible en www.ssrn.com.
- Cashin, Paul C., John McDermott y Alasdair Scott, 1999, “The Myth of Comoving Commodity Prices”, IMF Working Paper 99/169 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Clarida, Richard H., 2007, *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment* (Chicago: University of Chicago Press para National Bureau of Economic Research).
- Coady, David, Moataz El-Said, Robert Gillingham, Kangni Kpodar, Paulo Medas y David Newhouse, 2006, “The Magnitude and Distribution of Fuel

- Subsidies: Evidence from Bolivia, Ghana, Jordan, Mali, and Sri Lanka”, IMF Working Paper 06/247 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Cooper, Richard, Robert Lawrence, Barry Bosworth y Hendrik Houthakker, 1975, “The 1972–75 Commodity Boom”, *Brookings Papers on Economic Activity*: 3, Brookings Institution, págs. 671–723.
- Costello, Dave, 2006, “Reduced Form Energy Elasticities from EIA’s Regional Short-Term Energy Model (RSTEM)” (inédito: Washington: Energy Information Agency, mayo). Disponible en www.eia.doe.gov/emeu/steo/pub/pdf/elasticities.pdf.
- Cuddington, John T., y Daniel Jerrett, 2008, “Super Cycles in Real Metals Prices?”, *IMF Staff Papers*, de próxima publicación.
- Deaton, Angus, y Guy Laroque, 1992, “On the Behaviour of Commodity Prices”, *The Review of Economic Studies*, vol. 59 (enero), págs. 1–23.
- De Gregorio, José, Oscar Landerretche y Christopher Neilson, 2007, “Another Pass-Through Bites the Dust? Oil Prices and Inflation”, Working Paper No. 417 (Santiago: Banco Central de Chile).
- Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA), 2008, “World Agricultural Supply and Demand Estimates”, WASDE-458 (9 de mayo).
- Eckstein, Otto, 1981, *Core Inflation* (Englewood Cliffs, Nueva Jersey: Prentice-Hall).
- Fedepalma, 2008, “Actualización de Costos de Producción de Aceite de Palma”, estudio de Duarte, Guterma y Compañía Ltda (Bogotá, julio).
- Feiger, George, 1976, “What Is Speculation?”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 90 (noviembre), págs. 677–87.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2008a, *Senegal: Selected Issues*, IMF Country Report No. 08/221 (Washington).
- , 2008b, “Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses” (Washington, junio y septiembre). Disponible en www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf y www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf.
- , 2008c, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness* (Washington, abril).
- , 2008d, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macro-Financial Implications and Policy* (Washington, octubre).
- Frankel, Jeffrey A., 1986, “Expectations and Commodity Price Dynamics: The Overshooting Model”, *American Journal of Agricultural Economics*, vol. 68 (mayo), págs. 344–48.
- , 2006, “The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices”, NBER Working Paper No. 12713 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Friedman, Milton, 1953, “The Case for Flexible Exchange Rates”, en *Essays in Positive Economics* (Chicago: University of Chicago Press).
- Fung, Ben Siu Cheong, Scott Mitnick y Eli Remolona, 1999, “Uncovering Inflation Expectations and Risk Premiums from Internationally Integrated Financial Markets”, Working Paper No. 99-6 (Ottawa: Banco de Canadá).
- Gardiner, Walter H., Vernon Roningen y Karen Liu, 1989, “Elasticities in the Trade Liberalization Database”, Economic Research Service Staff Report No. 89-20 (Washington: U.S. Department of Agriculture, mayor).
- Gerlach, Stefan, Alberto Giovannini, Cedric Tille y José Viñals, de próxima publicación, “Low Inflation: Testing Times for Central Banks”, 10th Geneva Report on the World Economy (Londres: International Center for Monetary and Banking Studies y Centre for Economic Policy Research).
- Goretti, Manuela, y Douglas Laxton, 2005, “Long-Term Inflation Expectations and Credibility”, recuadro 4.2 de *Perspectivas de la economía mundial*, septiembre (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Haigh, Michael, Jana Hranaiova y Jim Overdahl, 2007, “Hedge Funds, Volatility, and Liquidity Provision in Energy Futures Markets”, *Journal of Alternative Investments* (segundo trimestre), págs. 10–38.
- Hamilton, James D., 2008, “Understanding Crude Oil Prices”, Energy Policy and Economics Working Paper No. 023 (San Diego: University of California Energy Institute).
- Harrison, J. Michael, y David M. Kreps, 1978, “Speculative Investor Behavior in a Stock Market with Heterogeneous Expectations”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 92 (mayo), págs. 323–36.
- Ilzetzki, Ethan O., Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, de próxima publicación, “Exchange Rate Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?”.
- Interagency Task Force on Commodity Markets (ITC), 2008, *Interim Report on Crude Oil* (Washington, July). Disponible en www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/file/itfinterimreporton-crudeoil0708.pdf.

- Jaumotte, Florence, y Irina Tytell, 2007, "How Has the Globalization of Labor Affected the Labor Income Share in Advanced Countries?", IMF Working Paper 07/298 (Washington: FMI).
- Kilian, Lutz, 2008, "A Comparison of the Effects of Exogenous Oil Supply Shocks on Output and Inflation in the G7 Countries", *Journal of the European Economic Association*, vol. 6 (enero), págs. 78–121.
- King, Mervyn, 2005, "Monetary Policy: Practice Ahead of Theory", Mais Lecture at the Cass Business School, City University, Londres (May 17). Disponible en www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2005/speech245.pdf.
- Krautkraemer, Jeffrey, A., 1998, "Nonrenewable Resource Scarcity", *Journal of Economic Literature*, vol. 36 (diciembre), págs. 2065–107.
- Krugman, Paul, 2008, "The Oil Nonbubble", *New York Times*, 12 de mayo.
- Kumhof, Michael, y Douglas Laxton, 2007, "A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits", IMF Working Paper 07/202 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lalonde, René, y Dirk Muir, 2007, "The Bank of Canada's Version of the Global Economy Model", Technical Report No. 98 (Ottawa: Banco de Canadá).
- Levin, Andrew T., Fabio M. Natalucci y Jeremy M. Piger, 2004, "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 86 (julio/agosto), págs. 51–80.
- Mill, John Stuart, 1871, *Principles of Political Economy* (séptima edición).
- Mishkin, Frederic S., y Klaus Schmidt-Hebbel, 2007, "Does Inflation Targeting Make a Difference?", NBER Working Paper No. 12876 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- North Carolina Solar Center, 2006, "North Carolina Canola Production" (Raleigh, North Carolina: North Carolina Solar Center y North Carolina State University, septiembre).
- Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO), 2008, "Food Outlook: Global Market Analysis" (Roma, junio).
- Pesaran, M. Hashem, y Ron Smith, 1995, "Estimating Long-Run Relationships from Dynamic Heterogeneous Panels", *Journal of Econometrics*, vol. 68 (julio), págs. 79–113.
- Radetski, Marian, 2006, "The Anatomy of Three Commodity Booms", *Resources Policy*, vol. 31 (marzo) págs. 56–64.
- Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff, 2004, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119 (febrero), págs. 1–48.
- Rigobon, Roberto, 2008, "Commodity Pass-Through", estudio presentado en la conferencia internacional "The Global Rise in Food Prices and the U.S. Slowdown: Issues and Challenges in Monetary Policy", celebrada en Lima, Perú, 16–17 de junio de 2008, y organizada conjuntamente por el Banco Central de Reserva del Perú y la Oficina del Economista Jefe para la Región de América Latina y el Caribe del Banco Mundial.
- Sargent, Thomas J., y Neil Wallace, 1985, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, vol. 9 (primer trimestre), págs. 15–31.
- Shen, Pu, y Jonathan Corning, 2001, "Can TIPS Help Identify Long-term Inflation Expectations?", Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review* (cuarto trimestre), págs. 61–87.
- Sims, Christopher A., 2003, "Implications of Rational Inattention", *Journal of Monetary Economics*, vol. 50 (abril), págs. 665–90.
- Smith, Adam, 1776, *The Wealth of Nations*.
- Soderlind, Paul, y Lars Svensson, 1997, "New Techniques to Extract Market Expectations from Financial Instruments", *Journal of Monetary Economics*, vol. 40 (octubre), págs. 383–429.
- Tokarick, Stephen, 2003, "Measuring the Impact of Distortions in Agricultural Trade in Partial and General Equilibrium", IMF Working Paper 03/110 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Trostle, Ronald, 2008, "Global Agriculture Supply and Demand: Factors Contributing to the Recent Increase in Food Commodity Prices", Outlook Report No. WRS-0801 (Washington: U.S. Department of Agriculture, julio).
- Westhoff, Patrick, y Robert Young, 2002, "Modeling the European Union Agri-Food Sector: An Update on the FAPRI Approach", FAPRI Paper (Colombia, Missouri: University of Missouri, Food and Agricultural Policy Research Institute).

En este capítulo se examina por qué algunos episodios de tensión financiera dan lugar a desaceleraciones económicas y otros solo tienen un impacto limitado en el conjunto de la economía. El análisis indica que es más probable que los episodios de turbulencia financiera caracterizados por tensiones en el sector bancario estén vinculados a desaceleraciones graves y prolongadas que los episodios de tensión centrados primordialmente en los mercados de valores o cambiarios. Los países con sistemas financieros de tipo más “impersonal” parecen particularmente vulnerables a fuertes contracciones de la actividad económica, debido a la mayor prociclicidad del apalancamiento en sus sistemas bancarios. En este capítulo se presentan algunas conclusiones con respecto a las perspectivas económicas de Estados Unidos y de la zona del euro y se considera en qué medida las respuestas de política económica podrían ayudar a limitar las consecuencias de las crisis financieras actuales y futuras sobre el producto.

La turbulencia financiera que comenzó en el verano de 2007 se ha convertido en una crisis total, que se ha extendido al conjunto de los mercados de valores y los sistemas bancarios de varias economías avanzadas. ¿Cómo se verá afectada la actividad macroeconómica y qué políticas pueden aplicar las autoridades económicas para reducir las consecuencias económicas de esta crisis y evitar este tipo de crisis en el futuro? Aunque algunos episodios anteriores de tensión en el sector bancario y en los mercados de valores y/o cambiarios han estado vinculados a desaceleraciones económicas (gráfico 4.1, panel superior), estas han sido por lo general más graves (gráfico 4.1, panel inferior).

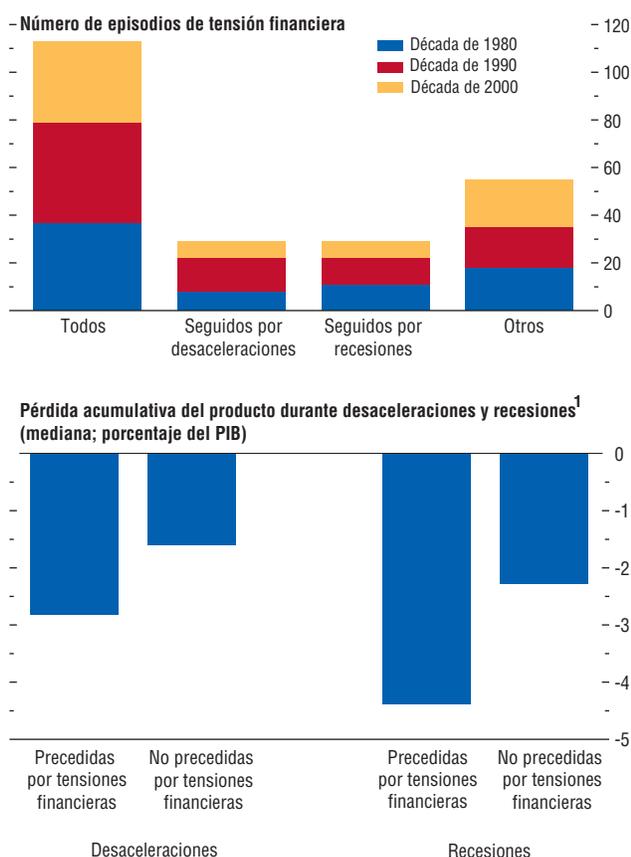
Los principales autores de este capítulo son Subir Lall, Roberto Cardarelli y Selim Elekdag, con la colaboración de Angela Espiritu y Gavin Asdorian, y el asesoramiento de Hyun Song Shin. Jörg Decressin y Tim Lane supervisaron la elaboración de este capítulo.

Un concepto importante para evaluar el impacto de las tensiones financieras en la actividad económica es el papel de los ciclos financieros, que han sido una característica constante del panorama económico a pesar de la evolución de los sistemas financieros a través de la innovación y los cambios regulatorios. Los sistemas financieros son por naturaleza procíclicos, ya que el aumento del crédito, el apalancamiento y los precios de los activos suele reforzar la dinámica económica subyacente, y en algunos casos genera una acumulación de desequilibrios financieros seguidos por una fuerte corrección (véanse Borio, 2007; Goodhart, 1996, y Minsky, 1992).

El impacto de los ciclos financieros en la economía real sigue siendo un tema muy debatido en los ámbitos de la investigación y la formulación de políticas económicas. Algunos analistas subrayan el papel que desempeña el acelerador financiero en la amplificación de los efectos de los ciclos financieros en la economía real a través de sus efectos en el valor de la garantía y, por lo tanto, en la disposición del sector financiero a proporcionar crédito a la economía (Bernanke y Gertler, 1995; Bernanke, Gertler y Gilchrist, 1999, y Kiyotaki y Moore, 1997). Según esta corriente, los shocks que afectan a la solvencia de los prestatarios tienden a acentuar las variaciones del producto. Otros analistas se centran en los balances de los prestamistas y la relación entre el capital bancario y el crédito agregado, el denominado canal del capital bancario (Bernanke, Lown y Friedman, 1991; Kashyap y Stein, 1995; Peek y Rosengren, 1995, y Altunbas, Gambacorta y Marqués, 2007). Cuando disminuye el capital bancario, los bancos se muestran más renuentes a prestar y pueden verse obligados a desapalancarse, lo que da lugar a desaceleraciones económicas más pronunciadas. Otro ámbito de análisis consiste en determinar en qué medida varía el papel del acelerador financiero en la economía según

Gráfico 4.1. Tensiones financieras y pérdidas del producto

En los últimos treinta años solo alrededor de la mitad de los episodios de tensión financiera ocurridos en las economías avanzadas identificados en el capítulo 4 estuvieron seguidos por desaceleraciones económicas. Las desaceleraciones y recesiones precedidas por tensiones financieras tienden a ser más prolongadas y más graves.



Fuentes: Haver Analytics; OCDE, base de datos analíticos; OCDE, *Economic Outlook* (2008), y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Calculada como la pérdida acumulativa del producto cuando este se sitúa por debajo de la tendencia de Hodrick-Prescott en el caso de las desaceleraciones y la pérdida acumulativa del producto hasta la recuperación en el caso de las recesiones.

el tipo de sistema financiero (*Perspectivas de la economía mundial*, septiembre de 2006, y Rajan y Zingales, 2003). La tendencia general es hacia una mayor dependencia del financiamiento de tipo más impersonal que de los préstamos basados en relaciones personales o comerciales, lo que podría facilitar la amortiguación de las tensiones financieras en la economía, ya que tanto los hogares como las empresas pueden sustituir a los bancos por los mercados (y, por lo tanto, beneficiarse de lo que se denomina los dos motores del sistema financiero).

En estas circunstancias, en el capítulo se examinan las cuestiones siguientes: ¿Por qué algunos períodos de tensión financiera están vinculados a desaceleraciones, o incluso recesiones, mientras que otros parecen tener un impacto poco significativo en la economía real? ¿Qué papel desempeña la magnitud o la ubicación de los desequilibrios financieros o la situación de los balances de las empresas y los hogares? ¿Ha reducido la innovación financiera el papel de los bancos en la propagación de los shocks del sistema financiero hacia la economía real?

Para responder a estas preguntas, en este capítulo se analizan los episodios de tensión financiera y los ciclos económicos de 17 economías avanzadas durante las últimas tres décadas¹. El análisis se basa en las enseñanzas extraídas de estos episodios, diferenciándolos según las condiciones vigentes al iniciarse el episodio de tensión financiera, incluidos la situación de los balances de las empresas y los hogares, la dinámica del crédito y los precios de los activos en el período anterior al episodio de tensión, el tipo de tensiones financieras (es decir, si están relacionadas con los bancos, los mercados de valores o los mercados cambiarios) y las respuestas de política económica. Estos factores, tomados en su conjunto, presentan un panorama general de los canales y mecanismos a través de los cuales las tensiones financieras afectan a los ciclos

¹Los países incluidos en el estudio son Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Italia, Japón, Noruega, los Países Bajos, el Reino Unido, Suecia y Suiza.

económicos². Aunque es difícil establecer una causalidad entre las tensiones financieras y las desaceleraciones económicas, en este capítulo se trata de analizar esta cuestión teniendo en cuenta explícitamente los efectos de los tipos de shocks más comunes examinados en los estudios macroeconómicos.

Las conclusiones principales de este capítulo son las siguientes:

- Los episodios de turbulencia financiera caracterizados por tensiones bancarias están vinculados a desaceleraciones graves y prolongadas con más frecuencia que los episodios de tensión centrados principalmente en los mercados cambiarios y de valores.
- La probabilidad de que las tensiones financieras vayan seguidas por una desaceleración parece estar relacionada con el aumento de los precios de la vivienda y el crédito agregado en el período anterior a las tensiones financieras. Además, la mayor dependencia del financiamiento externo por parte de los hogares y las empresas no financieras está vinculada a desaceleraciones más pronunciadas después de un episodio de tensión financiera.
- Los países con sistemas financieros más impersonales parecen ser vulnerables a contracciones más pronunciadas de la actividad económica después de un episodio de tensión bancaria, porque el apalancamiento del sistema bancario parece ser más procíclico en los países caracterizados por una mayor innovación financiera.
- La importancia de los intermediarios financieros básicos en la transmisión de los shocks financieros a la economía real parece indicar que las políticas que contribuyen a restablecer la base de capital de estas instituciones en

el contexto de un sólido marco de estabilidad financiera pueden ayudar a mitigar las desaceleraciones.

- La evolución de los precios de los activos y el crédito agregado en Estados Unidos durante el actual episodio de tensión financiera parece coincidir con la de episodios anteriores que estuvieron seguidos por recesiones. Concretamente, la evolución de los préstamos netos a los hogares —un indicador de la dependencia del financiamiento externo— coincide estrechamente con la trayectoria seguida por este indicador en recesiones anteriores. Las empresas no financieras se encontraban en una situación relativamente sólida cuando comenzó la turbulencia. Estos factores, combinados con las importantes pérdidas incurridas por las principales instituciones bancarias, parecen indicar que Estados Unidos continúa afrontando considerables riesgos de recesión, aunque las tasas de interés reales se mantienen bajas en comparación con las observadas en las recesiones impulsadas por tensiones financieras. En la zona del euro, los balances relativamente sólidos de los hogares ofrecen cierta protección ante una fuerte desaceleración, a pesar de los importantes aumentos de los precios de los activos y de los coeficientes de crédito registrados antes de la turbulencia financiera.

La estructura del resto del capítulo es la siguiente. En la próxima sección se examina el concepto de tensiones financieras utilizado en este capítulo para identificar los episodios de turbulencia financiera ocurridos durante las últimas tres décadas. A continuación se analiza el comportamiento de los ciclos económicos después de estos episodios de tensión financiera. En la sección siguiente se pasa revista a los factores que diferencian a los episodios vinculados a desaceleraciones económicas de los que no estuvieron vinculados a ellas. Después del análisis a nivel macroeconómico se presenta un análisis microeconómico, basado en datos bancarios, sobre la prociclicidad del apalancamiento de los bancos comerciales y de inversión en los sistemas financieros basados en relaciones personales y

²Este enfoque más amplio complementa los estudios recientes sobre la relación empírica entre los precios de los activos —como los precios de las acciones y de la vivienda y los diferenciales de los bonos— y la dinámica del producto a lo largo del ciclo económico (véanse Cihák y Koeva Brooks, de próxima publicación, y Claessens, Kose y Terrones, 2008) o entre el capital bancario, los préstamos y el producto (véanse Bayoumi y Melander, 2008, y Kashyap, Rajan y Stein, 2008, en el contexto de Estados Unidos).

comerciales y en los de tipo más impersonal. En la sección siguiente se examinan seis de los episodios más conocidos de tensión financiera relacionada con el sector bancario y se presenta la actual turbulencia financiera en un contexto histórico. En la última sección se analizan algunas implicaciones para la política económica.

Cómo se identifican los episodios de tensión financiera

Los sistemas financieros —tanto las instituciones financieras como los canales de intermediación— históricamente han sido propensos a períodos de rápida expansión seguidos por correcciones³. Para comprender mejor el impacto de los ciclos financieros en la economía, conviene examinar los episodios anteriores de tensión financiera que tienen características en común con el actual.

El episodio actual comenzó a principios de 2007 como una revaloración ordenada, en general, del riesgo de los activos vinculados a las hipotecas de alto riesgo estadounidenses. En el verano de ese año, esa revaloración se había convertido rápidamente en una grave contracción de la liquidez en los sistemas bancarios de Estados Unidos y Europa occidental que causó graves perturbaciones en el mercado de financiamiento interbancario⁴. La crisis ha vuelto a cambiar en

³Véase un análisis histórico de las crisis financieras en Kindleberger y Aliber (2005). Una explicación muy conocida de esta característica procíclica de los sistemas financieros es la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky (Minsky, 1992), según la cual los mercados financieros alientan a las empresas y los particulares a asumir demasiados riesgos, lo que genera ciclos de auge y caída desastrosos.

⁴Véase un análisis detallado del mercado interbancario en el contexto de la actual turbulencia en los capítulos 1 y 2 de la edición de octubre de 2008 del informe sobre la estabilidad financiera mundial, *Global Financial Stability Report* (FMI, 2008). La oferta de fondos líquidos en el mercado interbancario se agotó porque muchos bancos necesitaban estos fondos y los que contaban con excedentes de fondos no los prestaron, debido a su preocupación por la solvencia de sus contrapartes. Esta situación afectó a los bancos comerciales, que se basan principalmente en los depósitos minoristas para financiar sus actividades de préstamo, y a los bancos de inversión y los agentes de

los últimos meses, ya que las fuertes pérdidas crediticias plantean dudas con respecto a la solidez del capital de muchos bancos. Además, las tensiones se han propagado hacia otros sectores del mercado tanto en las economías emergentes como en las avanzadas, y estos sectores se han visto afectados por una pérdida de liquidez, una reducción del valor de los activos, un aumento de la aversión al riesgo y una mayor volatilidad. Los mercados cambiarios también se han visto afectados por una mayor incertidumbre con respecto a la seguridad y la solidez de los activos financieros mundiales y el impacto de las tensiones financieras en el desempeño económico. Dadas estas características fundamentales de la actual turbulencia en los mercados financieros, todo análisis de los anteriores episodios de tensión financiera deberá tener en cuenta las condiciones en el sector bancario, la situación de la intermediación no bancaria a través de valores y bonos y la evolución de los mercados cambiarios.

Los estudios académicos sobre las crisis financieras se han basado principalmente en las descripciones históricas de algunas crisis bancarias sistémicas muy conocidas, cuando se agotó el capital bancario, se restringió el crédito, y en muchos casos fue necesaria una intervención pública importante (véase, por ejemplo, Caprio y Klingebiel, 2003). Este enfoque basado en las descripciones de las crisis bancarias puede ampliarse con las de las crisis monetarias, cuando se agotaron las reservas y/o cambiaron considerablemente los mecanismos cambiarios (véanse, por ejemplo, Kaminsky y Reinhart, 1999, y Reinhart y Rogoff, 2008). Los episodios de tensión estrictamente relacionados con los mercados de valores no se han examinado con tanto detalle, especialmente los que afectaron a muchos países, aunque los estudios sobre un solo país también son útiles (Shiller, 1999).

Si bien estos enfoques descriptivos para la identificación de crisis financieras proporcionan

bolsa, que se basan en mayor medida en los mercados de fondos mayoristas. Los bancos universales, que tienen al mismo tiempo las características de los bancos comerciales y los de inversión, afrontaron limitaciones similares.

una base de datos de episodios muy completa, son menos útiles a los efectos del análisis de este capítulo por varias razones. Primero, se sabe que estos episodios han tenido un gran impacto en el producto y/o han exigido una intervención pública importante. Se ha prestado menos atención a los episodios “al borde de la crisis” —es decir, los episodios de tensión financiera con un impacto macroeconómico poco significativo— que podrían ser útiles para analizar una situación ficticia. Segundo, los episodios identificados por lo general son de una duración considerable y comprenden tensiones de diversa intensidad, por lo que es más difícil identificar el momento en que las tensiones financieras llegaron a su nivel máximo y si existió alguna relación causal significativa con una desaceleración económica. Por último, incluso las bases de datos más completas se centran en las crisis bancarias y cambiarias y prestan poca atención a las crisis ocurridas estrictamente en los mercados de valores o a las crisis de liquidez, como el derrumbe del mercado bursátil estadounidense en 1987 y el colapso del fondo de inversión de alto riesgo estadounidense Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998. Dado que el apalancamiento de los sistemas bancarios está vinculado a la titulización, parece importante analizar simultáneamente los canales bancarios y bursátiles de la intermediación para determinar el grado de interacción entre ellos.

Para superar estas limitaciones, en este capítulo los episodios de tensión financiera se identifican como los valores extremos de una variable compuesta —el “índice de tensiones financieras” (ITF)— que se elabora utilizando indicadores basados en el mercado en tiempo real y de alta frecuencia⁵. El ITF de cada país es un promedio de los indicadores siguientes:

- Tres variables relacionadas con el sector bancario: la “beta” de las acciones del sector bancario⁶; el diferencial entre las tasas inter-

bancarias y el rendimiento de las letras del Tesoro (el denominado diferencial TED, que mide la prima que los bancos se cobran entre ellos sobre las tasas de las letras del Tesoro), y la pendiente de la curva de rendimientos.

- Tres variables relacionadas con el mercado de valores: los diferenciales de los bonos corporativos, los rendimientos del mercado de valores y la volatilidad de los rendimientos de las acciones variable en el tiempo.
- Una variable cambiaria: la volatilidad del tipo de cambio efectivo variable en el tiempo⁷.

La ventaja de utilizar este índice es que permite calcular con más precisión por trimestre la fecha del comienzo, el nivel máximo y el final del episodio de tensión financiera y, por lo tanto, calcular su duración. Además, este índice facilita la identificación de cuatro características fundamentales de los episodios de tensión financiera: las grandes variaciones de los precios de los activos (rendimientos del mercado de bonos y acciones), un brusco aumento del riesgo/incertidumbre (volatilidad bursátil y cambiaria), cambios repentinos de la liquidez (diferenciales TED) y la situación del sistema bancario (la beta de las acciones del sector bancario y la curva de rendimientos, que afecta la rentabilidad de la intermediación de los pasivos a corto plazo en activos a largo plazo). El análisis de estos subcomponentes puede ayudar a identificar los tipos de episodios de tensión financiera que tienen mayores consecuencias sobre el producto:

con respecto al conjunto del mercado— parece indicar que el riesgo es relativamente alto en el sector bancario. El ITF calcula las betas efectuando una regresión del coeficiente de los rendimientos variables del subíndice del sector bancario de cada país sobre los rendimientos del índice bursátil global del país. El ITF considera la beta solo durante los períodos en que los rendimientos son negativos a fin de centrarse en los shocks que afectan negativamente a los bancos. Por lo tanto, en períodos de tensión elevada, este indicador mostraría una caída excepcionalmente fuerte de los precios de las acciones bancarias con respecto a los precios del conjunto del mercado.

⁷Todas las variables se ponderan por la inversa de su varianza a fin de reducir el impacto de las variables más volátiles sobre el índice global. Véase un análisis sobre la construcción del índice en el apéndice 4.1.

⁵Un enfoque similar al utilizado por Illing y Liu (2006).

⁶La beta de las acciones bancarias es un indicador de la correlación entre los rendimientos totales en relación con el índice bursátil del sector bancario y el índice bursátil global. Una beta mayor que 1 —lo que indica que las acciones bancarias varían más que proporcionalmente

Cuadro 4.1. Estadísticas descriptivas sobre los episodios de tensión financiera

	Número de episodios ¹				Duración de los episodios (promedio; trimestres)	
	Total	Década de 1980	Década de 1990	Década de 2000		Actual
Tensiones financieras	113	37	42	34	16	2,4
<i>De las cuales:</i>						
Sector bancario	43	12	19	12	4	2,4
Mercado de valores	50	19	12	19	11	2,4
Mercado cambiario	20	6	11	3	1	2,4
<i>Partida informativa:</i>						
Relacionadas con el sector bancario	60	16	25	19	10	2,6
<i>De las cuales:</i>						
Sistemas impersonales por encima de la mediana	31	9	13	9	4	2,4
Sistemas impersonales por debajo de la mediana	27	7	11	9	5	2,9

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Los países incluidos son Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Italia, Japón, Noruega, los Países Bajos, el Reino Unido, Suecia y Suiza.

los episodios relacionados con el sector bancario, con los mercados de valores, con los mercados cambiarios, o una combinación de estos.

En este capítulo se utilizan las variables del mercado financiero (basadas en los precios de los activos) para identificar los períodos en que el sector financiero está sometido a presión y puede verse afectada su capacidad de intermediación. Esta estrategia tiene tres ventajas principales con respecto a la utilización de un índice basado en la cantidad (un enfoque que podrían sugerir los estudios sobre finanzas corporativas). Primero, las variables basadas en los precios de los activos son fáciles de supervisar y calcular sobre una base comparable entre un amplio conjunto de países. Segundo, cabe prever que los movimientos de los precios de los activos a nivel más general tendrán un impacto mayor en la capacidad de las empresas financieras para prestar servicios de intermediación financiera que en la de algunas empresas no financieras específicas para financiar nuevas inversiones, la cual está mucho más vinculada a la evolución del sector al que pertenecen. Tercero, es útil consi-

derar inicialmente una amplia gama de episodios de tensión financiera utilizando los precios de los activos y, luego, utilizar variables basadas en la cantidad para identificar los episodios de tensión financiera que están vinculados a una desaceleración económica considerable. La hipótesis subyacente es que solo un subconjunto del universo de episodios de tensión basados en los precios de los activos refleja verdaderas tensiones subyacentes en los balances de los intermediarios financieros que tienen un impacto en el conjunto de la actividad económica restringiendo la oferta de crédito; otros reflejan simplemente correcciones normales del mercado.

Con las siete variables descritas anteriormente, se elabora un ITF para cada uno de los 17 países de la muestra. Los episodios de tensión financiera se identifican como los períodos en que el índice de un país se encuentra más de una desviación estándar por encima de su tendencia (identificados utilizando el filtro de Hodrick-Prescott), lo que indica que una o más variables del sector bancario, el mercado de valores y/o el mercado cambiario variaron bruscamente.

En general, se identificaron 113 episodios de tensión financiera durante los últimos 30 años en los 17 países considerados en este capítulo (cuadro 4.1). De estos, 43 obedecieron principalmente a tensiones en el sector bancario (es decir, la mayor parte del aumento del ITF correspondió a las variables bancarias), 50 reflejaron primordialmente turbulencias en el mercado de valores y 20 reflejaron turbulencias en el mercado cambiario. En algunos casos, las tensiones en un sector del sistema financiero se trasladaron finalmente a otros sectores. Por ejemplo, en 17 de los 70 episodios que reflejaron tensiones primordialmente en los mercados de valores o cambiarios, las variables bancarias representaron por lo menos una tercera parte del alza del ITF. Esto implica que, de hecho, en la muestra hay 60 episodios de tensión financiera relacionados con el sector bancario, en los cuales los bancos constituyeron el primero o el segundo factor más importante y contribuyeron por lo menos a una tercera parte del aumento del ITF.

En general, el ITF parece mostrar adecuadamente los episodios financieros mundiales⁸. La actual crisis financiera, que comenzó en 2007, tiene una dimensión mundial significativa y afecta a casi todos los países de la muestra (gráficos 4.2 y 4.3). Entre los anteriores episodios que afectaron simultáneamente a la mayoría de los países de la muestra cabe señalar el derrumbe del mercado de valores de 1987, el colapso del índice Nikkei y los bonos basura a finales de los años ochenta, las crisis bancarias escandinavas en 1990, la crisis del mecanismo europeo de tipos de cambio de 1992 y el colapso del fondo de inversión LTCM, pero el episodio actual parece tener un impacto más extenso que estos.

El ITF también muestra adecuadamente el hecho de que, aunque el episodio actual se originó en el sector bancario, a principios de 2008 la crisis se había extendido considerablemente y también afectaba a los mercados de valores y cambiarios (gráfico 4.4). Además, el índice indica que todos los episodios anteriores de tensión relacionada con el sector bancario también contenían importantes elementos relacionados con el mercado de valores.

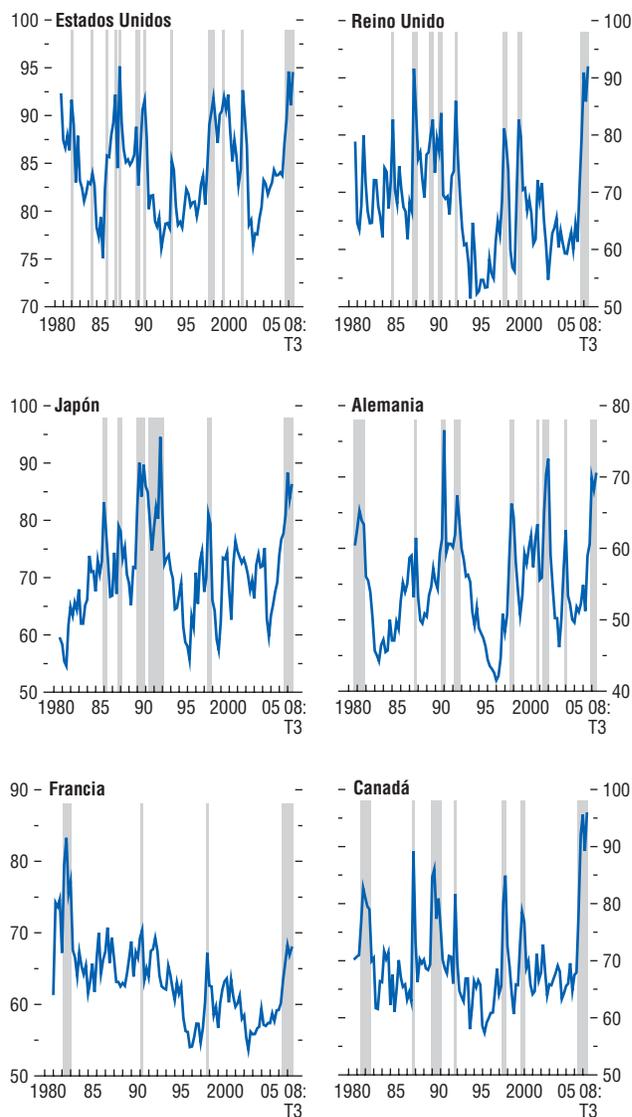
El ITF correspondiente a cada uno de los 17 países considerados en este capítulo muestra que el nivel máximo de este índice, que corresponde a períodos de tensiones financieras, coincide, por lo general con exactitud, con algunos episodios de tensión financiera muy conocidos en estos países en las últimas tres décadas, incluido el episodio actual (gráfico 4.2). Concretamente, el ITF muestra más del 90% de las crisis bancarias y más del 80% de las crisis cambiarias identificadas en los estudios⁹.

Dado que los fuertes aumentos del ITF están vinculados a acontecimientos muy conocidos como los derrumbes del mercado de valores y

Gráfico 4.2. Índice de tensiones financieras

(Las franjas sombreadas denotan episodios de tensión financiera)

El índice de tensiones financieras parece captar el actual episodio de tensión financiera en todos los países de la muestra.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

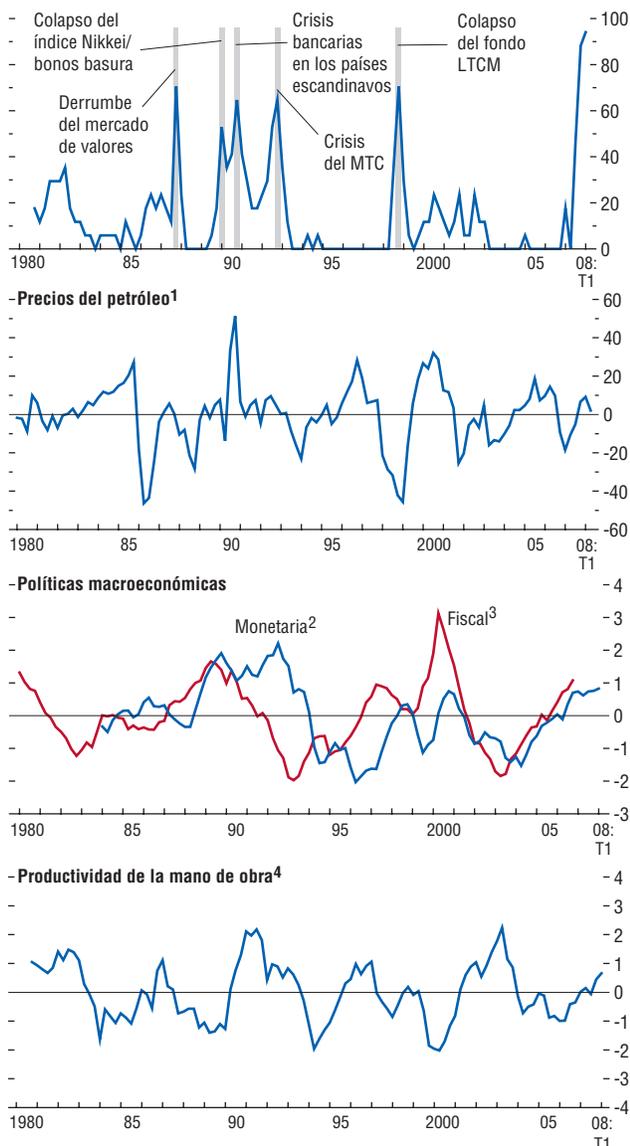
⁸En general, de los 113 episodios de tensión financiera identificados en la muestra, 87 afectaron simultáneamente a dos o más países.

⁹El ITF capta todos los episodios identificados en los estudios si la duración de los episodios se interpreta de forma más general, es decir, si el período durante el cual se alcanza el nivel máximo de tensión financiera se extiende algunos trimestres.

Gráfico 4.3. Tensiones financieras y shocks

Los episodios de tensión financiera tienden a estar sincronizados durante los eventos sistémicos y, como puede observarse en el gráfico, están agrupados en varios picos. Estos episodios corresponden generalmente a casos de shocks de política monetaria, pero no están bien correlacionados con otros shocks.

Proporción de países que experimentan tensiones financieras



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos del Sistema de Precios de las Materias Primas; OCDE, base de datos analíticos; OCDE, *Economic Outlook* (2008), y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: MTC = Mecanismo de tipos de cambio; LTCM = Long-Term Capital Management.
¹Los precios del petróleo se ajustan en función de la inflación en Estados Unidos (IPC) y representan desviaciones con respecto a la tendencia de Hodrick-Prescott (HP).

²La política monetaria se calcula utilizando las desviaciones del diferencial invertido de vencimientos con respecto a la tendencia de HP.

³La política fiscal se calcula utilizando las desviaciones de los préstamos netos del gobierno con respecto a la tendencia de HP.

⁴La productividad de la mano de obra del conjunto de la economía se calcula como la relación entre el PIB real y el empleo total y representa las desviaciones con respecto a la tendencia de HP. No se dispone de datos con respecto a Austria, Bélgica, Dinamarca, España y Suiza.

de bonos o las crisis bancarias, ¿podría el índice simplemente reflejar las variaciones de otras variables fundamentales que pueden afectar directamente al ciclo económico? Si se consideran cuatro tipos de shocks —de los precios del petróleo, la productividad de la mano de obra, la política fiscal y la política monetaria— los datos empíricos indican que los fuertes aumentos del ITF no están correlacionados con los precios del petróleo, las políticas macroeconómicas o la productividad de la mano de obra (gráfico 4.3, tres paneles inferiores)¹⁰. Parece existir una correlación mayor con la política monetaria, lo que es de esperar, dado que esta política (medida por el diferencial entre las tasas de interés a largo y a corto plazo) es un subcomponente del propio ITF, en el cual está incluida porque las tensiones financieras parecen estar relacionadas con la orientación de la política monetaria, tal como se refleja en dicho diferencial.

En general, el ITF parece ser un indicador global que permite identificar eficazmente los principales episodios de tensión financiera en los países considerados en la muestra y proporciona una base sólida para examinar las consecuencias macroeconómicas de estas tensiones.

Tensiones financieras, desaceleración económica y recesión

¿Cuántos episodios de tensión financiera identificados utilizando el ITF estuvieron seguidos por una desaceleración económica o una recesión indiscutible? ¿En qué se diferencian los

¹⁰La definición de estos shocks coincide con la de los episodios de tensión financiera: 1) los shocks de los precios del petróleo o la productividad de la mano de obra se definen como los casos en que las variaciones de estos indicadores están una desviación estándar por encima de la tendencia; 2) los shocks de política fiscal, cuando la relación préstamo neto/endeudamiento neto del gobierno con respecto al PIB se sitúa una desviación estándar por encima de la tendencia, y 3) los shocks de política monetaria, cuando el diferencial de vencimiento inverso está una desviación estándar por encima de la tendencia. En todos los casos, las desviaciones con respecto a la tendencia se calculan utilizando los filtros de Hodrick-Prescott.

episodios que precedieron a una desaceleración económica de los que no?

- Un episodio de tensión financiera está seguido por una “desaceleración” económica si el nivel del PIB real se reduce por debajo de la tendencia (identificado utilizando el filtro de Hodrick-Prescott) dentro de un período de seis trimestres desde el comienzo de las tensiones financieras.
- Un episodio de tensión financiera está seguido por una “recesión” si el ciclo económico del nivel máximo al nivel mínimo, identificado utilizando la metodología descrita en Harding y Pagan (2002) y en la edición de abril de 2003 de *Perspectivas de la economía mundial*, comienza dentro de un período de seis trimestres desde el comienzo de las tensiones financieras¹¹.

En este capítulo se identifican las principales características de los episodios de tensión financiera que finalmente estuvieron seguidos por desaceleraciones económicas, aunque no se evalúa si las tensiones financieras “causan” desaceleraciones económicas, dados los considerables desafíos analíticos y empíricos que representa establecer la causalidad¹². No obstante, el análisis tiene en cuenta, en cierta medida, otros shocks —a saber, los shocks de los precios del petróleo, fiscales y monetarios, y de la productividad de la mano de obra— que podrían afectar la relación entre las tensiones financieras y los ciclos económicos.

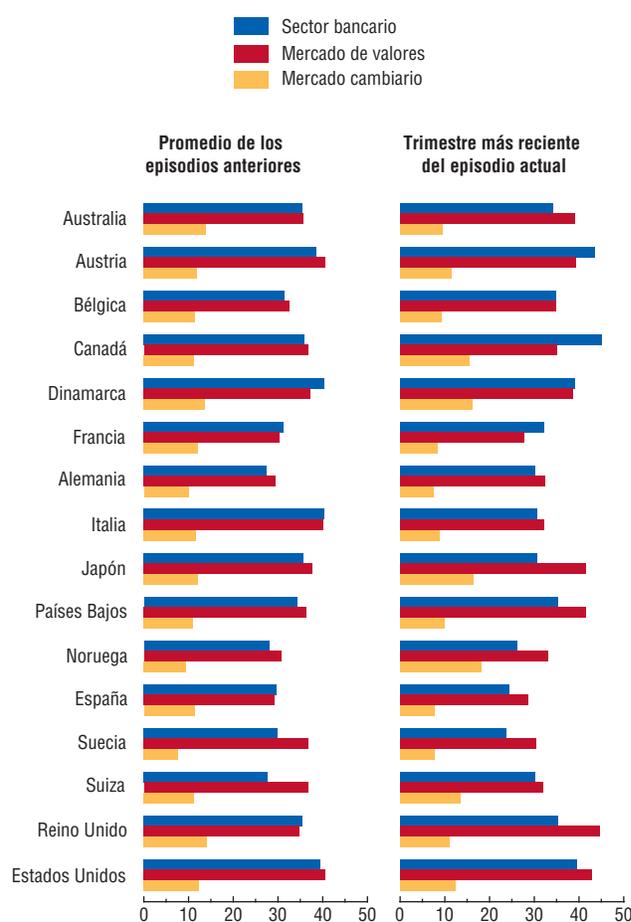
De acuerdo a las definiciones anteriores, de los 113 episodios de tensión financiera identificados, 29 estuvieron seguidos por una desaceleración y 29 por una recesión. Los 55 episodios restantes no estuvieron seguidos por una desaceleración económica (cuadro 4.2).

¹¹Por ejemplo, en Estados Unidos, la recesión más reciente ocurrió en 2001, mientras que la desaceleración más reciente se produjo cuando el PIB se redujo por debajo de la tendencia entre el cuarto trimestre de 2007 y el primer trimestre de 2008.

¹²Por ejemplo, muchos shocks afectan al sistema financiero y a la economía, y aunque el sistema financiero puede amplificar los shocks, es difícil separar los efectos directos de los shocks de los efectos de amplificación.

Gráfico 4.4. Contribución del sector bancario y los mercados de valores y cambiarios al actual episodio de tensión financiera¹

El episodio de tensión financiera que comenzó en 2007 ha tenido un alcance más amplio y muestra las contribuciones del sector bancario y los mercados de valores y cambiarios. Los episodios anteriores también muestran una contribución importante del sector bancario y los mercados de valores.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹La suma de los componentes es igual al nivel del índice de tensión financiera en el período determinado. Véase más información en el apéndice 4.1.

Cuadro 4.2. Estadísticas descriptivas sobre tensiones financieras, desaceleraciones y recesiones

	N	Duración (promedio; trimestres)		Pérdida del producto (promedio; porcentaje del PIB)		Rezago hasta la desaceleración ³ (promedio; trimestres)
		Tensiones financieras	Desaceleración o recesión ¹	Acumulativa ²	Promedio	
Tensiones financieras	113	2,4				
<i>De las cuales:</i>						
Seguidas de una desaceleración	29	2,7	7,6	-7,6	-0,7	2,4
Relacionadas con el sector bancario	18	3,2	8,4	-9,3	-0,8	1,8
Seguidas de una recesión	29	3,0	6,8	-13,8	-1,2	2,3
Relacionadas con el sector bancario	17	4,0	7,6	-19,8	-1,5	2,0
Otras tensiones	55	2,0				
Desaceleración no precedida por tensiones financieras ⁴	109		5,1*	-4,1*	-0,6	
Recesión no precedida por tensiones financieras ⁴	31		3,1*	-5,4*	-0,9	

¹Duración de la desaceleración: número de trimestres durante los cuales el PIB se sitúa por debajo de la tendencia; duración de la recesión: número de trimestres hasta que el PIB se sitúa en el nivel máximo o lo supera.

²Pérdida del producto durante la desaceleración: pérdida acumulativa del producto por debajo de la tendencia; pérdida del producto durante la recesión: pérdida acumulativa del producto hasta la recuperación.

³Número de trimestres entre el comienzo de las tensiones financieras y la desaceleración o recesión.

⁴Los asteriscos indican diferencias con respecto a las desaceleraciones precedidas por tensiones financieras significativas al 10% o más.

El desfase promedio entre el comienzo de las tensiones financieras y la desaceleración subsiguiente fue de unos siete meses. No obstante, este promedio oculta variaciones considerables: alrededor de la mitad de las desaceleraciones ocurrió dentro de un trimestre desde el comienzo de las tensiones financieras, pero en una cuarta parte de los episodios la desaceleración no ocurrió hasta más de un año después (gráfico 4.5).

Y lo que es más importante, las desaceleraciones y recesiones que estuvieron precedidas por episodios de tensión financiera fueron más largas y, en parte como resultado, fueron más graves que las que no lo estuvieron. La mediana de las pérdidas acumulativas del producto (en relación con la tendencia o hasta la recuperación) ascendió a alrededor del 3% del PIB en el caso de las desaceleraciones precedidas por tensiones financieras y a alrededor del 4½% del PIB en el caso de las recesiones precedidas por tensiones financieras, porcentajes considerablemente mayores que en los casos de las desaceleraciones y recesiones que no fueron precedidas por tensiones financieras

(alrededor del 1½% y el 2¼%, respectivamente) (gráfico 4.1).

La aparición de tensiones financieras tiende a cambiar los patrones de las desaceleraciones (gráfico 4.6), como se observa al examinar la dinámica de algunas variables macroeconómicas al principio de la desaceleración¹³. Concretamente, las desaceleraciones económicas precedidas por tensiones financieras suelen caracterizarse por una atonía del consumo, un ciclo de inversión de auge y caída, cambios notables de los saldos en cuenta corriente y un descenso de la inflación y las tasas de interés reales. Las variaciones son más pronunciadas en el caso de las desaceleraciones y menos marcadas en el de las recesiones, lo que tal vez indique que estas últimas obedecen en mayor medida a la interacción de las tensiones financieras con otros shocks.

¹³Los gráficos se basan en un período de 12 trimestres y muestran solamente episodios “completos” (es decir, los que abarcan por lo menos 12 trimestres desde el principio hasta el final). Por lo tanto, incluyen solamente las desaceleraciones que comenzaron entre el primer trimestre de 1983 y el primer trimestre de 2005.

¿Por qué algunos episodios de tensión financiera están vinculados a desaceleraciones económicas?

Solo alrededor de la mitad de los episodios de tensión financiera identificados utilizando el ITF estuvieron seguidos por una desaceleración económica o una recesión. ¿Qué determina si un episodio de tensión financiera estará seguido por una desaceleración? ¿Qué caracteriza a los episodios de tensión que preceden a las desaceleraciones más graves y prolongadas? Para responder a estas preguntas, se comparan los episodios de tensión financiera que estuvieron seguidos por una desaceleración en relación con dos dimensiones: 1) las características del episodio de tensión financiera en sí mismo y, en particular, la naturaleza del shock financiero (si está relacionado con el sistema bancario, el mercado de valores o el mercado cambiario) y 2) la situación financiera de los intermediarios financieros, los hogares y las empresas al comienzo del episodio.

¿Son diferentes las tensiones financieras relacionadas con el sector bancario?

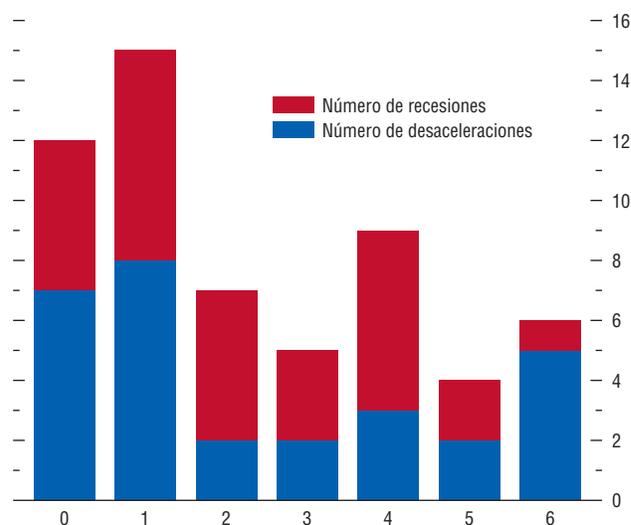
Las tensiones en el sistema bancario están vinculadas a un impacto mayor sobre el producto que los episodios de tensión relacionados estrictamente con los mercados de valores o cambiarios, en los cuales el sistema bancario no se ve mayormente afectado (gráfico 4.7). Alrededor del 60% de los episodios de tensión financiera que van seguidos por una desaceleración están relacionados con el sector bancario. Además, las desaceleraciones y recesiones precedidas por tensiones relacionadas con el sector bancario tienden a ser más prolongadas y a estar vinculadas a pérdidas mayores del PIB en promedio que las precedidas por otros tipos de tensiones financieras o que las que no están precedidas por tensiones financieras (cuadro 4.2).

El crecimiento de los activos bancarios se reduce considerablemente cuando los episodios de tensión financiera relacionados con el sector bancario están seguidos por recesiones o desaceleraciones, en comparación con los episodios

Gráfico 4.5. Desfase entre las tensiones financieras y las desaceleraciones

(Comienzo del episodio de tensión financiera cuando $t = 0$; los trimestres se indican en el eje de las abscisas, y el número de desaceleraciones o recesiones que comienza en el trimestre determinado en el de las ordenadas)

En la mayoría de los casos las desaceleraciones económicas ocurren poco tiempo después (en el plazo de un trimestre) del comienzo del episodio de tensión financiera, pero se han observado intervalos más largos.

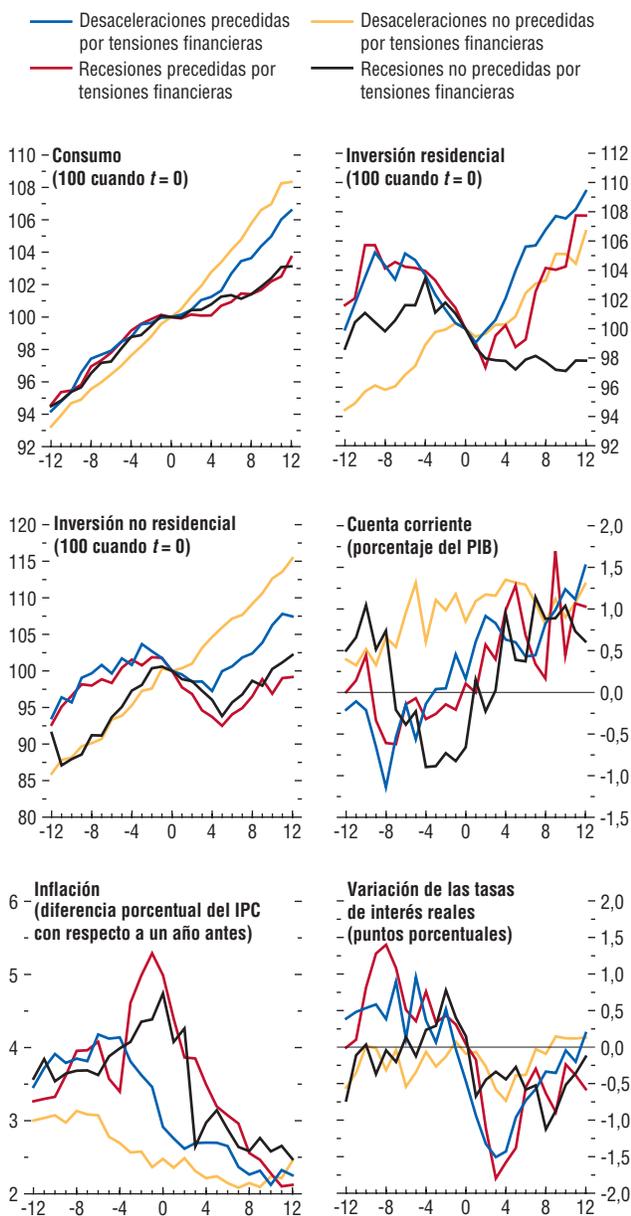


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 4.6. Variables macroeconómicas durante las desaceleraciones económicas con y sin tensiones financieras¹

(Mediana; comienzo de la contracción económica cuando $t = 0$; los trimestres se indican en el eje de las abscisas)

La aparición de tensiones financieras cambia los patrones de las desaceleraciones económicas. Concretamente, parece verse afectada la forma de las desaceleraciones.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; OCDE, base de datos analíticos, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Todas las variables se expresan en términos reales. La muestra es constante en todos los trimestres.

de tensión financiera que no están seguidos por desaceleraciones económicas (gráfico 4.8, panel superior). En general, las desaceleraciones tienden a estar vinculadas a una caída de la demanda de crédito, pero durante las desaceleraciones o recesiones vinculadas a tensiones financieras relacionadas con el sector bancario, el costo del capital es considerablemente mayor (gráfico 4.8, panel inferior)¹⁴. Si bien la cuestión de la causalidad inversa entre las recesiones y las tensiones financieras es difícil de abordar empíricamente, lo que indica que es necesario interpretar estos resultados con cautela, estas conclusiones coinciden con la opinión de que una reducción de la oferta de crédito —la clásica contracción o compresión del crédito— es un factor esencial que vincula los episodios de tensión financiera relacionados con el sector bancario a las desaceleraciones económicas.

¿Son importantes las condiciones iniciales?

Tras examinar la naturaleza de los shocks, se analiza a continuación si la probabilidad de una desaceleración depende de las condiciones iniciales. Los datos empíricos parecen indicar que la dinámica de los precios de los activos y el crédito, y la situación financiera de los intermediarios financieros, los hogares y las empresas antes del episodio son importantes a la hora de determinar el impacto económico de un shock financiero.

- Los precios de la vivienda y la razón crédito/PIB tienden a aumentar mucho más rápidamente durante la fase ascendente del ciclo financiero en los episodios de tensión que están seguidos por desaceleraciones o recesiones (gráfico 4.9). Las pruebas estadísticas confirman que es más probable que la turbulencia financiera vaya seguida por

¹⁴El costo del capital se define en este caso como el promedio ponderado del costo real del capital accionario, el costo real de la deuda y las tasas de interés reales, utilizando como ponderaciones las proporciones relativas del capital accionario, los bonos y los préstamos en los pasivos de las empresas no financieras. Véase información más detallada en el apéndice 4.1.

una desaceleración económica o una recesión indiscutible cuando está precedida por una escalada más rápida de los precios de la vivienda y el crédito (gráfico 4.10).

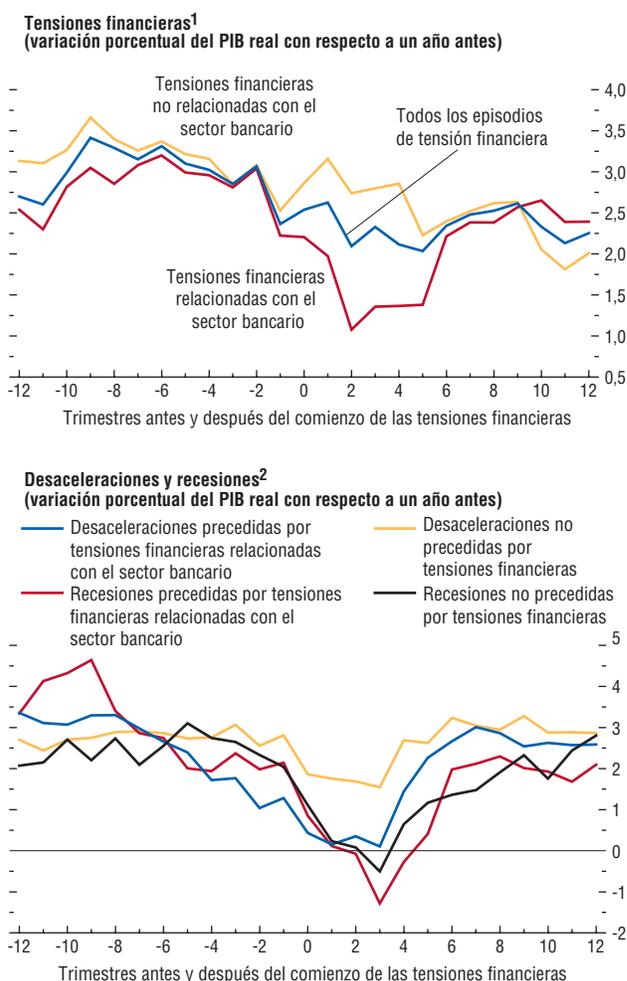
- Las empresas tienden a depender mucho más de las fuentes de financiamiento externo —es decir, con mayores coeficientes de endeudamiento neto— en el período anterior a los episodios de tensión financiera que están seguidos por una desaceleración económica (gráficos 4.9 y 4.10). Una mayor dependencia inicial del financiamiento externo aumenta la vulnerabilidad de las empresas durante la fase descendente del ciclo financiero, y puede obligarlas a ajustar sus planes de gasto más drásticamente después de la turbulencia financiera, lo que tendrá un impacto mayor en la economía real.
- Solamente los episodios de tensión financiera que están seguidos por recesiones (y no por desaceleraciones) parecen caracterizarse por un sector de la vivienda “más expuesto” en términos de dependencia del financiamiento externo (gráfico 4.9). De hecho, el coeficiente de endeudamiento neto medio de los hogares (expresado como desviación con respecto a la tendencia) es considerablemente más alto al principio de los episodios de tensión financiera que están seguidos por recesiones que durante los que están seguidos por desaceleraciones o ningún descenso de la actividad económica (gráfico 4.10).

El análisis parece indicar que cuando cambia el ciclo financiero —cambio señalado por el comienzo de las tensiones en los mercados financieros—, la probabilidad de una desaceleración de la actividad económica es mayor cuanto mayores sean los desequilibrios financieros iniciales, cuando las empresas y los hogares están más expuestos a un descenso del crédito y de los precios de los activos. Concretamente, la exposición de los hogares parece estar vinculada a contracciones más graves de la actividad económica.

El grado en que los desequilibrios financieros iniciales y la dependencia de las empresas y los hogares del financiamiento externo explican la

Gráfico 4.7. Tensiones financieras relacionadas con el sector bancario, desaceleraciones y recesiones
(Mediana; los trimestres se indican en el eje de las abscisas)

Las desaceleraciones económicas más graves están vinculadas a tensiones financieras relacionadas con el sector bancario.



Fuentes: Haver Analytics; OCDE, base de datos analíticos, OCDE, *Economic Outlook* (2008), y cálculos del personal técnico del FMI.

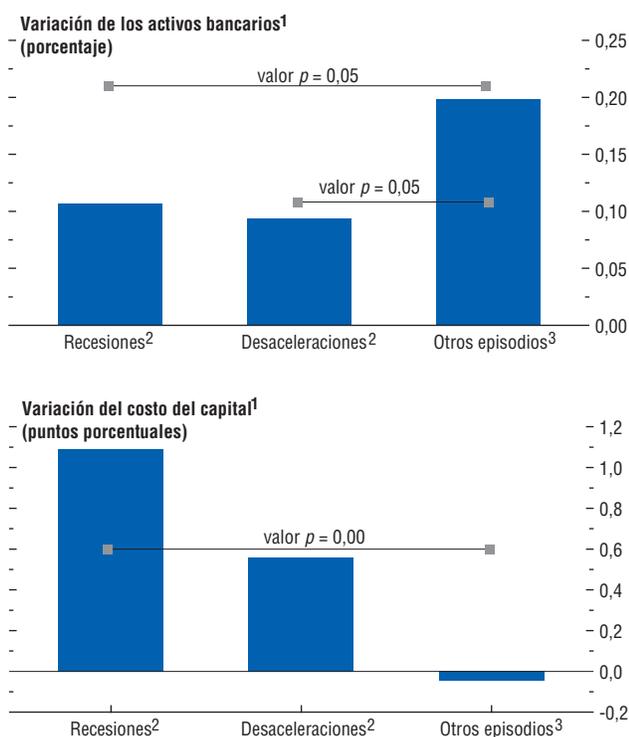
¹ La diferencia entre los episodios relacionados y no relacionados con el sector bancario es significativa por lo menos al nivel del 10% en los trimestres 0, 1, 2, 3 y 4. La muestra es constante con respecto a todos los trimestres.

² La diferencia entre las desaceleraciones precedidas y no precedidas por tensiones financieras relacionadas con el sector bancario es significativa por lo menos al nivel del 10% entre $t-6$ y $t+6$. La muestra es constante con respecto a todos los trimestres.

Gráfico 4.8. Costo del capital y crecimiento de los activos bancarios durante los episodios de tensión financiera en el sector bancario

(Promedio; variación entre un año antes y un año después del comienzo de las tensiones financieras)

Los episodios de tensión financiera relacionados con el sector bancario vinculados a recesiones se caracterizan por una reducción del crecimiento de los activos bancarios y un aumento del costo del capital tras las turbulencias.



Fuentes: OCDE, base de datos analíticos, y cálculos del personal técnico del FMI.
 ¹El valor p declarado se refiere a las pruebas t bilaterales sobre la diferencia entre los dos promedios.
 ²Episodios de tensión financiera relacionados con el sector bancario seguidos por desaceleraciones o recesiones.
 ³Episodios de tensión financiera no seguidos por desaceleraciones o recesiones.

gravedad de las consiguientes desaceleraciones económicas puede estudiarse más formalmente. Puede efectuarse una regresión de la pérdida acumulativa del producto tras los episodios de tensión financiera sobre: 1) la escalada de los precios de los activos y el crédito antes del comienzo de las tensiones financieras; 2) los coeficientes de endeudamiento neto de las empresas y los hogares al comienzo de los episodios, y 3) una variable representativa de la gravedad del shock financiero, a saber, la duración del episodio de tensión.

Los principales resultados de las regresiones se presentan en el cuadro 4.3¹⁵:

- El coeficiente de endeudamiento neto de las empresas al comienzo del episodio de tensión financiera es un factor significativo en casi todas las especificaciones, lo que confirma la importancia del vínculo entre la dependencia inicial de las empresas del crédito externo y la gravedad de la desaceleración de la actividad económica.
- El coeficiente de endeudamiento neto de los hogares al comienzo del episodio de tensión financiera es significativo desde el punto de vista estadístico si se lo considera por separado, pero pierde relevancia cuando se agrega el endeudamiento neto de las empresas. No obstante, continúa incidiendo en la gravedad de las pérdidas del producto, cuando se relaciona con la duración del episodio financiero, lo que parece indicar que la situación de los hogares es importante, especialmente cuando la economía se ve confrontada con un shock financiero sostenido.

En este capítulo se identifican los factores que determinan si los episodios de tensión financiera están seguidos o no por desaceleraciones económicas. Por lo tanto, un desafío fundamental consiste en determinar el origen de los shocks que afectan a la economía y ponen

¹⁵La gravedad de la desaceleración se calcula utilizando la pérdida acumulativa del producto durante el período en que este se sitúa por debajo de la tendencia; véase más información en el cuadro 4.1. La gravedad de la recesión se calcula según las pérdidas registradas hasta la recuperación.

en marcha las complejas interacciones entre los sectores real y financiero. El hecho de que las tensiones en el sector financiero precedan a una desaceleración económica no significa que estas impulsen la evolución posterior del sector real: dado que los participantes en el mercado financiero operan sobre la base de previsiones, las tensiones financieras pueden ser simplemente un reflejo de que los participantes esperan un deterioro fundamental del sector real. Para abordar este problema, se examinan cuatro tipos de shocks que podrían considerarse deterioros exógenos fundamentales del entorno del sector real: shocks de los precios del petróleo, shocks de política monetaria, shocks de política fiscal y shocks de la productividad de la mano de obra. Como se muestra en el gráfico 4.11, cuando uno de estos shocks se combina con las tensiones financieras, la desaceleración es más grave que cuando se produce solamente un shock, lo que parece indicar que las tensiones financieras tienen un impacto que puede identificarse por separado.

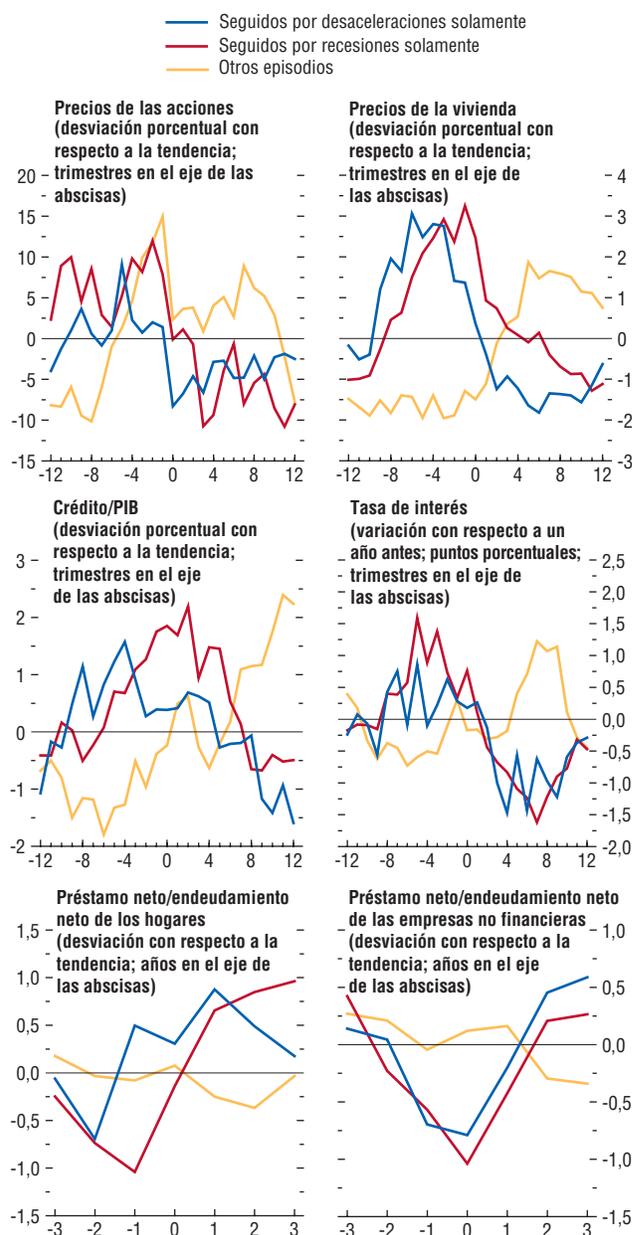
¿Ha afectado la innovación financiera a la relación entre las tensiones financieras y los ciclos económicos?

Los bancos continúan siendo un factor importante para explicar por qué algunos episodios de tensión financiera están vinculados a mayores pérdidas del producto (gráfico 4.7). ¿Por qué los bancos siguen siendo esenciales a pesar de la innovación financiera y la aparición de fuentes de financiamiento no bancarias? Parecería que la innovación financiera podría reducir el papel fundamental que desempeñan los bancos brindando a las empresas y los hogares otros canales de financiamiento, que flexibilizan las exigencias en materia de garantías para los prestatarios y reducen el impacto negativo de las tensiones financieras en el costo del capital para los bancos. No obstante, aunque el papel de los bancos ha evolucionado con el tiempo, su relación simbiótica con los mercados de valores sigue siendo una característica fundamental de muchos sistemas financieros, especialmente los

Gráfico 4.9. Variables macroeconómicas durante los episodios de tensión financiera¹

(Mediana; comienzo del episodio de tensión financiera cuando $t = 0$; eje de las abscisas según lo indicado)

Los episodios de tensión financiera seguidos por desaceleraciones o recesiones tienden a estar precedidos por rápidos aumentos de los precios de los activos y los coeficientes de crédito, y están vinculados a un incremento inicial del endeudamiento neto de las empresas no financieras y (en caso de recesión) de los hogares.



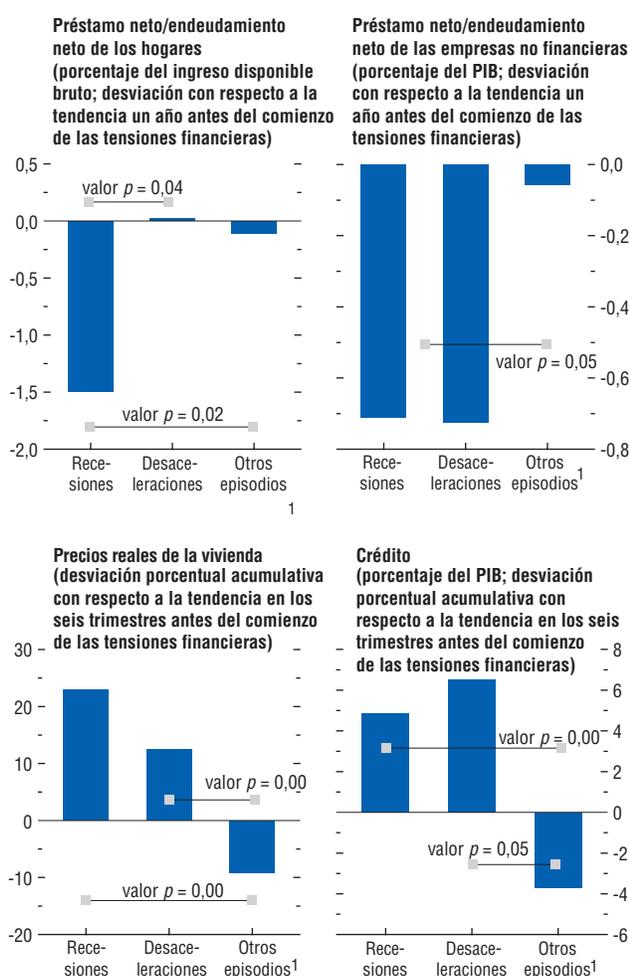
Fuentes: FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; OCDE, base de datos analíticos, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Todas las variables se expresan en términos reales, salvo los coeficientes de préstamo neto de las empresas no financieras y los hogares. La muestra es constante en todos los trimestres y años.

Gráfico 4.10. Condiciones iniciales de los episodios de tensión financiera

(Promedio)

La aceleración del crecimiento de los coeficientes de crédito y los precios de la vivienda y el aumento del endeudamiento de las empresas no financieras son indicadores significativos desde el punto de vista estadístico de la probabilidad de que los episodios de tensión financiera estarán seguidos por desaceleraciones o recesiones. El endeudamiento neto de los hogares está vinculado de forma significativa solamente a las recesiones subsiguientes.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; OCDE, base de datos analíticos, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El valor *p* declarado se refiere a las pruebas *t* bilaterales sobre la diferencia entre los dos promedios.

¹Episodios de tensión financiera no seguidos por desaceleraciones o recesiones.

caracterizados por un tipo de financiamiento más impersonal (*Perspectivas de la economía mundial*, septiembre de 2006)¹⁶. Por lo tanto, los episodios de tensión bancaria también siguen afectando a las fuentes de financiamiento no bancarias.

Para explicar la continua importancia de los bancos, es revelador examinar el comportamiento procíclico del apalancamiento bancario en los ciclos financieros. Concretamente, cómo están apalancados los bancos durante las fases ascendentes y descendentes del ciclo parece fundamental para explicar por qué las tensiones bancarias se traducen en una reducción de la oferta de crédito, un mayor costo del capital y un debilitamiento de la actividad económica. La hipótesis es la siguiente: Cuando los bancos amplían excesivamente sus balances durante períodos de auge, animados por el aumento de los valores de los activos y la reducción del riesgo percibido, se produce una acumulación de desequilibrios financieros y una rápida expansión de la actividad, lo que refuerza aún más los valores de los activos y reduce el riesgo percibido y, por lo tanto, favorece otra ronda de créditos y expansión económica¹⁷. En estas circunstancias, un shock financiero que aumente el riesgo o reduzca el rendimiento de los activos podría originar un ciclo de desapalancamiento grave, en el cual los bancos frenarían rápidamente el crédito (o el aumento del crédito) al reducirse el capital bancario, lo que daría lugar a una desaceleración económica que generaría una nueva reducción de la oferta de crédito.

¹⁶Los bancos dependen cada vez más de las fuentes de financiamiento basadas en el mercado para financiar sus activos (como a través de sus certificados de depósito y programas de papel comercial fuera del balance). En cambio, los bancos de inversión, y cada vez más los bancos comerciales, también desempeñan un papel esencial en el modelo de originación y distribución de financiamiento titulizado, otorgando crédito a través de servicios de recompra a los fondos de inversión de alto riesgo y otros intermediarios apalancados para invertir en los mercados de valores.

¹⁷Esta situación coincide con la hipótesis de Minsky acerca de la inestabilidad financiera (Minsky, 1992).

Cuadro 4.3. Regresiones de corte transversal

Variable dependiente: Pérdida acumulativa del producto ¹	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]
Duración de las tensiones financieras	1,324 (0,10)	1,591 (0,10)	0,641 (0,43)	1,023 (0,33)	0,963 (0,30)	1,377 (0,09)	1,034 (0,20)	0,888 (0,07)	0,711 (0,30)
Tasa de interés real ²	0,89 (0,00)	0,808 (0,01)	0,47 (0,12)	0,835 (0,01)	0,877 (0,00)	0,87 (0,00)	0,841 (0,01)	0,887 (0,00)	0,869 (0,01)
Coefficiente de endeudamiento neto de las empresas no financieras ³	2,0 (0,01)					1,753 (0,02)	0,849 (0,35)	1,986 (0,00)	1,439 (0,07)
Coefficiente de endeudamiento neto de los hogares ³		1,05 (0,10)				0,48 (0,44)	0,668 (0,33)	-1,086 (0,22)	-0,89 (0,32)
Precio real de la vivienda ⁴			14,304 (0,01)						
Precio real de las acciones ⁴				-0,785 (0,72)					
Coefficiente de crédito ⁴					-1,09 (0,90)				
Coefficiente de endeudamiento neto de los hogares x duración								0,593 (0,04)	0,561 (0,04)
Coefficiente de endeudamiento neto de las empresas no financieras x duración							0,229 (0,43)		0,136 (0,48)
Constante	-2,014 (0,45)	-0,803 (0,79)	2,076 (0,39)	0,809 (0,74)	0,482 (0,86)	-1,877 (0,50)	-0,727 (0,78)	-1,161 (0,64)	-0,519 (0,85)
N	42	40	52	52	52	40	40	40	40
R ² ajustada	0,418	0,287	0,254	0,128	0,126	0,418	0,42	0,493	0,485

Nota: Valores *p* robustos entre paréntesis.

¹La variable dependiente es la pérdida acumulativa del producto en los episodios de tensión financiera seguidos por desaceleraciones o recesiones.

²Promedio de las tasas de interés reales en los seis trimestres antes de las tensiones financieras.

³Coefficientes de endeudamiento neto un año antes de las tensiones financieras (desviación con respecto a la tendencia).

⁴Desviación porcentual acumulativa con respecto a la tendencia en los seis trimestres antes de las tensiones financieras.

La prociclicidad del apalancamiento es más pronunciada cuando los bancos están más expuestos a fluctuaciones en el valor de mercado de los activos —por ejemplo, a través de sus tenencias de valores y sus servicios de recompra¹⁸. Dado que esto es normal en el caso de los intermediarios financieros que no aceptan depósitos, especialmente los bancos de inversión, debería observarse un apalancamiento procíclico entre ellos (Shin, 2008). Por otra parte, los bancos comerciales deberían ser menos

¹⁸En una crisis sistémica, sería difícil para todos los bancos ajustar su apalancamiento simultáneamente, porque habría menos compradores dispuestos a adquirir estos activos entre los otros bancos. Los únicos compradores posibles serían los inversionistas ricos que no dependen del apalancamiento bancario para financiar sus posiciones.

propensos a ajustar sus balances en función del ciclo durante los auges y caídas de los precios de los activos o la liquidez, porque dependen menos del financiamiento mayorista que de los depósitos minoristas, y también porque están menos sujetos a revaloraciones de sus activos a precios de mercado.

Los datos empíricos confirman que el apalancamiento de los bancos de inversión tiende a ser procíclico: amplían su apalancamiento cuando amplían sus activos (gráfico 4.12, panel superior)¹⁹. Los datos son menos uniformes con respecto a la prociclicidad de los bancos comerciales, que dependen mucho más de los depósitos minoristas y cuya actividad principal

¹⁹Véase también Adrian y Shin (2008a y 2008b).

Gráfico 4.11. Tensiones financieras y desaceleraciones económicas: Control de cuatro shocks principales

(Mediana de la variación porcentual del PIB con respecto a un año antes; comienzo de la contracción económica cuando t = 0; los trimestres se indican en el eje de las abscisas)

Las desaceleraciones económicas tienden a ser más graves cuando están precedidas por episodios de tensión financiera.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos del Sistema de Precios de las Materias Primas; OCDE, base de datos analíticos; OCDE, *Economic Outlook* (2008), y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Los precios del petróleo se ajustan en función de la inflación en Estados Unidos (IPC). Se identifica un shock del precio del petróleo si este precio representa una desviación estándar por encima de la tendencia de Hodrick-Prescott (HP).

² La política monetaria se calcula utilizando el diferencial invertido de vencimientos. Se identifica un shock de política monetaria si este diferencial representa una desviación estándar por encima de la tendencia de HP.

³ La política fiscal se calcula utilizando los préstamos netos del gobierno. Se identifica un shock de política fiscal si estos préstamos representan una desviación estándar por encima de la tendencia de HP.

⁴ La productividad de la mano de obra del conjunto de la economía se calcula como la relación entre el PIB real y el empleo total. Se identifica un shock de la productividad si esta representa una desviación estándar por debajo de la tendencia de HP. No se dispone de datos con respecto a Austria, Bélgica, Dinamarca, España y Suiza.

consiste en ofrecer préstamos ilíquidos a largo plazo (gráfico 4.12, los dos paneles inferiores). No obstante, los datos empíricos parecen indicar que los bancos comerciales tienden a ser más procíclicos cuando operan en sistemas financieros de tipo más impersonal, en los que una proporción mayor de la intermediación se produce a través de los mercados financieros en lugar de las actividades tradicionales basadas en relaciones (y dominadas por los bancos) (gráfico 4.13). Por lo tanto, los sistemas financieros de tipo más impersonal están vinculados a un comportamiento bancario más procíclico en general y, en consecuencia, pueden ser más vulnerables a tensiones bancarias²⁰. Cabe señalar que la proporción de episodios de tensión financiera relacionados con el sector bancario ocurridos en los sistemas financieros de tipo más impersonal ha sido aproximadamente la misma que en los sistemas más basados en relaciones formales (cuadro 4.1).

De hecho, las desaceleraciones y recesiones tienden a ser más profundas en economías con sistemas financieros de tipo más impersonal, aunque la duración de estas desaceleraciones es similar, en general, en ambos tipos de sistemas (gráfico 4.14), lo que indica que el desapalancamiento es importante y que su impacto depende del grado de prociclicidad del sistema bancario²¹. Esto implica que los sistemas de tipo más impersonal son vulnerables a contracciones más pronunciadas de la actividad después de tensiones bancarias. Coincidiendo con este canal, el apalancamiento de los bancos en los sistemas de

²⁰Esta situación coincide con las conclusiones presentadas en el capítulo 3 de la edición de octubre de 2008 del informe sobre la estabilidad financiera mundial, *Global Financial Stability Report* (FMI, 2008), lo que demuestra que la contabilidad al valor actual tiende a dar lugar a más movimientos procíclicos de los balances de los intermediarios financieros.

²¹La diferencia entre las experiencias de los ciclos económicos en las economías caracterizadas por sistemas financieros impersonales y los basados en relaciones personales y comerciales también puede reflejar contrastes en otros ámbitos, especialmente en el grado de flexibilidad de los mercados de productos y de trabajo, y el tipo de sistemas de protección social (véase la edición de octubre de 2006 de *Perspectivas de la economía mundial*).

tipo más impersonal también tiende a reducirse de forma más marcada que el de los bancos en otros tipos de sistemas financieros, aunque el nivel inicial sea más bajo. Esto plantea dudas con respecto al supuesto de que los sistemas de tipo más impersonal pueden suavizar más eficazmente el golpe que causan las desaceleraciones económicas impulsadas por tensiones financieras porque se dispone de dos motores para la intermediación bancaria (los bancos y los mercados).

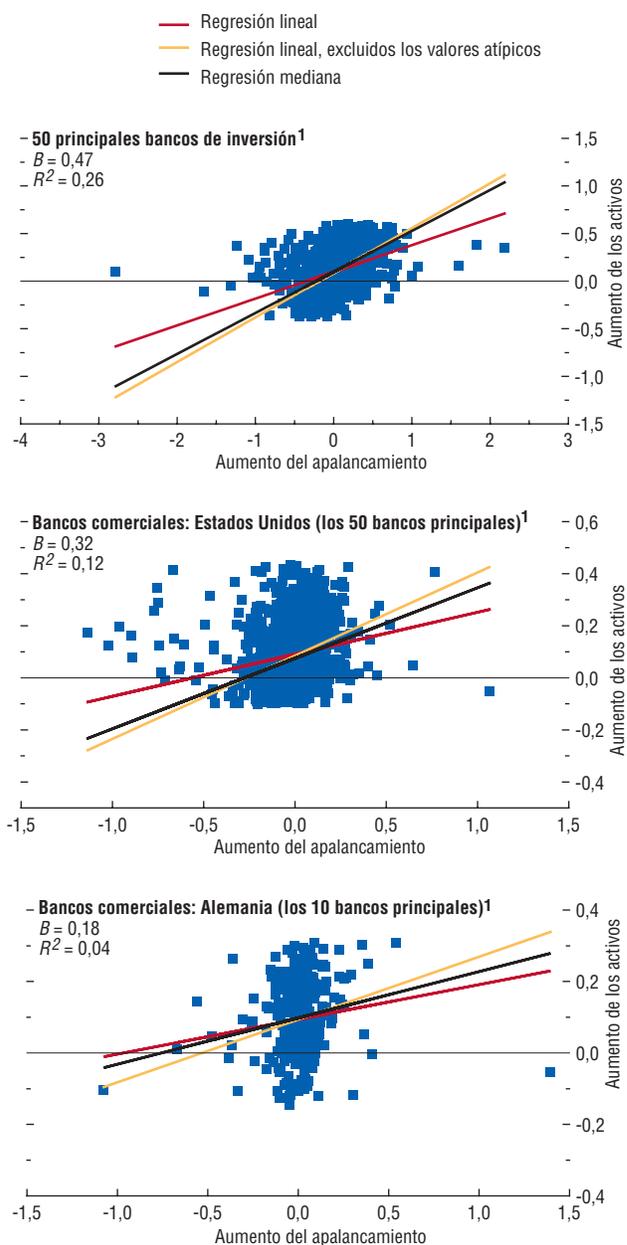
Los sistemas financieros impersonales tienen varias ventajas con respecto a los sistemas basados en relaciones formales en términos de la reasignación de recursos cuando cambian las oportunidades económicas (véase la edición de octubre de 2006 de *Perspectivas de la economía mundial*). No obstante, como subraya la crisis actual, la tendencia hacia una mayor titulización en los sistemas de tipo más impersonal, si bien permite la diversificación de las carteras para contrarrestar los costos de la supervisión de los riesgos idiosincrásicos que son inherentes a los sistemas basados en relaciones personales y comerciales, no elimina la necesidad de que los bancos y los mercados evalúen por su cuenta el riesgo de sus exposiciones. De hecho, la falta de información sobre el valor y el riesgo de muchos productos titulizados, y sobre las pérdidas vinculadas posteriormente a estos productos, parece haber contribuido significativamente a agravar la crisis actual.

La actual crisis financiera en un contexto histórico

En esta sección se compara el actual episodio de tensión financiera con otros seis episodios muy conocidos de tensión financiera relacionada con el sector bancario ocurridos en las economías avanzadas durante los años noventa. Estos episodios afectaron a Estados Unidos, Finlandia, Noruega, el Reino Unido y Suecia a principios de los años noventa y a Japón durante los años noventa. Dada la importancia de las dificultades del sector bancario en la actual turbulencia financiera, estos episodios pueden ser una

Gráfico 4.12. La prociclicidad del apalancamiento de los bancos comerciales y de inversión
(Variación anual; porcentaje)

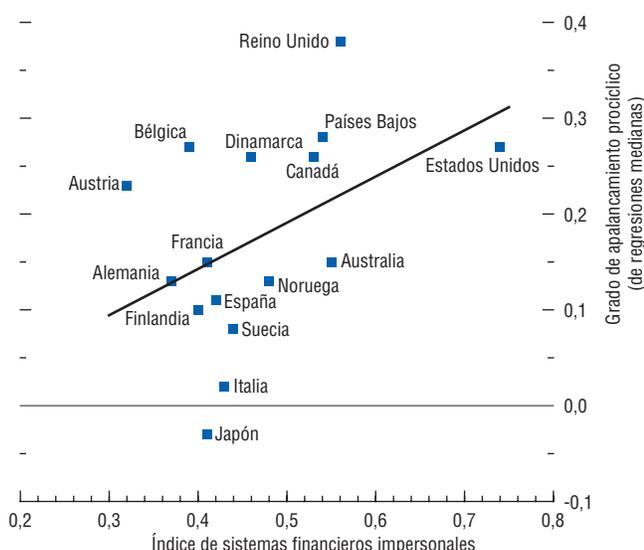
El apalancamiento de los bancos de inversión (activos divididos por el capital accionario) es procíclico; en el caso de los bancos comerciales, los datos varían de un país a otro.



Fuentes: Bankscope, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹ B y R^2 se refieren a la regresión lineal, excluidos los valores atípicos, del crecimiento de los activos con respecto al crecimiento del apalancamiento.

Gráfico 4.13. Apalancamiento procíclico y sistemas financieros más impersonales

Existen más datos sobre el apalancamiento procíclico de los bancos comerciales en los sistemas financieros de tipo más impersonal.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

referencia útil para analizar la coyuntura actual y evaluar su posible impacto macroeconómico²².

El examen de las condiciones iniciales antes del comienzo de estos seis episodios confirma las principales conclusiones del análisis de los acontecimientos, a saber, que es más probable que los episodios de tensión financiera estén seguidos por graves desaceleraciones económicas cuando ocurren en el contexto de un rápido aumento de los precios de la vivienda y el crédito y de una mayor dependencia del crédito por parte de las empresas y los hogares. En términos generales, los episodios caracterizados por los mayores auges del crédito y los precios de los activos ocurrieron en los países nórdicos a principios de los años noventa, cuando los aumentos de los coeficientes de crédito, los precios de los activos y los activos bancarios alcanzaron un nivel excesivamente alto (cuadro 4.4, panel superior). Al mismo tiempo, el endeudamiento de los hogares y las empresas fue inicialmente mucho mayor en Finlandia y Noruega que en los otros países. Las empresas japonesas dependieron ampliamente del financiamiento externo, pero esto se compensó por lo menos en parte por los patrones de ahorro de los hogares. En cambio, antes de la crisis en los países anglófonos, los desequilibrios de los precios de los activos eran moderados y los balances no estaban bajo una presión enorme.

Los países con mayores desequilibrios financieros y vulnerabilidades en los balances al comienzo de un episodio experimentaron contracciones del producto más pronunciadas (cuadro 4.4, panel inferior). Los colapsos más notables de los precios de los activos, del crecimiento de los activos bancarios y del crédito ocurrieron en los países con las mayores acumulaciones de desequilibrios financieros. Estos países también se vieron afectados por las recesiones más profundas y prolongadas.

Además, los hogares y las empresas de estos países también experimentaron por lo general

²²Este enfoque coincide con el de otros estudios, como Reinhart y Rogoff (2008). Véase también J.P. Morgan Research (2008).

un proceso de desapalancamiento más marcado. Este desapalancamiento orientado a reducir el saldo de deuda a través de un aumento del ahorro y, por consiguiente, de una reducción del consumo y la inversión tuvo implicaciones directas para la dinámica del crecimiento. El grado de desapalancamiento de las empresas, en particular, concuerda notablemente con la duración y la intensidad de las recesiones, como pone de manifiesto el contraste entre los grupos de países nórdicos y anglosajones.

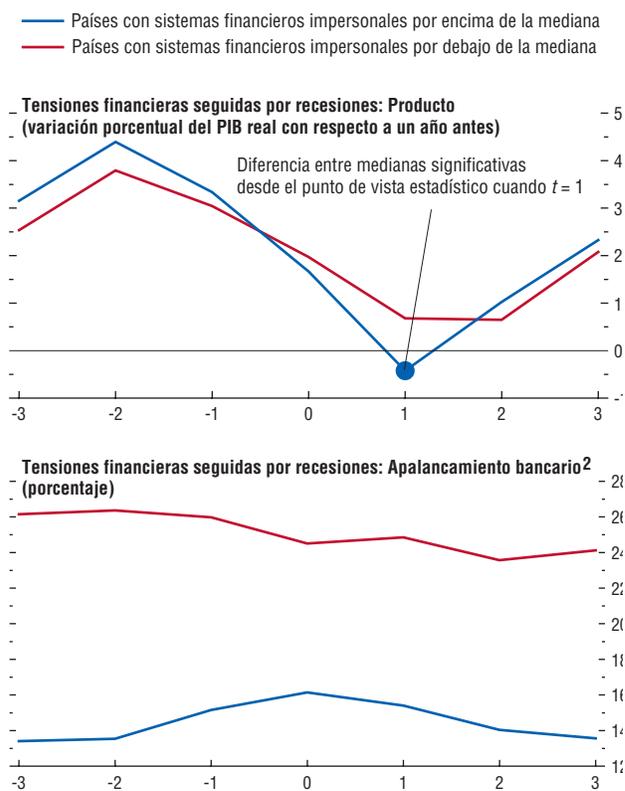
Estas experiencias históricas subrayan el papel esencial de las respuestas de política ante las tensiones financieras. En el recuadro 4.1 se examinan las políticas adecuadas para restablecer una intermediación financiera eficaz, tomando como base cuatro principios fundamentales. Primero, debe establecerse un marco sólido para garantizar la estabilidad financiera, que incluya directrices para llevar a cabo una intervención y mecanismos jurídicos, institucionales y de procedimiento adecuados para afrontar las dificultades financieras. Segundo, las respuestas de política deben ser rápidas e incluir el reconocimiento temprano de las pérdidas, una rápida evaluación de la escala del problema y medidas oportunas para garantizar que las instituciones financieras estén adecuadamente capitalizadas. Tercero, es posible que deba contenerse directamente el impacto adverso de las tensiones financieras en la economía real, a fin de preservar o restablecer la solidez de los balances de las empresas y los hogares. Por último, deben establecerse garantías adecuadas para limitar el costo fiscal del respaldo y evitar la creación de incentivos inadecuados a más largo plazo que puedan generar una dependencia excesiva de los rescates financiados por el Estado.

Implicaciones para la crisis actual en Estados Unidos y la zona del euro

En el gráfico 4.15 se comparan los datos correspondientes a la crisis actual en Estados Unidos y la zona del euro con las medianas

Gráfico 4.14. Sistemas financieros más impersonales, crecimiento del PIB y apalancamiento bancario
(Mediana; comienzo del episodio de tensión financiera cuando $t = 0$; los años se indican en el eje de las abscisas)¹

Los datos sobre el mayor apalancamiento procíclico de los sistemas financieros más impersonales podrían explicar las diferencias en las repercusiones de las crisis financieras en la economía real.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; OCDE, base de datos analíticos; OCDE, *Economic Outlook* (2008), y cálculos del personal técnico del FMI.

¹La muestra es constante en todos los años.
²La diferencia entre las medianas es significativa desde el punto de vista estadístico en todos los valores de t . El apalancamiento bancario se define como los activos divididos por el capital accionario.

Cuadro 4.4. Seis principales períodos de tensión financiera y contracción económica

	Condición inicial							
	Aumento de los precios de los activos ¹			Activos bancarios ²	Coeficiente de préstamo neto ³			
	Precios de las acciones	Precios de la vivienda	Crédito/PIB		Hogares	Empresas		
Finlandia, principios de la década de 1990	80,0	36,1	16,6	21,0	-6,5	-5,1		
Suecia, principios de la década de 1990	68,5	17,5	19,1	27,2	...	...
Noruega, principios de la década de 1990	73,9	26,5	18,8	27,6	-6,9	-3,6		
Japón, década de 1990	54,4	12,2	7,4	22,4	5,3	-5,1		
Reino Unido, principios de la década de 1990	19,9	22,9	2,5	16,1	-2,3	-3,4		
Estados Unidos, principios de la década de 1990	14,5	4,9	3,1	9,5	-0,4	-0,3		
Promedio	51,9	20,0	11,3	20,6	-2,1	-3,5		
Episodio actual								
Estados Unidos	27,7	5,9	3,0	9,9	1,4	-0,7		
Zona del euro	44,0	2,9	4,5	9,7	-0,5	-0,4		
Japón ⁴	25,1	5,4	6,4	-0,8	0,1	-2,9		
Reino Unido	29,4	3,2	5,1	11,2	-0,8	-0,8		
	Resultados							
	Disminución de los precios de los activos ⁵				Desapalancamiento macroeconómico ⁷		Pérdida del producto ⁸	Trimestres transcurridos hasta la recuperación
	Precios de las acciones	Precios de la vivienda	Crédito/PIB	Activos bancarios ⁶	Hogares	Empresas		
Finlandia, principios de la década de 1990	-85,9	-39,8	-16,8	-5,1	16,2	17,0	-13,6	27
Suecia, principios de la década de 1990	-69,5	-20,1	-21,3	-4,9	-5,8	19
Noruega, principios de la década de 1990	-76,9	-24,6	-2,7	-12,5	16,5	8,5	-3,9	12
Japón, década de 1990	-58,5	-11,1	-6,8	-8,5	0,5	15,4	-5,1	19
Reino Unido, principios de la década de 1990	-21,4	-23,3	-5,6	-6,5	9,6	4,4	-2,6	13
Estados Unidos, principios de la década de 1990	-21,0	-4,8	-3,8	-5,4	0,8	0,6	-1,3	5
Promedio	-55,5	-20,6	-9,5	-7,2	8,7	9,2	-5,4	15,8

¹Variaciones del punto mínimo al máximo antes del comienzo de la crisis en el nivel estacionarizado (filtro HP) de las variables.

²Desviación porcentual máxima con respecto a los niveles estacionarizados (filtro HP) de los activos bancarios antes del comienzo de la crisis.

³Desviación con respecto a la tendencia HP un año antes de la crisis.

⁴Los datos sobre los coeficientes de préstamo neto corresponden a 2006.

⁵Variaciones del punto mínimo al máximo después del comienzo de la crisis en el nivel estacionarizado (filtro HP) de las variables.

⁶Desviación porcentual mínima con respecto al nivel estacionarizado (filtro HP) de los activos bancarios antes del comienzo de la crisis.

⁷Variaciones del punto mínimo al máximo de los coeficientes de préstamo neto estacionarizados (filtro HP).

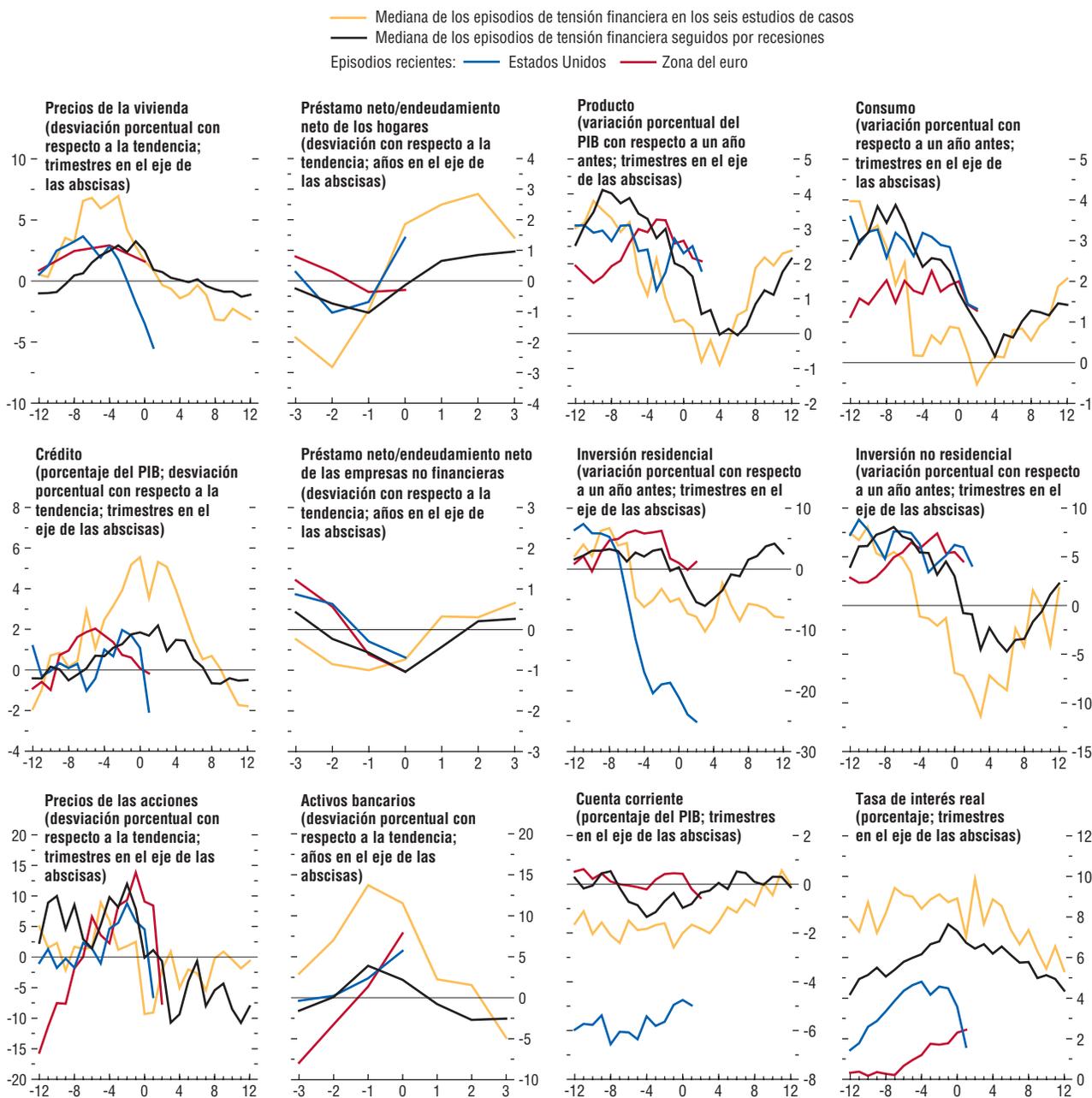
⁸La pérdida del producto se calcula como la pérdida entre el punto mínimo y el máximo en porcentaje del punto máximo del producto.

de algunas variables macroeconómicas observadas al comienzo de los seis principales episodios de tensión financiera examinados anteriormente y con los promedios de estas variables en todos

los episodios de tensión financiera que estuvieron seguidos por recesiones. Por lo general, los actuales desequilibrios y ajustes parecen mucho menores que los de los seis episodios examinados

Gráfico 4.15. El episodio actual de tensión financiera en Estados Unidos y la zona del euro en un contexto histórico¹
(Comienzo del episodio de tensión financiera cuando $t = 0$; eje de las abscisas según lo indicado)

Los coeficientes de crédito y los precios de los activos coinciden con los de episodios anteriores, pero el crecimiento de los activos bancarios se mantiene firme en Estados Unidos y la zona del euro. La situación financiera inicial de las empresas se ha mantenido más sólida que en los episodios anteriores, pero se está debilitando. En Estados Unidos se ha iniciado una corrección de la situación financiera de los hogares. La desaceleración del consumo y del crecimiento de la inversión refleja episodios anteriores en Estados Unidos, aunque solo recientemente ha comenzado en la zona del euro.



Fuentes: Banco Central Europeo; Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; OCDE, base de datos analíticos; OCDE, *Economic Outlook* (2008), y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Todas las variables se expresan en términos reales, salvo los coeficientes de préstamo neto de las empresas no financieras y los hogares y los activos bancarios.

Recuadro 4.1. Políticas adecuadas para resolver las tensiones en el sistema financiero y restablecer una intermediación financiera eficaz

¿Cómo pueden responder las autoridades económicas a las tensiones financieras, incluida la actual turbulencia financiera mundial, de una manera que garantice la recuperación del sistema financiero, limite las repercusiones negativas sobre la economía y evite el riesgo moral a largo plazo? Una intervención oportuna orientada a las instituciones financieras y los prestatarios puede ayudar a restablecer los balances y los incentivos, atenuar el shock negativo sobre la economía derivado de las tensiones en el sistema financiero y contribuir a reactivar la inversión productiva. No obstante, al llevar a cabo estas intervenciones, los gobiernos afrontan el desafío fundamental de restablecer la intermediación financiera, limitando al mismo tiempo los costos para los contribuyentes, evitando asignaciones ineficientes del capital y manteniendo los incentivos adecuados.

Principios generales de la intervención

La experiencia derivada de los anteriores episodios de tensión en el sistema financiero parece indicar que la eficacia y el costo de las respuestas de política de las autoridades económicas dependen de cuatro elementos básicos¹:

- El establecimiento de un marco sólido que garantice la estabilidad del sector financiero contribuye a prevenir y contener las tensiones financieras. Los elementos principales de este marco son los siguientes: 1) la aplicación de sanciones antes de la crisis a las instituciones financieras subcapitalizadas que plantean riesgos sistémicos; 2) mecanismos jurídicos e institucionales para resolver rápidamente los problemas relacionados con las instituciones financieras ineficientes, como los regímenes de quiebra específicos de bancos; 3) instrumentos y procedimientos bien definidos para

cerrar y reabrir rápidamente un banco, y 4) un sistema de garantía de depósitos eficaz.

- La rapidez es esencial para reducir el impacto en la economía real. En muchas ocasiones se han utilizado la tolerancia regulatoria y el suministro de liquidez para ayudar a la recuperación de instituciones financieras insolventes, y luego se ha demostrado claramente que el retraso en una intervención decisiva agudizó las tensiones en el sistema financiero y la economía. Para evitar esta situación, las autoridades económicas deberían obligar a un reconocimiento temprano de las pérdidas y tomar medidas para garantizar que las instituciones financieras están adecuadamente capitalizadas.
- Es posible que deba mitigarse el impacto adverso de las tensiones financieras en la economía real mediante la aplicación de medidas que apoyen directamente a los hogares y las empresas, como por ejemplo, programas de alivio de la deuda focalizados para prestatarios con dificultades y programas de reestructuración corporativa.
- Deberán adoptarse medidas para limitar los costos y las repercusiones del riesgo moral derivados de estas respuestas de política. Los accionistas deben primero absorber las pérdidas reduciendo el valor contable de su capital accionario. En el caso de que las pérdidas sean sustanciales, los acreedores también deben contribuir mediante la reducción y reestructuración de sus activos. Los prestatarios deberán absorber algunos costos, especialmente si han sido imprudentes. Los mecanismos que vinculan el apoyo del gobierno (como las compras de acciones preferentes) al capital de fuentes privadas también pueden ayudar a identificar a los bancos que realmente merecen ser rescatados y limitar las distorsiones de cara al futuro derivadas del riesgo moral.

Respuestas de política específicas

Las autoridades económicas pueden utilizar una amplia gama de medidas de emergencia específicas (orientadas a contener la crisis) y

Luc Laeven es el autor de este recuadro, que se basa en gran parte en Calomiris, Klingebiel y Laeven (2005).

¹Véase un análisis de los estudios sobre las políticas utilizadas para la resolución de crisis en Hoelscher y Quintyn (2003), y Honohan y Laeven (2005).

herramientas de reestructuración (orientadas a restablecer el funcionamiento normal del sistema de crédito y reconstituir los balances de los prestatarios y los bancos).

Las medidas de emergencia comprenden las siguientes: 1) la tolerancia regulatoria en relación con el capital; 2) el suministro de liquidez de emergencia; 3) las garantías de depósitos del gobierno, y 4) la suspensión de la convertibilidad de los depósitos². Cada una de estas medidas puede tener consecuencias muy diferentes en la oferta de crédito y, por lo tanto, en la actividad económica. La medida más adecuada dependerá de si el factor desencadenante de la crisis es una pérdida de confianza de los depositantes, el reconocimiento (regulatorio) de la insolvencia existente o los efectos indirectos de la volatilidad de los precios de los activos, incluidas las presiones cambiarias o las de los precios de la vivienda. No obstante, aun en la fase de emergencia, deben considerarse las implicaciones a más largo plazo ya que existe el riesgo de que, para restablecer la estabilidad en el momento crítico de la crisis, los bancos centrales otorguen préstamos a algunas instituciones financieras que, casi con seguridad, resultarán insolventes.

Entre las políticas específicas de resolución de crisis cabe señalar las siguientes: 1) la recapitalización de las instituciones financieras; 2) el uso de compañías de administración de activos (AMC, por sus siglas en inglés) para resolver los préstamos de instituciones en dificultades; 3) la condonación de deudas, y 4) los incentivos para la cancelación contable de las pérdidas

²Al examinar una muestra de 40 episodios de crisis bancarias, Laeven y Valencia (de próxima publicación) observan que el suministro de liquidez de emergencia y las garantías de depósitos del gobierno son dos medidas de emergencia utilizadas frecuentemente. La tolerancia regulatoria en relación con el capital —que incluye suspender la aplicación de regulaciones prudenciales y permite a los bancos que son técnicamente insolventes continuar sus operaciones— también es un respuesta bastante común. En cambio, las medidas orientadas a evitar corridas bancarias mediante el congelamiento de los depósitos y el cierre temporal de los bancos no se utilizan casi nunca.

por préstamos incobrables³. Por lo general, los países aplican una combinación de estrategias de resolución, algunas orientadas en mayor medida hacia las instituciones financieras y otras más hacia los prestatarios y, al aplicarlas, el gobierno incurre con frecuencia en costos fiscales considerables⁴. A continuación se presentan algunas experiencias en relación con este tipo de políticas de resolución de crisis.

Recapitalización. Las medidas orientadas a mejorar rápidamente las bases de capital de las instituciones financieras no aumentan de forma directa la capacidad del deudor, pero contribuyen a que los bancos puedan reconocer más fácilmente sus pérdidas y, por lo tanto, facilitan la reestructuración bancaria. Las recapitalizaciones respaldadas por el gobierno pueden, no obstante, crear riesgo moral para los accionistas, especialmente si la intervención del gobierno es poco significativa en relación con el patrimonio neto negativo de las instituciones receptoras. Al comparar los programas de acciones bancarias preferentes adoptados por Estados Unidos (a partir de 1933) y Japón (1998 y 1999) se observan algunos aspectos esenciales⁵. En Estados Unidos, el programa comprendió principalmente la compra de acciones preferentes para reforzar el capital bancario e incluyó una selección adecuada e incentivos para los participantes de forma que solo recibieran fondos de los contribuyentes los bancos que merecían ser rescatados y los que administraban su estructura de capital y de riesgos de forma más prudente. Además, los bancos que recibieron asistencia estuvieron sujetos a seguimiento para

³Laeven y Valencia (de próxima publicación) muestran que la recapitalización bancaria ocurrió en las tres cuartas partes de las crisis consideradas, con un costo fiscal del 6% del PIB, en promedio. Se establecieron compañías de administración de activos en más de la mitad de los episodios incluidos en su base de datos.

⁴El costo fiscal promedio de la intervención del gobierno en los casos estudiados por Laeven y Valencia (de próxima publicación) corresponde a alrededor del 16% del PIB.

⁵Los dos programas japoneses incluyeron conjuntamente compras de capital bancario por parte del gobierno por un monto de ¥10.000 billones (2% del PIB).

Recuadro 4.1 (conclusión)

garantizar un uso adecuado de la ayuda pública. En Japón, el primer programa, puesto en marcha en 1998, incluyó montos poco significativos y se orientó principalmente a las compras de deuda y préstamos subordinados, y abarcó todo el sistema bancario. En 1999 se estableció otro programa de recapitalización más eficaz que incluyó compras mucho más importantes de acciones preferentes, comprendió parámetros de referencia más rigurosos y se limitó más estrictamente la participación⁶.

Compañías de administración de activos. El objetivo principal de las compañías de administración de activos de propiedad del gobierno es acelerar la reestructuración financiera tomando el control de los activos improductivos de los bancos. Dos ejemplos de compañías de administración de activos eficaces son Securum y Retrieve en Suecia, creadas en 1992 para administrar los préstamos en mora de dos grandes bancos suecos, Nordbanken y Gota Bank. Ambas compañías lograron recuperar gran parte de su inversión inicial vendiendo sus activos. Entre los factores que contribuyeron al éxito de sus operaciones cabe señalar un sistema judicial eficiente, lo que les permitió obligar a los deudores insolventes a declararse en quiebra; la naturaleza de los activos, que estaban relacionados con el mercado inmobiliario, lo que facilitó su reestructuración, y los sólidos mecanismos de gobierno y los equipos de gestión especializados de las compañías. No obstante, en otros países este mecanismo no ha tenido tanto éxito, debido en parte a la falta de eficiencia de las instituciones políticas, regulatorias y jurídicas, ya que, por ejemplo, con frecuencia los activos bancarios se transfieren a las compañías de administración de activos a precios superiores al valor

⁶La forma específica de recapitalización bancaria depende en muchas ocasiones del régimen de insolvencia previsto para las instituciones financieras en el país. En muchos países los regímenes vigentes no facilitan una resolución rápida de las crisis, sino que las prolongan. Otra enseñanza para una recapitalización bancaria eficaz es que la regulación sobre el capital bancario debe aplicarse rigurosamente, lo que puede implicar la imposición de limitaciones sobre la distribución de dividendos.

de mercado, lo que da lugar a una recapitalización bancaria indirecta y crea riesgo moral.

Condonación de deudas. Esta medida tiene la ventaja de ser sencilla y rápida. La condonación de deudas reconoce desde el principio las pérdidas por préstamos incobrables y, por lo tanto, proporciona alivio inmediato a los prestatarios. No obstante, también plantea problemas de incentivos porque no impone las pérdidas a los prestatarios ni a los accionistas de los bancos. Además, puede socavar la confianza en las instituciones monetarias y el Estado de derecho, ya que puede infringir la normativa monetaria e interferir en los contratos privados. La eficacia de esta medida finalmente dependerá de la frecuencia con la que se utilice y de las circunstancias específicas de las tensiones financieras⁷. No obstante, dada la posibilidad de crear riesgo moral, la condonación de deudas debe considerarse como una medida de última instancia.

Programas para la cancelación contable de las pérdidas por préstamos incobrables. Estos programas están orientados a respaldar a los prestatarios. Aunque pueden implementarse rápidamente, las cancelaciones contables de pérdidas por préstamos incobrables pueden reducir los incentivos para un comportamiento prudente, ya que no imponen las pérdidas a los bancos ni a sus prestatarios.

En general, la combinación de respuestas de política dependerá en última instancia de las circunstancias específicas de la crisis y deberá reflejar varios factores, como la naturaleza y la gravedad de la crisis financiera y las circunstancias específicas del país. Los cuatro principios para una intervención eficaz descritos en este capítulo son de carácter general y pueden aplicarse a todas las crisis, incluida la actual.

⁷La experiencia de Estados Unidos en los años treinta, cuando se derogaron las cláusulas sobre el pago en oro en los contratos de deuda, muestra que la condonación de deudas puede ayudar a resolver algunos problemas de coordinación relacionados con la renegociación de deuda. Aunque pocos acreedores estuvieron dispuestos a eliminar voluntariamente estas cláusulas, cuando se les obligó a hacerlo en forma colectiva, la mejora de las circunstancias económicas generales benefició tanto a los acreedores como a los deudores.

en este capítulo, salvo la inversión residencial y la cuenta corriente en Estados Unidos²³. La evolución del crédito y los precios de los activos en Estados Unidos antes de la crisis actual es muy parecida a la de la típica recesión impulsada por tensiones financieras. El proceso de desapalancamiento de los hogares en Estados Unidos está avanzando más rápidamente que en una recesión típica, aunque el desapalancamiento de las empresas parece progresar a un ritmo algo más lento y parte de una situación inicial más robusta. Por último, aunque los activos bancarios se mantuvieron sólidos durante el segundo semestre de 2007, en parte debido a la reintermediación de los compromisos fuera del balance, la relación entre el crédito y el PIB se redujo considerablemente en el primer trimestre de 2008, lo que parece indicar que tal vez haya repuntado el ritmo de desapalancamiento (véase también el capítulo 1).

Con respecto a Estados Unidos, la actual crisis difiere de los episodios anteriores en algunos aspectos importantes. Los balances corporativos y la dependencia de las empresas del financiamiento externo se encontraban en una situación más sólida al comenzar la crisis actual, lo que debería proporcionar cierto margen de resistencia. No obstante, la propia dimensión del mercado hipotecario estadounidense, que se encuentra en el epicentro de la crisis, y el papel de la inversión residencial parecen indicar que el comportamiento del ahorro de los hogares y el consumo podría ser mucho más relevante en la actual desaceleración que en episodios anteriores. Del lado positivo, la orientación de la política económica en Estados Unidos ha sido proactiva, como lo demuestran los fuertes recortes de las tasas de referencia y las medidas adoptadas para reforzar la liquidez de los bancos comerciales y de inversión. Además, los bancos han captado sustanciales montos de capital, aunque los continuos descensos del valor de mercado de los activos parecen indicar

que será necesario obtener mucho más capital antes de que el sistema financiero pueda reanudar sus actividades discrecionales de concesión de crédito en forma significativa.

En la zona del euro, el ajuste de los precios de la vivienda y del crédito ha sido hasta el momento más moderado que en Estados Unidos, pero hay indicios de que está cobrando impulso. La evolución del endeudamiento neto de las empresas en la zona del euro es similar a la de Estados Unidos: la situación inicial es más sólida de lo normal en el caso de una recesión impulsada por tensiones financieras, pero está debilitándose. No obstante, los hogares de la zona del euro se encuentran en una situación mucho más sólida, lo que es un elemento característico de los episodios de tensión financiera que no están seguidos por recesiones. También es probable que la vulnerabilidad de la zona del euro sea menor porque los sistemas financieros de muchos países tienden a ser de tipo menos impersonal que en Estados Unidos.

Dentro de la zona del euro, existen diferencias importantes entre los países. La trayectoria a la baja del crecimiento del crédito es más pronunciada en Irlanda y España que en otros países. Varios de ellos han registrado escaladas excepcionales de los precios de la vivienda y la inversión residencial (recuadro 1.2 y capítulo 2), y la actividad en este sector se está desacelerando marcadamente. Por último, aunque Alemania registra grandes superávits externos, varios países, como España, Grecia, Portugal y, en menor medida, Irlanda, acumulan déficits en cuenta corriente considerables (recuadro 2.1).

En general, estos resultados parecen indicar que el impacto económico de las tensiones financieras puede ser mayor en Estados Unidos que en la zona del euro. La desaceleración económica en este país podría agravarse y convertirse en una recesión. Los datos empíricos sobre la zona del euro se ajustan más a las características de una desaceleración que de una recesión, y la dinámica también parece evolucionar con cierto rezago.

²³No obstante, una fuerte caída de la inversión residencial es un elemento característico de casi todas las recesiones estadounidenses (véase Leamer, 2007).

Conclusiones

En este capítulo se utiliza el índice de tensión financiera para analizar los episodios de tensión en el sector bancario, y los mercados de valores y cambiarios en 17 economías avanzadas durante los últimos 30 años. Se hace hincapié en la identificación de los factores que determinan el impacto de las tensiones financieras en la actividad económica.

El análisis concluye que las tensiones financieras por lo general, pero no siempre, preceden una desaceleración o recesión económica. Una rápida expansión del crédito, una escalada de los precios de la vivienda y un alto nivel de endeudamiento de los hogares y las empresas aumentan la probabilidad de que las tensiones en el sistema financiero den lugar a una desaceleración económica más pronunciada. Concretamente, las tensiones en el sector bancario tienden a provocar mayores efectos en la actividad, a pesar de la innovación financiera que ha acrecentado el papel de los mercados de valores en muchos países. Ello se explica por la prociclicidad del apalancamiento, especialmente en el caso de los bancos de inversión pero también de los bancos comerciales de muchos países. De hecho, las economías con sistemas financieros dominados por transacciones de tipo más impersonal, a diferencia de la intermediación basada en relaciones tradicionales, tienden a mostrar un apalancamiento más procíclico, lo que pone de relieve el papel amplificador que desempeñan los sistemas financieros en la propagación de los shocks. En consecuencia, cuando los shocks afectan a las instituciones financieras básicas, las desaceleraciones subsiguientes tienden a ser más profundas en los sistemas financieros de tipo más impersonal. Aun así, los sistemas de tipo más impersonal por lo general no son más propensos a estos shocks, y están en mejores condiciones de reasignar los recursos entre los distintos sectores de una economía en respuesta a nuevas oportunidades económicas.

Al comparar el actual episodio de tensión financiera con episodios anteriores, se observa

que persiste una probabilidad importante de que se produzca una fuerte desaceleración en Estados Unidos, dadas las características similares entre la dinámica actual de los precios de los activos, los coeficientes de crédito y la situación financiera de los hogares, y la de los anteriores episodios que estuvieron seguidos por una recesión. Los factores contrapuestos son la rápida respuesta de política monetaria y la tasa de interés real relativamente baja. En la zona del euro, en cambio, los balances relativamente sólidos de los hogares ofrecen cierta protección frente a una desaceleración pronunciada, a pesar de la escalada apreciable de los precios de los activos y el coeficiente de crédito registrada antes de la actual turbulencia financiera. La vulnerabilidad de la zona del euro a una desaceleración más pronunciada también podría ser menor porque muchos de los sistemas financieros son menos impersonales, como lo demuestra particularmente el papel mucho menos importante del modelo bancario de originación y distribución de productos hipotecarios.

Otro factor que ayuda a predecir en qué medida el episodio de tensión financiera dará lugar a una desaceleración es la acumulación de vulnerabilidades en el balance relacionadas con el aumento de los precios de los activos y el crédito. Las autoridades económicas deben mantenerse alerta ante estos indicadores durante la fase ascendente del ciclo financiero. Deberán adoptarse medidas prudenciales y de política monetaria para evitar acumulaciones que tornen a la economía más vulnerable a mayores pérdidas del producto en caso de que se produzca un shock grave.

Si las tensiones financieras llegan a afectar al núcleo del sistema bancario, el reconocimiento temprano de las pérdidas y la aplicación de medidas para respaldar un rápido restablecimiento del capital pueden ayudar a reducir las consecuencias sobre el producto. Al mismo tiempo, las autoridades económicas deben evitar las implicaciones de riesgo moral a más largo plazo que podría tener una estrategia para restablecer la estabilidad financiera.

Apéndice 4.1. Datos y metodología

Los autores principales de este apéndice son Angela Espiritu y Gavin Asdorian.

Cuadro 4.5. Datos

Variable	Fuente	Frecuencia
PIB	Haver Analytics, Base de datos analíticos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)	Trimestral
Precio medio del petróleo de entrega inmediata	Base de datos de <i>Perspectivas de la economía mundial</i>	Trimestral
Inflación del IPC	Haver Analytics, Base de datos analíticos de la OCDE	Trimestral
Consumo privado real	Base de datos analíticos de la OCDE	Trimestral
Oferta monetaria	Base de datos analíticos de la OCDE	Trimestral
Tasa de interés	Haver Analytics, Base de datos de <i>International Financial Statistics (IFS)</i>	Trimestral
Índice de acciones del sector bancario	Thomson Datastream, Haver Analytics	Mensual
Índice del mercado de valores	OCDE	Mensual
Tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) a tres meses o tasa del papel comercial	Haver Analytics	Mensual
Tasa a corto plazo del gobierno	Haver Analytics	Mensual
Rendimiento de los bonos públicos	Haver Analytics, Thomson Datastream	Mensual
Rendimiento de los bonos corporativos	Thomson Datastream, Haver Analytics	Mensual
Tipo de cambio efectivo real	Fondo Monetario Internacional	Mensual
Inversión residencial	Base de datos analíticos de la OCDE	Trimestral
Inversión no residencial	Base de datos analíticos de la OCDE	Trimestral
Cuenta corriente	Base de datos analíticos de la OCDE	Trimestral
Precios reales de la vivienda	OCDE	Trimestral
Crédito	Base de datos de <i>IFS</i>	Trimestral
Préstamo neto de los hogares	OCDE	Anual
Préstamo neto del gobierno	OCDE	Anual
Préstamo neto de empresas no financieras	OCDE	Anual
Activos bancarios	OCDE	Anual
Acciones y participaciones bancarias	OCDE	Anual

Índice de tensiones financieras

En esta sección del apéndice se describen los componentes y la metodología utilizada para elaborar el índice de tensiones financieras (ITF). Este índice es un promedio ponderado de varianza igual de siete variables, agrupadas en tres categorías.

Sector bancario

- La β del sector bancario: la covarianza de la variación porcentual interanual del índice bursátil del sector bancario de un país y el índice bursátil global, dividido por la varianza de la variación porcentual interanual del índice bursátil global. Fuentes: Thomson Datastream, Haver Analytics y OCDE.
- Diferencial TED: LIBOR a tres meses o la tasa del papel comercial menos la tasa del gobierno a corto plazo. Fuente: Haver Analytics.
- Diferencial invertido de vencimientos: la tasa del gobierno a corto plazo menos la tasa del gobierno a largo plazo. Fuentes: Thomson Datastream y Haver Analytics.

Mercado de valores

- Diferencial corporativo: el rendimiento de los bonos corporativos menos el de los bonos públicos a largo plazo. Fuentes: Thomson Datastream y Haver Analytics.
- Disminución bursátil: índice bursátil $t-1$ menos índice bursátil t , dividido por el índice bursátil $t-1$. Fuente: OCDE.
- Volatilidad bursátil variable en el tiempo: volatilidad GARCH(1,1) del rendimiento mensual del índice bursátil global. Fuente: OCDE.

Mercado cambiario

- Volatilidad del tipo de cambio efectivo real variable en el tiempo: volatilidad GARCH(1,1) de la variación porcentual mensual del tipo de cambio efectivo real. Fuente: FMI.

Todos los componentes tienen originalmente una frecuencia mensual. El índice se elabora

tomando el promedio de los componentes después de ajustarlos por la media de la muestra y estandarizarlos por la desviación estándar muestral. A continuación se cambia la base del índice de forma que abarque de 0 a 100. Por último, se convierte a una frecuencia trimestral tomando el promedio de los datos mensuales. Se dispone del ITF correspondiente a 17 economías avanzadas a partir de 1980²⁴.

Los episodios de tensión financiera se identifican cuando el índice se sitúa una desviación estándar por encima de su tendencia. Los episodios separados por solo dos trimestres se consideran un solo episodio. Para clasificar la causa de un episodio de tensión financiera —ya sea relacionado con el sector bancario, el mercado de valores o el mercado cambiario— observamos la variación entre el ITF del trimestre anterior al comienzo del episodio y el valor máximo del ITF dentro de ese episodio. Si la mayor parte del aumento es atribuible a componentes del sector bancario, el ITF se clasifica como “bancario”. La misma regla se aplica si la variación se debe principalmente a los componentes del mercado de valores o al componente cambiario. Además, si el sector bancario contribuye por lo menos a una tercera parte de la variación del ITF, el episodio también se clasifica como “relacionado con el sector bancario”.

El costo del capital

El “costo del capital” se define en este capítulo como el promedio ponderado del costo real de los préstamos bancarios, el costo real de la deuda y el costo real del capital accionario, utilizando como ponderaciones las proporciones relativas del capital accionario, los bonos y los préstamos en los pasivos de las sociedades no financieras. El costo del capital se basa en el cálculo descrito en el recuadro 4 de la página 37 de la edición de marzo de 2005 del *Boletín Mensual* del Banco

Central Europeo (BCE). El costo real de los préstamos bancarios, el costo real de la deuda y el costo real del capital accionario se calculan de la forma siguiente:

- Costo real de los préstamos bancarios: las tasas de los préstamos bancarios menos el pronóstico de inflación facilitado por Consensus para el próximo año. Fuentes: *International Financial Statistics*, BCE y Consensus Economics.
- Costo real de la deuda: el rendimiento de los bonos corporativos menos el pronóstico de inflación facilitado por Consensus para el próximo año. Fuentes: Thomson Datastream, Haver Analytics y Consensus Economics.
- Costo real del capital accionario: se calcula utilizando el modelo especificado en el recuadro 2 de la pág. 76 de la edición de noviembre de 2004 del *Boletín Mensual* del BCE. Si se usan los datos disponibles con respecto a las otras variables, el costo real del capital accionario, h_p puede calcularse utilizando la ecuación siguiente:

$$P_t = \frac{D_t[(1 + g) + 8(g_t^{IBES} - g)]}{h_t - g},$$

donde

P_t = el precio real de las acciones,

D_t = el nivel actual de los dividendos reales,

g_t^{IBES} = el pronóstico del crecimiento a largo plazo de los beneficios por acción realizado por los analistas del I/B/E/S (Institutional Brokers Estimate System), menos el pronóstico de inflación a largo plazo de Consensus,

g = la tasa de crecimiento a largo plazo de los beneficios empresariales en términos reales, que se supone que se mantiene constante al 2,5%.

El costo global del capital se calcula como el promedio ponderado de estos tres componentes y las ponderaciones se definen, respectivamente, como las proporciones de los préstamos, la deuda y el capital accionario en los pasivos de las sociedades no financieras, según se declaran en los datos de cuentas nacionales de la OCDE.

²⁴Los datos sobre los rendimientos de los bonos corporativos a largo plazo de Grecia, Irlanda, Nueva Zelandia y Portugal no estaban disponibles y, por lo tanto, no están incluidos en la muestra.

Datos de Bankscope

Se elaboraron dos conjuntos de datos utilizando los datos a nivel bancario obtenidos de la base de datos de Bankscope²⁵. El primer conjunto de datos incluía solamente los bancos de inversión según la clasificación de esta base de datos (“Investment Bank/Securities House”). El segundo conjunto de datos, denominados “bancos comerciales” en este capítulo, incluye los bancos de las siguientes clasificaciones de Bankscope: Banco comercial, Caja de ahorros, Banco cooperativo, Banco inmobiliario/hipotecario y Banco de crédito a mediano y largo plazo.

Muestra de bancos

Bancos de inversión

La muestra de bancos comprende los que se encontraron entre los 50 principales bancos de inversión del mundo en términos de activos totales en uno o más años entre 1988 y 2007.

Bancos comerciales

La muestra de bancos consiste en los que figuraron entre los diez principales²⁶ de cada país en términos de activos totales en uno o más años entre 1988 y 2007. También incluye los bancos adquiridos por uno de los diez principales bancos o fusionados con estos. (Véase una explicación más abajo sobre la contabilidad de las fusiones y adquisiciones.)

El número de bancos comerciales de cada país utilizados en la muestra constituye una muestra representativa de la actividad bancaria en ese país. En el cuadro 4.6 se resume la proporción anual media de los activos bancarios totales (según los datos declarados por la OCDE) representados por los bancos de la muestra.

²⁵La base de datos de Bankscope, publicada por Bureau van Dijk Electronic Publishing (BvDEP), puede consultarse en www.bvdep.com.

²⁶Los 30 bancos principales en el caso del Reino Unido y Japón; los 50 bancos principales en el caso de Estados Unidos.

Cuadro 4.6. Proporción anual media de los activos bancarios totales de los bancos de la muestra

País	Número de bancos principales al año en la muestra	Porcentaje de los activos bancarios totales del país
Alemania	10	65
Australia	10	78
Austria	10	71
Bélgica	10	94
Canadá	10	88
Dinamarca	10	92
España	10	78
Estados Unidos	50	60
Finlandia	10	79
Francia	10	73
Italia	10	40
Japón	30	74
Noruega	10	78
Países Bajos	10	90
Reino Unido	30	67
Suecia	10	94
Suiza	10	64

Balances consolidados o no consolidados

Bancos de inversión

Con respecto a los bancos de inversión, se utilizaron los datos derivados de los balances consolidados. Si estos datos no estaban disponibles, se utilizaron los datos derivados de los balances no consolidados.

Bancos comerciales

A fin de aislar en la mayor medida posible las actividades internas de los bancos comerciales, se utilizaron los datos bancarios no consolidados para los bancos comerciales de la muestra. Si los balances no consolidados no estaban disponibles, se utilizaron los datos consolidados.

Los datos provenientes de varios balances sobre el mismo banco se combinaron y se elaboró un solo conjunto de datos a nivel bancario si los tipos de balances (consolidado o no consolidado) eran los mismos. Además, los datos se limpiaron (por país, en el caso de los bancos comerciales) excluyendo las observaciones en las cuales la tasa de crecimiento de los activos totales era superior al percentil 95 o inferior al percentil 5.

Fusiones y adquisiciones

Para mantener la coherencia, los bancos que fueron adquiridos por bancos incluidos en la muestra original o que se fusionaron con estos también se incluyeron en el conjunto de datos. Con respecto a los años anteriores a la fusión o adquisición, los bancos en cuestión se consideraron como bancos separados; en cuanto a los años posteriores a una fusión o adquisición, el banco resultante de la fusión o adquisición figura naturalmente como un solo banco en la base de datos. Para calcular las variaciones del nivel o las tasas de crecimiento de un banco en el año de una fusión o adquisición, se elaboró un punto correspondiente a los datos del año anterior a la fusión o adquisición sumando los valores estadísticos de los bancos que participaron en la fusión o adquisición.

Referencias

- Adrian, Tobias, y Hyun Song Shin, 2008a, “Financial Intermediary Leverage and Value at Risk”, Staff Report No. 338 (Nueva York: Banco de la Reserva Federal de Nueva York).
- , 2008b, “Liquidity and Leverage”, Staff Report No. 328 (Nueva York: Banco de la Reserva Federal de Nueva York).
- Altunbas, Yener, Leonardo Gambacorta y David Marqués, 2007, “Securitisation and the Bank Lending Channel”, ECB Working Paper No. 838 (Fráncfort: Banco Central Europeo).
- Bayoumi, Tamim, y Ola Melander, 2008, “Credit Matters: Empirical Evidence on U.S. Macro-Financial Linkages”, IMF Working Paper 08/169 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bernanke, Ben, y Mark Gertler, 1995, “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9 (cuarto trimestre), págs. 27–48.
- , y Simon Gilchrist, 1999, “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1C (Amsterdam: North-Holland), págs. 1341–93.
- Bernanke, Ben, Cara Lown y Benjamin Friedman, 1991, “The Credit Crunch”, *Brookings Papers on Economic Activity*: 2, Brookings Institution, págs. 205–47.
- Borio, Claudio, 2007, “Change and Constancy in the Financial System: Implications for Financial Distress and Policy”, BIS Working Paper No. 237 (Basilea: Banco de Pagos Internacionales, octubre).
- Calomiris, Charles W., Daniela Klingebiel y Luc Laeven, 2005, “Financial Crisis Policies and Resolution Mechanisms: A Taxonomy from Cross-Country Experience”, en *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*, compilado por Patrick Honohan y Luc Laeven (Cambridge, Massachusetts: Cambridge University Press), págs. 25–75.
- Caprio, Gerard, y Daniela Klingebiel, 2003, “Episodes of Systematic and Borderline Financial Crises”, Dataset 1 (Washington: Banco Mundial).
- Cihak, Martin, y Petya Koeva Brooks, de próxima publicación, “From Subprime Loans to Subprime Growth? Evidence for the Euro Area”, Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones, 2008, “What Happens During Recessions, Crunches and Busts?” (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional, 5 de agosto).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2008, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macro-Financial Implications and Policy* (Washington, octubre).
- Goodhart, Charles, 1996, “An Incentive Structure for Financial Regulation”, LSE Financial Markets Group Special Paper No. 88 (Londres: London School of Economics and Political Science, julio).
- Harding, Don, y Adrian Pagan, 2002, “Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 49 (marzo), págs. 365–81.
- Hoelscher, David S., y Marc Quintyn, 2003, *Managing Systemic Banking Crises* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Honohan, Patrick, y Luc Laeven, compiladores, 2005, *Financial Crises: Containment and Resolution* (Cambridge, Massachusetts: Cambridge University Press).
- Illing, Mark, y Ying Liu, 2006, “Measuring Financial Stress in a Developed Country: An Application to Canada”, *Journal of Financial Stability*, vol. 2 (octubre), págs. 243–65.
- J.P. Morgan Research, 2008, “Credit and Growth: The Case of the Euro Area” (19 de junio).
- Kaminsky, Graciela, y Carmen Reinhart, 1999, “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”, *American Economic Review*, vol. 89 (junio), págs. 473–500.

- Kashyap, Anil, Raghuram Rajan y Jeremy Stein, 2008, "Rethinking Capital Regulation", estudio presentado en el simposio organizado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, "Maintaining Stability in a Changing Financial System", Jackson Hole, Wyoming, 21–23 de agosto.
- Kashyap, Anil, y Jeremy Stein, 1995, "The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 42 (junio), págs. 151–95.
- Kindleberger, Charles, y Robert Aliber, 2005, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Hoboken, Nueva Jersey: John Wiley & Sons, quinta edición).
- Kiyotaki, Nobuhiro, y John Moore, 1997, "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, vol. 105 (abril), págs. 211–48.
- Laeven, Luc, y Fabián Valencia, de próxima publicación, "Systemic Banking Crises: A New Database", Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Leamer, Edward, 2007, "Housing Is the Business Cycle", estudio presentado en el simposio de Jackson Hole "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", 30 de agosto y 1 de septiembre de 2007.
- Minsky, Hyman, 1992, "The Financial Instability Hypothesis", Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74 (Annandale-on-Hudson, Nueva York: Bard College, mayo).
- Peek, Joe, y Eric Rosengren, 1995, "The Capital Crunch: Neither a Borrower Nor a Lender Be", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 27, No. 3, págs. 625–38.
- Rajan, Raghuram, y Luigi Zingales, 2003, "Banks and Markets: The Changing Character of European Finance", CEPR Discussion Paper No. 3865 (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- Reinhart, Carmen, y Kenneth Rogoff, 2004, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, No. 1 (febrero), págs. 1–48.
- , 2008, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", NBER Working Paper No. 13761 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Shiller, Robert J., 1999, "Measuring Bubble Expectations and Investor Confidence", NBER Working Paper No. 7008 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Shin, Hyun Song, 2008, "Reflections on Modern Bank Runs: A Case Study of Northern Rock", Working Paper (inédito; Princeton, Nueva Jersey: Princeton University).

En este capítulo se analiza la conveniencia de utilizar la política fiscal para luchar contra las fluctuaciones del ciclo económico, y sobre todo con las desaceleraciones, y se plantea si una política fiscal discrecional puede estimular la producción o si, por el contrario, tiene un efecto más bien perjudicial. Asimismo, se presentan aquí nuevos datos tomados de economías emergentes y avanzadas según los cuales los efectos del estímulo fiscal pueden ser positivos, pero leves. Ahora bien, al poner en marcha un programa de estímulo, las autoridades deben tener mucho cuidado y cerciorarse de que sea puntual y de que no tenga probabilidades de perpetuarse ni de poner en peligro la sostenibilidad de la deuda. Al concluir, se examina cómo se podría imprimir más eficacia a los estabilizadores automáticos y cómo se podría mejorar la gobernabilidad para despejar la preocupación en cuanto a la “tendencia a la deuda” de las políticas discrecionales.

En los últimos meses, en medio de la turbulencia económica generada por la caída de los precios de los activos, el encarecimiento de las materias primas y del crédito, y la pérdida de confianza, volvió a plantearse el argumento de que los gobiernos deben utilizar enérgicamente la política fiscal con la finalidad de respaldar las medidas adoptadas por los bancos centrales para evitar una desaceleración drástica. Es decir, se reanuda el encendido debate sobre la función que le corresponde cumplir a la política fiscal para manejar el ciclo económico, sobre todo cuando la actividad se enfría. ¿Son beneficiosas las políticas fiscales discrecionales o pueden hacer más mal que bien? ¿En qué condiciones tienen un máximo de

Los principales autores de este capítulo son Alasdair Scott (jefe de equipo), Steven Barnett, Mark De Broeck, Anna Ivanova, Daehaeng Kim, Michael Kumhof, Douglas Laxton, Daniel Leigh, Sven Jari Stehn y Steven Symansky, con la colaboración de Elaine Hensle, Annette Kyobe, Susanna Mursula y Ben Sutton.

eficacia? ¿Cuándo conviene dejar simplemente que actúen los estabilizadores automáticos?

Esta polémica es de muy larga data. Según una corriente de pensamiento, los impuestos, las transferencias y el gasto se pueden utilizar juiciosamente para hacer contrapeso a las fluctuaciones de la actividad económica, sobre todo si dichas fluctuaciones se deben principalmente a un desequilibrio de los mercados, más que a una alteración de factores fundamentales como la productividad. Otros sostienen que las medidas de política fiscal o bien suelen ser inocuas o bien resultan perjudiciales, ya que ocurren a destiempo o crean distorsiones dañinas. Esta última fue la opinión predominante durante las dos últimas décadas y en consecuencia la política fiscal quedó relegada por la política monetaria. Pero también se reconoce que en algunas ocasiones la política monetaria necesita estar respaldada por el estímulo fiscal, como por ejemplo cuando las tasas de interés nominales están cerca de cero o cuando los canales de transmisión de la política monetaria de alguna manera se encuentran bloqueados.

Con ese telón de fondo, en este capítulo se replantea la función de la política fiscal durante las desaceleraciones económicas. Los principales objetivos consisten en: 1) evaluar la respuesta típica de la política fiscal en el curso de una desaceleración; 2) examinar los efectos del estímulo fiscal en la actividad económica durante una desaceleración; 3) determinar los principales factores que influyen en el desenlace de las intervenciones fiscales, y 4) ofrecer sugerencias —a la luz de datos empíricos y reflexiones teóricas— sobre: a) la conveniencia de recurrir a una política fiscal discrecional y las circunstancias en que corresponde hacerlo, b) las implicaciones del uso de distintos instrumentos de política fiscal, y c) el equilibrio adecuado entre los estabilizadores automáticos y las medidas discrecionales.

Con este capítulo se busca contribuir al sustancial corpus de investigación sobre la política fiscal como herramienta anticíclica en tres sentidos. Primero, se evalúa concretamente si las medidas fiscales discrecionales adoptadas en el pasado fueron puntuales y pasajeras. Segundo, en tanto que la mayoría de los análisis anteriores se concentró en las economías avanzadas, este aborda también las economías emergentes. Por último, el capítulo complementa el análisis empírico con análisis de simulación calibrados para evaluar en qué medida los multiplicadores fiscales dependen del instrumento fiscal seleccionado y las características de la economía.

El historial de políticas revela que las medidas fiscales discrecionales son más puntuales de lo que sostienen algunos críticos, pero que existe una preocupación válida en torno a la posibilidad de que adquieran carácter permanente y a las implicaciones para la trayectoria de la deuda pública. Los datos empíricos llevan a pensar que el estímulo fiscal discrecional tiene un efecto moderadamente positivo en el crecimiento del producto en las economías avanzadas. Sin embargo, en las economías emergentes ese efecto parece ser limitado, posiblemente debido a cuestiones de credibilidad vinculadas más que nada a la trayectoria de la deuda. Las simulaciones muestran que los multiplicadores fiscales pueden variar considerablemente, según el instrumento utilizado, el grado de acomodamiento de la política monetaria y el tipo de economía. Como lo confirman las observaciones empíricas, la preocupación por la trayectoria de la deuda genera un aumento de las primas de riesgo de las tasas de interés capaz de producir multiplicadores fiscales negativos, lo cual plantea la posibilidad de que el estímulo fiscal discrecional sea más perjudicial que beneficioso.

Cabe preguntarse entonces si la política fiscal anticíclica puede hacer algún aporte. En la práctica, la magnitud de los estabilizadores automáticos tiene que ver con el tamaño del gobierno, pero suele haber una relación entre un gobierno de mayor tamaño y un crecimiento más bajo. Dada esa dicotomía, vale la pena inves-

tigar más a fondo la posibilidad de elaborar las reglas fiscales anticíclicas y el marco de política fiscal de tal manera que la política fiscal pueda suavizar mejor las fluctuaciones del producto y del ingreso a lo largo de los ciclos económicos sin aumentar el tamaño del gobierno ni poner en peligro la estabilidad de la deuda.

El capítulo está organizado de la siguiente manera. A continuación se pasa revista brevemente a las reflexiones empíricas y teóricas sobre la función de la política fiscal como instrumento estabilizador del producto. Luego se presentan los resultados de los nuevos trabajos empíricos que caracterizan el uso de la política fiscal en las economías avanzadas y emergentes, y un análisis de sus efectos. La sección siguiente examina, mediante un estudio formal basado en una simulación, la eficacia de las distintas posibilidades de estímulo y los efectos de varios factores macroeconómicos una vez que la política está en marcha. El capítulo concluye con algunas sugerencias prácticas.

El debate sobre la política fiscal

En términos generales la política fiscal puede estabilizar el ciclo económico de dos formas. Por un lado, mediante los estabilizadores automáticos, originados en partes del sistema fiscal que varían de manera natural de acuerdo con los cambios de la actividad financiera; por ejemplo, cuando disminuye el producto, disminuye también el ingreso tributario y aumentan las indemnizaciones por desempleo¹. Por otro lado, la política fiscal discrecional implica una modificación activa de medidas que influyen en el gasto público, la tributación y las transferencias, y que a menudo se ponen en marcha por motivos ajenos a la estabilización.

Por su propia naturaleza, los estabilizadores automáticos entran inmediatamente en juego

¹En consecuencia, la magnitud de los estabilizadores automáticos depende del volumen de las transferencias (por ejemplo, el alcance del seguro por desempleo), la progresividad del sistema tributario, y los efectos de los impuestos y las transferencias en la participación de la mano de obra y la demanda de trabajadores y capital.

durante una desaceleración. Pero como suelen ser producto de otros objetivos de la política fiscal, su magnitud por lo general depende del tamaño del gobierno (véase, entre otros, Fatás y Mihov, 2001); por ende, cabría pensar que un aumento del tamaño del gobierno puede contribuir a calmar la volatilidad del producto (véase Galí, 1994). Sin embargo, muchos sostienen que la expansión del tamaño del gobierno lastra el crecimiento a más largo plazo. Por lo tanto, podría existir un conflicto entre el afianzamiento de la estabilidad y el afianzamiento de la eficiencia económica. Además, la eficacia de los estabilizadores automáticos podría depender más de una calibración adecuada que del tamaño.

Como los estabilizadores automáticos a menudo son de alcance limitado —el recuadro 5.1 compara distintas economías—, se suele promover el uso activo de medidas fiscales discretionales como herramienta anticíclica. Sin embargo, algunos observadores dudan de la capacidad de los gobiernos para actuar en el momento adecuado y también de los efectos macroeconómicos de las medidas fiscales discretionales y sus implicaciones a más largo plazo para la sostenibilidad fiscal.

Estos observadores sostienen que los órganos legislativos no pueden ejecutar las medidas fiscales discretionales con suficiente rapidez, sobre todo en comparación con la agilidad de un banco central para ajustar la tasa de referencia. En consecuencia, existe el riesgo de que el estímulo fiscal entre en acción justo cuando la economía se recupera. Estos críticos presumen también que lo más probable es que, en lugar de estar bien focalizadas, las medidas de estímulo fiscal estén dirigidas a un gasto público estéril y distorsivo, y que las medidas relativas al ingreso respondan más a las presiones de grupos de interés que a las necesidades de la economía. Además, es poco probable que se las desmantele con la rapidez necesaria para proteger la sostenibilidad fiscal. Por ejemplo, la experiencia demuestra ampliamente que la política fiscal en las economías emergentes y menos desarrolladas no es anticíclica sino procíclica, en parte debido a incentivos políticos

que conducen a profundizar el déficit en las épocas de prosperidad, cuando hay financiamiento disponible (Talvi y Végh, 2000).

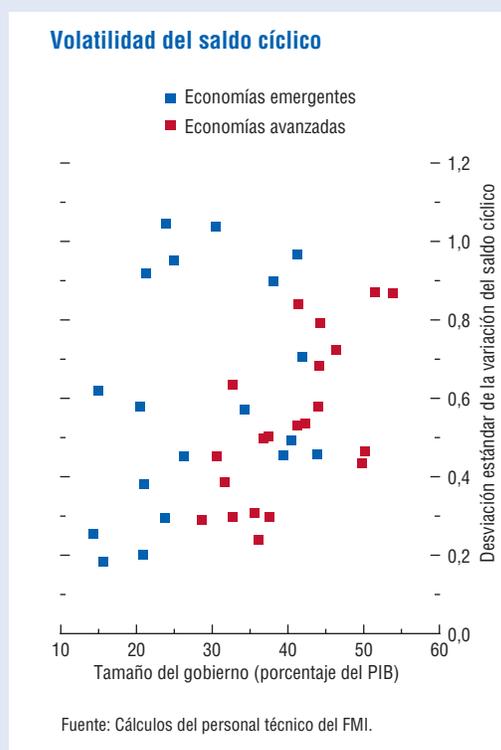
Incluso si fuera posible poner en marcha el estímulo fiscal con rapidez, cabe preguntarse si se justifica recurrir a una política fiscal discrecional. En torno a esta cuestión hay gran polémica y poco consenso teórico. Una postura keynesiana tradicional sostiene que la inversión y el consumo privado se mueven de acuerdo con el ingreso corriente, y eso implica que el producto es sumamente sensible a las fluctuaciones de la política fiscal. Pero la política fiscal puede ser mucho menos eficaz en una economía abierta, según el grado de movilidad de los capitales y el régimen cambiario, porque el estímulo fiscal simplemente puede “diluirse”. Además de los argumentos tradicionales sobre el desplazamiento de la inversión privada, muchos pensadores neoclásicos hacen hincapié en el papel que cumplen las expectativas en cuanto a ingresos e impuestos, y afirman que los multiplicadores fiscales probablemente sean pequeños porque los hogares previsores advierten que un estímulo fiscal pasajero no contribuirá mucho al ingreso durante el resto de sus vidas; de hecho, los multiplicadores pueden resultar negativos si el aumento del gasto público lleva como contrapartida una disminución de la inversión y del consumo privado². Por el contrario, de acuerdo con análisis recientes basados en modelos nekeynesianos, un aumento del consumo público puede tener efectos positivos en el consumo y los salarios reales, si hay rigideces nominales y reales y limitaciones de liquidez (véase, por ejemplo, Galí, 2006). Estos modelos también plantean

²Por ejemplo, según la conocida crítica que hace Barro a la equivalencia ricardiana (1974), los hogares y las empresas son conscientes de que los déficits acompañados de futuros aumentos de los impuestos no les ofrecen ningún beneficio en términos del valor actualizado neto, y por lo tanto ahorran los fondos generados por la reducción provisional de los impuestos, en lugar de gastarlos. En los modelos neoclásicos, el aumento del gasto público muchas veces está seguido de efectos de riqueza negativos tan intensos que disminuyen la inversión y el consumo privado.

Recuadro 5.1. Diferencias en la magnitud de los estabilizadores automáticos y relación con la política fiscal discrecional

¿Qué importancia tienen los estabilizadores automáticos? Este recuadro examina su impacto cuantitativo en el saldo fiscal, sobre todo en comparación con la política fiscal discrecional. Primero, el impacto de los estabilizadores automáticos en el saldo primario varía según el país. La volatilidad del saldo primario es resultado de los cambios a la política discrecional, más que de los estabilizadores automáticos. Sin embargo, en muchos países los cambios de la política discrecional no están bien sincronizados con el ciclo económico, y eso lleva a pensar que los estabilizadores automáticos suelen ser una fuente más importante de medidas anticíclicas sistemáticas.

Los estabilizadores automáticos se miden según la variación de los saldos cíclicos estimada en el análisis de eventos que presenta el cuerpo del capítulo¹. El impacto de los estabilizadores automáticos en los resultados fiscales varía según el país y tiene una relación positiva tanto con el tamaño del gobierno como con la volatilidad del producto. El tamaño del gobierno es representativo del tamaño de los estabilizadores automáticos y aparece en el eje horizontal del primer gráfico². La volatilidad histórica del saldo cíclico —medida como la desviación estándar de la variación del saldo cíclico— equivale aproximadamente al tamaño del gobierno multiplicado por la volatilidad de la brecha del producto. El primer gráfico muestra que aunque las economías emergentes tienen gobiernos más pequeños, la volatilidad de su saldo cíclico suele ser mayor que en las economías avanzadas, principalmente porque las brechas del producto son más volátiles. Sin embargo, si observamos por separado las economías emergentes y las economías avan-



zadas (neutralizando la volatilidad más aguda del producto en las economías emergentes), existe una relación positiva entre el tamaño del gobierno y la volatilidad del saldo cíclico, es decir, los países con estabilizadores automáticos más grandes experimentan una variación mayor del saldo cíclico³.

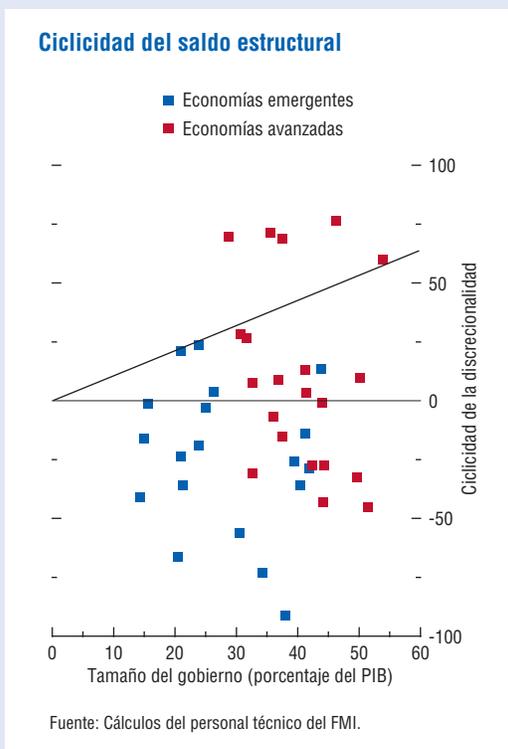
Los cambios de la política fiscal discrecional, por otra parte, originan más volatilidad de los saldos primarios que los estabilizadores automáticos. En promedio, la volatilidad del saldo ajustado en función del ciclo es más o menos tres veces mayor que la volatilidad del saldo cíclico, tanto en las economías avanzadas

El autor principal de este recuadro es Steven Barnett.

¹El análisis de este recuadro utiliza el indicador basado en la elasticidad. El período de la muestra es 1992–2007.

²Balassone y Kumar (2007) explican las causas en el recuadro 4.2. Esta determinación general es válida sea cual fuere la elasticidad-ingreso supuesta.

³Sin embargo, suele haber una relación negativa entre el tamaño del gobierno y la volatilidad del producto (véase, por ejemplo, Andrés, Doménech y Fatás, 2008) que atenuaría la relación positiva mecánica entre el tamaño del gobierno y la volatilidad del saldo cíclico.



como en las emergentes. Pero el efecto anticíclico de esos cambios depende del grado de sincronización con el ciclo económico. Para analizar ese aspecto empíricamente, se comparó un indicador de la ciclicidad de la política fiscal discrecional con la magnitud de los estabilizadores automáticos⁴. El segundo gráfico muestra que la política fiscal discrecional tiende a ser más anticíclica en las economías avanzadas (cuando la anticiclicidad de la discrecionalidad está por encima de cero), pero procíclica en las economías emergentes

⁴La ciclicidad de la política fiscal se mide con una regresión, efectuada en primeras diferencias, en la cual el saldo primario ajustado según el ciclo es la variable dependiente, y la brecha del producto, la variable explicativa. Un coeficiente positivo denota una política más anticíclica. No obstante, esta regresión puede resultar problemática porque hace caso omiso de la relación (endogeneidad) entre la política fiscal y la brecha del producto.

(por debajo de cero). Las unidades de los dos ejes son comparables e indican la variación en puntos porcentuales del saldo respectivo (dividido por 100) cuando la brecha del producto aumenta un punto porcentual. Si un país se ubica por encima de la línea de 45 grados, la discrecionalidad produce una política fiscal global más anticíclica que con los estabilizadores automáticos. Como puede observarse, esto solo ocurre en casos aislados, como algunos países anglófonos con gobiernos más pequeños y algunos países nórdicos con gobiernos más grandes. Sin embargo, no hay pruebas sistemáticas de que los países con gobiernos más pequeños recurran a la discrecionalidad para compensar la debilidad de sus estabilizadores automáticos.

Tomadas en conjunto, estas determinaciones llevarían a pensar que 1) los estabilizadores automáticos en general desempeñan una función más persistentemente anticíclica que la política fiscal discrecional y 2) los cambios de la política fiscal discrecional se implementan en el momento equivocado o están vinculados a factores que no tienen que ver con la estabilización del producto. Como salvedad corresponde mencionar que la discrecionalidad de la política fiscal se mide en función del saldo ajustado según el ciclo, lo cual, como se explica en el cuerpo del capítulo, no es perfectamente representativo porque puede captar factores ajenos, especialmente fluctuaciones de precios de los activos.

Los movimientos de precios de los activos afectan directamente a los impuestos sobre las transacciones financieras y las ganancias de capital, pero también tienen implicaciones indirectas más amplias desde el punto de vista de la recaudación que se manifiestan sobre todo en el efecto riqueza sobre el consumo. En la medida en que estos movimientos no siguen del todo el ciclo económico (por ejemplo, fluctuaciones amplificadas en comparación con las de la brecha del producto) los efectos recaudatorios no se ven reflejados en las elasticidades convencionales del ingreso tributario y formarán parte del componente del ingreso

Recuadro 5.1 (conclusión)

ajustado según el ciclo. En un estudio inédito, el personal técnico del FMI preparó estimaciones econométricas de la sensibilidad a corto plazo del ingreso tributario ajustado según el ciclo frente a las fluctuaciones de los precios de la vivienda y la renta variable en los países del G-7. Los datos del ingreso ajustado según el ciclo se calcularon con métodos de ajuste convencionales para que los resultados fueran

uniformes. Las estimaciones sugieren que una disminución de 1% de los precios de la vivienda y de la renta variable podría reducir el ingreso tributario total hasta casi 1% y que el grueso de la reducción se debe a los precios de la vivienda. Asimismo, indican que Canadá, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido son más sensibles a esas fluctuaciones que los países del G-7.

que no todas las medidas fiscales transitorias resultan ineficaces: las que alteran el incentivo para cambiar el momento en que ocurre el consumo —tales como la modificación de los impuestos sobre el consumo— probablemente tengan un máximo de eficacia cuando queda claro que son transitorias, no permanentes.

En el curso de los últimos años ha habido cuatro factores que adquirieron relevancia:

- *La magnitud de las rigideces de los mercados:* Es posible que las rigideces de los mercados de bienes y de mano de obra hayan disminuido con el correr del tiempo gracias a las reformas macroeconómicas y que se haya expandido el acceso al crédito, reduciendo los multiplicadores fiscales.
- *El marco de política monetaria:* Es razonable prever que la política fiscal tendrá un impacto más fuerte si la política monetaria es acomodaticia y, por ende, mitiga el desplazamiento de la inversión privada.
- *La globalización y la apertura:* Cuando se intensifica la integración entre economías —es decir, cuando un porcentaje creciente de la demanda interna se vuelca a bienes importados—, la política fiscal discrecional pierde eficacia.
- *La innovación financiera:* Es posible que la desregulación de los mercados financieros y la expansión del acceso a capitales internacionales hayan eliminado algunas de las limitaciones al crédito con las que se topaban los hogares y las empresas, lo cual implica que el

consumo y la inversión no se ven tan restringidos por el ingreso corriente y son menos sensibles a las medidas fiscales discrecionales. Sin embargo, la integración financiera transfronteriza también puede reducir tanto la sensibilidad de las tasas de interés al endeudamiento público como el desplazamiento de la inversión privada.

Lamentablemente, los análisis empíricos no han dirimido los debates teóricos. Las estimaciones de los multiplicadores fiscales abarcan un abanico amplio, que va del terreno positivo al negativo, pasando por valores insignificantes³. Una de las razones reside en la enorme dificultad de tener en cuenta todos los factores condicionantes en juego. Otra razón es la metodología. Básicamente, resulta muy arduo diferenciar entre los cambios de la política fiscal discrecional y los estabilizadores automáticos, y luego evaluar sus efectos, sobre todo porque la política fiscal simultáneamente responde y conduce a fluctuaciones de la actividad económica. Este “problema de endogeneidad” crea graves complicaciones a la hora de estimar los efectos de la política fiscal, como se describe en el recuadro 5.2.

³Una banda típica de multiplicadores del gasto va desde 0,5 (por ejemplo, Mountford y Uhlig, 2002) hasta alrededor de 1 (por ejemplo, Blanchard y Perotti, 2002). Pero Perotti (2007) presenta valores extremos de 4 y Krogstrup (2002), de -2.

Recuadro 5.2. ¿Por qué es tan difícil determinar los efectos del estímulo fiscal?

Por algún motivo quizás extraño, los análisis empíricos no dan una respuesta clara a una pregunta sencilla, a saber, si la política fiscal discrecional puede estimular la economía durante una desaceleración. Las estimaciones de los efectos de la política fiscal en muchas variables macroeconómicas fundamentales a veces difieren no solo en grado sino también en signo. El objetivo de este recuadro es explicar por qué resulta tan difícil en la práctica demostrar fehacientemente los resultados de una política fiscal discrecional.

Los obstáculos son varios: 1) cualquier evaluación del impacto de un cambio de política debe tener en cuenta las circunstancias económicas que rodearon la implementación de esa política; 2) el estímulo fiscal se puede instrumentar a través de numerosas combinaciones de impuestos, transferencias y gastos, cuyos respectivos efectos pueden ser diferentes; 3) en algunos casos la fecha del cambio de la política fiscal calculada según los datos no coincide con la fecha en que esa política era de conocimiento público entre las empresas y los hogares, y 4) como las medidas de política y la actividad económica son endógenas —dependen entre sí al mismo tiempo—, no basta con observar las correlaciones para saber de inmediato qué determina qué. Este último problema quizá sea el más difícil de resolver. Es necesario aislar de alguna forma los componentes de las variaciones de impuestos, transferencias y gastos que actúan de manera pasiva (por efecto de los estabilizadores automáticos, por ejemplo) y separarlos de los que representan la verdadera iniciativa, y usar ese indicador del impulso fiscal para calcular los efectos en la actividad económica.

Supongamos para fines ilustrativos que la política fiscal global, g , evoluciona de la siguiente manera

$$g = (\alpha + \beta)y + \eta, \quad (1)$$

siendo y la brecha del producto. En aras de la simplicidad, supongamos que g representa

El autor principal de este recuadro es Alasdair Scott.

solamente el gasto público, de modo que se produce un estímulo cuando g es positivo. Dos componentes de la política fiscal reaccionan al estado de la economía: uno automático, representado por α , y otro discrecional sistemático, representado por β . η denota la política fiscal discrecional imprevista.

Supongamos ahora que el producto sigue el siguiente proceso:

$$y = \delta g + \varepsilon, \quad (2)$$

en el cual δ es el multiplicador fiscal y ε representa perturbaciones ajenas a la política en cuestión. Este sistema plantea dos dificultades importantes. Primero, tenemos un problema clásico de simultaneidad, ya que intentar evaluar los efectos de la política fiscal en el producto calculando (1) producirá estimaciones sesgadas. La segunda dificultad es de medición, ya que es difícil distinguir entre cambios sistemáticos de la política discrecional y estabilizadores automáticos. Podríamos considerar que el indicador del impulso fiscal basado en la elasticidad utiliza las estimaciones de α efectuadas por la OCDE y produce

$$\tilde{f} = f - \alpha y.$$

Estimar la ciclicidad de este indicador equivale a estimar el parámetro β ^{1,2}.

Al examinar la eficacia de la política fiscal en el marco de la regresión, un indicador del impulso fiscal que incluya por error cambios cíclicos generados por los estabilizadores automáticos llevará a formular inferencias inválidas sobre los efectos de la política fiscal discrecional. Por lo tanto, el segundo indicador del impulso fiscal se centra exclusivamente en η ,

¹Véase también Galí y Perotti (2003), que aplican el mismo método.

²Al observar la reacción de la política fiscal en las economías emergentes es necesario suponer que la elasticidad-ingreso del gasto y el ingreso público es “cero-uno”; esta es una manera más aproximada de medir α , pero conceptualmente es igual.

Recuadro 5.2 (conclusión)**Evaluación del impacto del estímulo de la política fiscal discrecional según el método empírico**

	Producto	Consumo privado	Inversión privada en bienes duraderos	Inversión de capital privado
Estudios basados en ARV	Neutral a positivo	Neutral a positivo	Negativo a positivo	Negativo a positivo
Estudios narrativos	Positivo	Negativo	Negativo	...
Casos prácticos	Positivo	Positivo	...	...

Nota: Los estudios basados en autorregresiones vectoriales (ARV) son Fatás y Mihov (2001), Mountford y Uhlig (2002), Blanchard y Perotti (2002) y Galí, López-Salido y Vallés (2007). Los estudios narrativos son Ramey y Shapiro (1998) y Edelberg, Eichenbaum y Fisher (1999). Los casos prácticos son Johnson, Parker y Souleles (2006).

los efectos de las perturbaciones imprevistas de la política fiscal³.

Otros enfoques intentan solucionar las mismas dificultades. Las autorregresiones vectoriales estructurales (ARVE) utilizan criterios estadísticos para estimar las perturbaciones de la política fiscal y medir hasta qué punto pueden explicar los movimientos del producto no imputables a otros shocks económicos. Se plantean aquí tres problemas. Como en las regresiones de la forma reducida, se necesitan supuestos estadísticos para identificar las perturbaciones fiscales. Segundo, la mayoría de las ARV ignoran la importancia de la dinámica de la deuda como condicionante de las respuestas (una diferencia fundamental entre el enfoque keynesiano y el enfoque clásico sobre la eficacia de la política fiscal discrecional es que un grupo sostiene que un aumento pasajero de la deuda crea en los hogares y las empresas una expectativa de aumento de los impuestos, mientras que el otro grupo opina lo contrario)⁴. Por último, al igual que en las regresiones de la forma reducida, es posible que las ARV no puedan dar una respuesta fiable al problema de las fechas.

Los enfoques “narrativos”, por el contrario, estiman los cambios del estímulo fiscal impulsados por la política oficial examinando directamente los antecedentes legislativos y las declaraciones públicas. La ventaja de este

método es que al examinar con detenimiento cuándo se formularon y dieron a conocer las decisiones sobre la política en cuestión se puede centrar la atención en determinar cuándo se produjeron los shocks. Pero este tipo de estudio exige grandes recursos y por eso es casi imposible efectuarlo a nivel internacional. Además, es tan subjetivo como las ARV y el análisis de la forma reducida, que exigen trabajar con supuestos. En la práctica, se centra en un pequeño número de episodios extraordinarios de escaladas militares y no está claro cuánto nos enseñan esos casos sobre la política fiscal discrecional durante una desaceleración.

Un último enfoque examina ciertos “experimentos naturales” como los efectos de las devoluciones de impuestos. Su ventaja es que se puede aplicar a episodios concretos en los cuales los cambios de la política y su finalidad son relativamente evidentes. La desventaja es que, como examina casos concretos, puede resultar difícil extraer lecciones más generales.

Estas evaluaciones empíricas no dejan en claro del todo si el gasto público puede estimular la demanda privada⁵. (Hay menos

³El apéndice 5.1 contiene más precisiones sobre el cálculo de los indicadores de impulso fiscal.

⁴Véase Chung y Leeper (2007). Favero y Giavazzi (2007) sí tienen en cuenta la deuda.

⁵Los resultados de los casos prácticos suelen revelar efectos positivos, pero no tan fuertes como los que muestran los estudios con ARV. Los estudios sobre devoluciones de impuestos de 1975 concluyen en general que los efectos fueron positivos pero leves (a saber, multiplicadores a corto plazo del orden de 0,2–0,5); véanse Modigliani y Steindel (1977) y Blinder (1981). Los estudios sobre las devoluciones de impuestos de 2001 arrojan resultados parecidos; véase Shapiro y Slemrod (2002).

datos sobre las medidas basadas en el ingreso.) Además, parece haber un patrón común entre el método utilizado y los resultados cualitativos obtenidos. El cuadro resume los resultados de un grupo de monografías destacadas sobre el signo de la respuesta de variables fundamentales frente a un aumento discrecional del gasto público.

En particular, los estudios basados en ARVE que identifican las intervenciones fiscales suponiendo que el gasto público de cada trimestre está decidido de antemano (véase Blanchard y Perotti, 2002) suelen detectar efectos positivos relativamente intensos, en tanto que los estudios narrativos basados en las reacciones frente a episodios de gastos extraordinarios suelen detectar relaciones mucho más débiles —e incluso negativas— entre los episodios de estímulo fiscal y el consumo⁶. Ramey (2008) sugiere que esta diferencia tiene que ver con la manera en que las ARV abordan el problema de las fechas: si las medidas de política fiscal discrecional están anunciadas de antemano

y los hogares *reducen* de inmediato el gasto (como lo predice la teoría neoclásica), las ARV que miden el efecto en base a las variaciones efectivas de los componentes o los saldos fiscales podrían registrar un *aumento* de la tasa de crecimiento del consumo en esa fecha. Eso respaldaría una visión keynesiana de la política fiscal, pero de hecho el crecimiento del consumo está empujado por la recuperación tras la caída previa. Los enfoques narrativos, por otra parte, tienen en cuenta la fecha en que se anuncia la medida discrecional⁷. Comparado con estos estudios, el método de la forma reducida empleado en este capítulo es conceptualmente más próximo al método de la ARVE que utilizan Blanchard y Perotti (2002); en la medida en que la crítica sobre el problema de las fechas reviste validez para ese y otros estudios, recae también en nuestra metodología. Sin embargo, un análisis narrativo comparativo de las 41 economías que abarca este estudio escapa al alcance de este capítulo.

⁶Sin embargo, de acuerdo con los estudios narrativos de los efectos de los cambios tributarios, los multiplicadores son muy grandes; véase Romer y Romer (2007).

⁷Sin embargo, véase también la refutación de Perotti (2007).

¿Cómo ha respondido tradicionalmente la política fiscal discrecional?

En la sección anterior se describieron dos actitudes críticas frente a la política fiscal: escepticismo en cuanto a la posibilidad de ejecutar una política fiscal discrecional de manera eficiente debido a restricciones políticas, y dudas en cuanto a su eficacia por razones económicas. Las dos sirven de marco al análisis empírico de esta sección, que examina la respuesta tradicional de la política fiscal frente a una desaceleración.

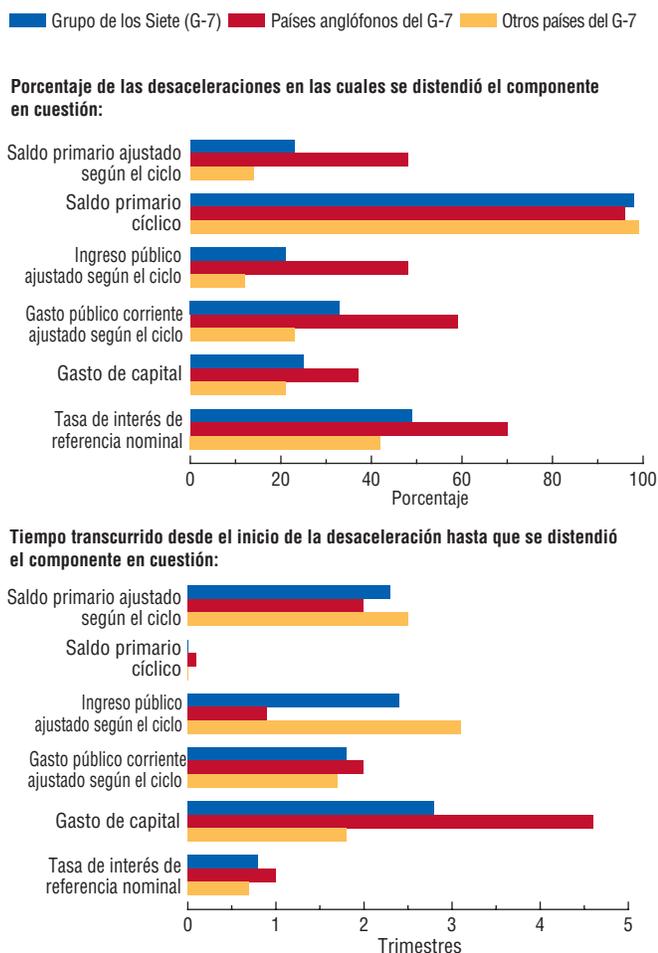
La definición de desaceleración económica y la medición del estímulo fiscal implican inevitablemente cierta subjetividad. En esta sección se define la desaceleración como un período durante el cual o bien la tasa de crecimiento es

negativa, o bien la brecha del producto es inusualmente negativa; el umbral exacto depende del uso de datos trimestrales o anuales. Parece más razonable utilizar esta definición que concepcuar la desaceleración simplemente en términos de un crecimiento negativo y perder de vista los períodos durante los cuales el producto está significativamente por debajo del potencial pero continúa creciendo.

En este capítulo, todos los indicadores del estímulo fiscal comienzan por el saldo fiscal primario, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos del gobierno general una vez descontado el pago de intereses por las obligaciones del gobierno general consolidado. El saldo primario puede cambiar de manera

Gráfico 5.1. Frecuencia y rapidez del estímulo fiscal en las economías del G-7¹

La política fiscal discrecional se ha utilizado con menos frecuencia que la política monetaria y que los estabilizadores automáticos durante las desaceleraciones, y ha tardado más en entrar en acción.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹El G-7 está integrado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido.

pasiva, a medida que el ingreso y el gasto suben y bajan a la par de la actividad económica, o de manera activa, cuando el gobierno toma decisiones sobre impuestos, transferencias y gastos. Por lo tanto, lo que se necesita es un indicador del saldo primario *ajustado según el ciclo*, presumiendo que su evolución reflejará la evolución de la política fiscal. En la primera parte de esta sección se examina la reacción de la política fiscal ante el curso de la actividad económica, y se identifican los estabilizadores automáticos con fluctuaciones del componente cíclico del saldo primario, y la política fiscal discrecional, con variaciones del saldo primario ajustado según el ciclo⁴. La elaboración de este indicador requiere dos enfoques ligeramente diferentes, de acuerdo con la información disponible sobre la economía analizada.

Datos sobre la sensibilidad de la política fiscal

El análisis empírico comienza por las economías avanzadas, sobre las cuales existen largos tramos de datos fiscales recopilados trimestralmente⁵. Las medidas fiscales discretionales son las que hacen variar el saldo presupuestario ajustado según el ciclo y se calculan en base a estimaciones de la brecha del producto y estimaciones de la elasticidad-ingreso de los ingresos y gastos del gobierno para extraer el componente cíclico del presupuesto⁶. El gráfico 5.1 sintetiza la reacción de las políticas fiscales de las economías del G-7 a lo largo de las cuatro últimas décadas. Las cifras revelan que durante

⁴Como se define en el recuadro 5.1 y el análisis de eventos, el saldo ajustado según el ciclo es un valor residual y representa todas las variaciones del saldo primario que el ajuste cíclico no elimina. A esa categoría pertenecen muchos factores que no están necesariamente vinculados con la estabilización del producto, tales como el impacto de la reforma estructural, partidas extraordinarias y otros sucesos económicos (como las variaciones de precios de los activos que, al no ser de naturaleza cíclica, podrían contarse entre las variaciones “automáticas” del saldo fiscal; véase Jaeger y Schuknecht, 2007).

⁵Véase Leigh y Stehn (de próxima publicación) para mayores detalles acerca del siguiente análisis.

⁶Estas elasticidades están tomadas del informe *Economic Outlook* de la OCDE; véanse los detalles en el apéndice 5.1.

las desaceleraciones se recurrió al estímulo fiscal discrecional, pero con mucha menos frecuencia que a los estabilizadores automáticos y la política monetaria. El estímulo fiscal discrecional entró en juego en alrededor de un 23% de los trimestres afectados por una desaceleración —menos de la mitad de los casos en que se adoptó una política monetaria expansiva—, y los estabilizadores automáticos, en mucho más del 95% (panel superior)⁷. La política discrecional también se ejecuta más tarde, en promedio alrededor de dos trimestres y medio después del comienzo de la desaceleración, y alrededor de un trimestre y medio después de la reducción de las tasas de interés (panel inferior). El gasto de capital es particularmente lento, ya que ocurre con un rezago de casi cuatro trimestres. Por el contrario, la expansión fiscal automática —representada por una disminución del saldo primario cíclico— se produjo en casi todos los casos durante el trimestre en el cual se registró la desaceleración.

La magnitud de la expansión fiscal discrecional también es en promedio mucho menor que la de los estabilizadores automáticos. El gráfico 5.2 muestra las respuestas al impulso promedio de las medidas fiscales discretionales, los estabilizadores automáticos y las tasas de interés de las economías del G-7, en base a autorregresiones vectoriales (ARV) de dos muestras, una “inicial” (1980:T1–1991:T4) y una “posterior” (1992:T1–2007:T4)⁸. En ambas muestras, la expansión fiscal discrecional tiene una magnitud mucho más pequeña que los estabilizadores automáticos y se pone en marcha después del ajuste de las tasas de interés y de los estabilizadores automáticos.

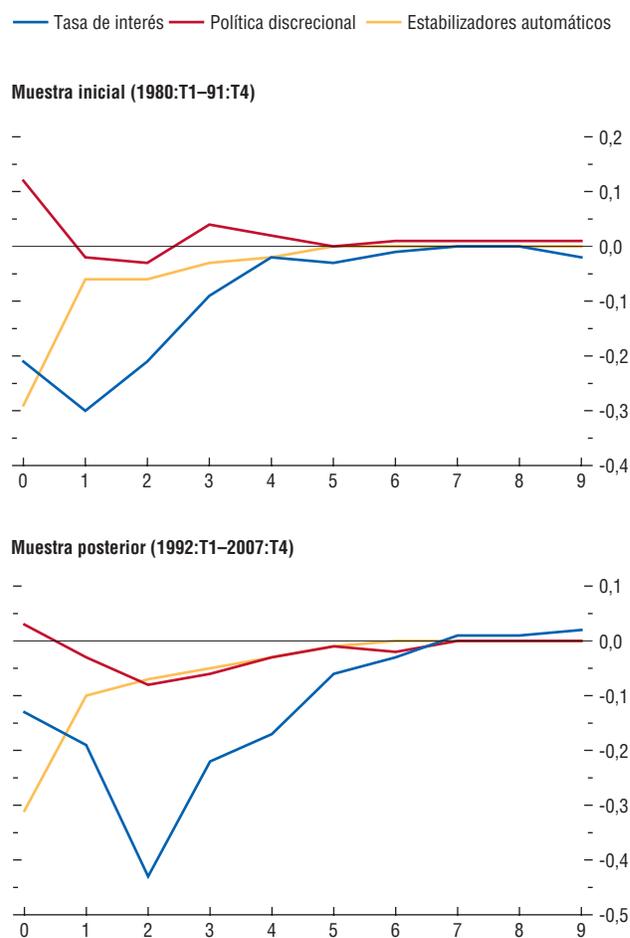
⁷Cabe señalar que los estabilizadores automáticos no son necesariamente expansivos en todas las desaceleraciones, ya que en este capítulo la definición de desaceleración no excluye un aumento del crecimiento ni de la brecha del producto (siempre que esta última sea inusualmente negativa).

⁸Véanse los detalles en el apéndice 5.1. A diferencia de gran parte de los estudios realizados con ARV, el análisis aquí presentado no evalúa la respuesta del crecimiento frente a perturbaciones de la política fiscal, sino la respuesta de las variables de la política fiscal frente a las variaciones del crecimiento.

Gráfico 5.2. ¿Cuán intensa ha sido la respuesta de la política fiscal en las economías del G-7?

(Desviación en puntos porcentuales; eje de las abscisas en trimestres; el shock ocurre en el período cero)

Tras una caída inesperada del crecimiento de 1 punto porcentual por debajo del potencial, se produce una distensión inmediata de las tasas de interés y del componente automático del saldo fiscal; el estímulo fiscal discrecional tarda más en entrar en acción. Desde hace unos años, la política fiscal discrecional es más anticíclica.

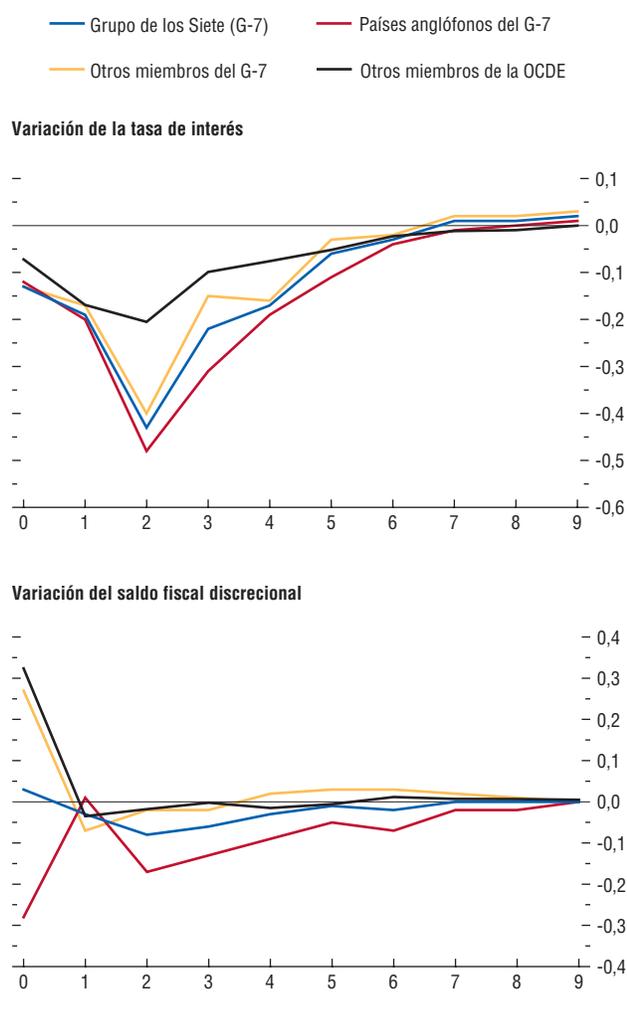


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 5.3. Variación de la respuesta de la política fiscal en las economías avanzadas

(Desviación en puntos porcentuales; eje de las abscisas en trimestres; el shock ocurre en el período cero)

Tras una caída inesperada del crecimiento de 1 punto porcentual por debajo del potencial, los países anglófonos activaron el estímulo fiscal y el monetario; el resto de los miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) optó por una respuesta monetaria más débil y una restricción fiscal discrecional procíclica. En el gráfico se presentan las respuestas durante la muestra posterior (1992:T1–2007:T4).



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Sin embargo, la comparación de los dos paneles revela también que la respuesta anticíclica de la política fiscal discrecional se intensificó desde comienzos de los años noventa⁹. La respuesta de los componentes de gasto e ingreso en la muestra inicial refleja una combinación de aumentos del ingreso ligeramente procíclicos, pequeños incrementos anticíclicos del gasto corriente y profundos recortes procíclicos del gasto de capital. El mayor grado de anticiclicidad de la política fiscal observado desde comienzos de la década pasada es resultado de la disminución del ingreso del gobierno, un aumento más marcado del gasto corriente y recortes procíclicos más pequeños del gasto de capital. La respuesta de los estabilizadores automáticos no cambió en la segunda muestra, en tanto que se afianzó la de la política monetaria. En el gráfico 5.3 se observan diferencias notables entre las economías avanzadas. La política monetaria y fiscal discrecional fue más puntual y más anticíclica en Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido (las tres naciones anglófonas del G-7) que en el resto del grupo. Los demás miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) muestran una anticiclicidad aún más débil, tanto en la política monetaria como en la política fiscal discrecional.

Incertidumbre de los datos y riesgo de la propensión a la deuda

Una inquietud que rodea a menudo el activismo fiscal anticíclico es la posibilidad de que las autoridades reaccionen de manera asimétrica, adoptando políticas expansivas durante la

⁹En la muestra inicial, la política fiscal discrecional es procíclica de inmediato y produce una contracción procíclica acumulativa de alrededor de 0,1 puntos porcentuales del PIB potencial a lo largo de cuatro trimestres. En la muestra posterior la política discrecional no genera un estímulo de inmediato, pero sí un estímulo acumulativo de 0,2 puntos porcentuales a lo largo de cuatro trimestres. Este cálculo coincide, por ejemplo, con Galí y Perotti (2003) y *Perspectivas de la economía mundial* (septiembre de 2003).

desaceleración pero sin endurecerlas durante la recuperación, lo cual implica un aumento permanente de la relación deuda pública/PIB que encierra consecuencias potencialmente adversas para el crecimiento a largo plazo. Para averiguar si la política fiscal de los países del G-7 sufre de esa tendencia asimétrica, se adaptó el marco de ARV para hacer lugar a respuestas asimétricas durante la desaceleración y la recuperación (apéndice 5.1). Los resultados llevan a pensar que tanto la política fiscal como la monetaria están sujetas a un sesgo expansivo, es decir, la expansión durante la desaceleración es mayor que el endurecimiento durante la recuperación (gráfico 5.4). Por el contrario, los estabilizadores automáticos responden de manera simétrica y la expansión durante la desaceleración tiene un contrapeso prácticamente exacto en el endurecimiento durante la recuperación.

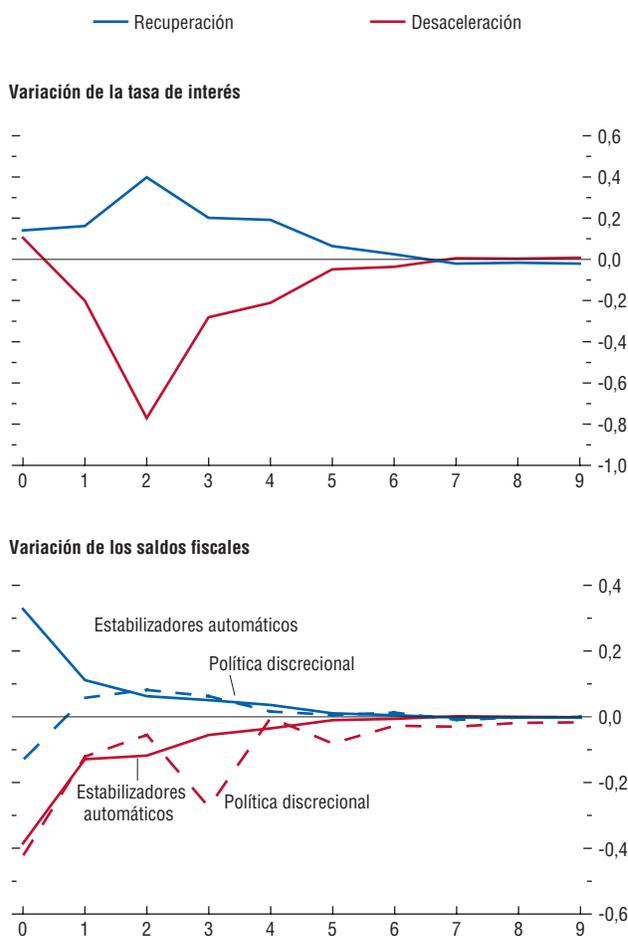
Por ende, aunque la política fiscal discrecional es una herramienta a la cual se recurre activamente, existe una preocupación válida en cuanto a la propensión a la deuda. A título ilustrativo, el recuadro 5.3 describe el caso de una ley estadounidense de estímulo por vía impositiva. La conclusión es que los recortes de impuestos motivados por el ciclo económico fueron puntuales dentro de lo razonable, pero que un 38% adquirió carácter permanente.

Otra preocupación que despierta el activismo fiscal anticíclico es que las autoridades se enfrentan a una incertidumbre sustancial en cuanto a la posición de la economía dentro del ciclo y corren el riesgo de desestabilizarla si responden por error a una desaceleración que resulta no ser tal. Este parece ser un problema grave, según una evaluación de la fiabilidad de estimaciones preliminares del PIB efectuadas por autoridades nacionales¹⁰. Existe una marcada relación negativa entre las estimaciones preliminares del crecimiento y sus revisiones. Un 40% de las estimaciones preliminares que indicaban un crecimiento negativo de un trimestre a otro arrojó un crecimiento positivo

Gráfico 5.4. ¿Hay un sesgo hacia la distensión durante las desaceleraciones de las economías del G-7?

(Desviación en puntos porcentuales; eje de las abscisas en trimestres; el shock ocurre en el período cero)

Tras una perturbación del crecimiento de 1 punto porcentual, tanto la política fiscal discrecional como la política monetaria manifiestan un sesgo hacia la distensión; las medidas son más expansivas durante la desaceleración que restrictivas durante la recuperación. Por el contrario, los estabilizadores automáticos responden simétricamente a las recuperaciones y las desaceleraciones. En el gráfico se presentan las respuestas durante la muestra posterior (1992:T1–2007:T4).



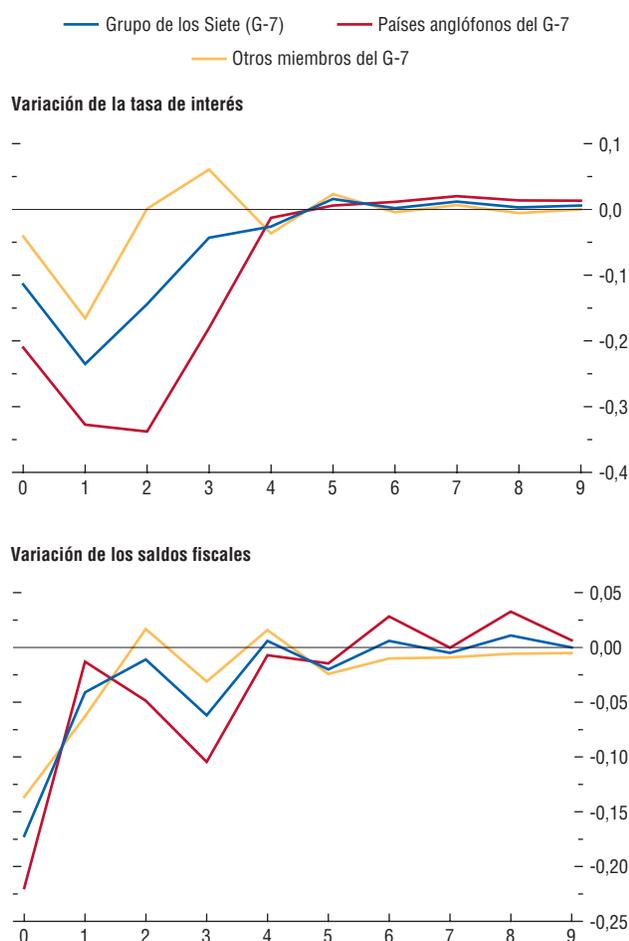
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹⁰Véase el apéndice 5.1. Cimadomo (2008) analiza más a fondo la política fiscal utilizando datos en tiempo real.

Gráfico 5.5. ¿Respondieron las economías del G-7 a desaceleraciones aparentes?

(Desviación en puntos porcentuales; eje de las abscisas en trimestres; el shock ocurre en el período cero)

Tras una disminución aparente del crecimiento de 1 punto porcentual, tanto la política fiscal discrecional como la política monetaria se distendieron, sobre todo en los países anglófonos. En el gráfico se presentan las respuestas durante la muestra posterior (1992:T1–2007:T4).



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

al ser sometido a revisión¹¹. Las pruebas de eficiencia de las previsiones revelan un marcado sesgo hacia el pesimismo en las estimaciones preliminares del crecimiento¹².

Para investigar cómo influyeron los errores de las estimaciones del crecimiento en las políticas fiscales de los países del G-7 se amplió el marco de ARV (apéndice 5.1). Los resultados consignados en el gráfico 5.5 confirman que tanto la política fiscal como la política en cuanto a tasas de interés se vieron afectadas por este tipo de error, con una disminución de 1 punto porcentual del crecimiento estimado en relación con el crecimiento revisado definitivo imputable a la reducción de las tasas de interés y de alrededor de 0,2 puntos porcentuales de la relación saldo fiscal discrecional/PIB potencial. Esto sugiere que las inquietudes en torno a los errores de política fiscal tienen una razón de ser válida, especialmente porque parece menos fácil cambiar de rumbo en el terreno fiscal que en el monetario y porque los errores de política fiscal pueden acarrear consecuencias más prolongadas para la deuda.

¿Es diferente la reacción de la política fiscal en las economías emergentes y las avanzadas?

Algunas de las reservas en cuanto a la aplicación de una política fiscal discrecional quizá cobren más fuerza en el caso de las economías menos avanzadas. Desafortunadamente, en tanto que los datos de la sección anterior tienen una frecuencia trimestral, al abordar un grupo más amplio de economías es necesario trabajar con datos anuales. El análisis presentado a continuación utiliza una muestra de 21 economías avanzadas y 20 economías emergentes y abarca

¹¹Al mismo tiempo, un 30% de los trimestres que según los datos definitivos experimentaron un crecimiento negativo tenían proyectado un crecimiento positivo en las estimaciones preliminares.

¹²Aunque no deja de ser estadísticamente significativo, este sesgo parece haber disminuido en los últimos años, posiblemente gracias a un ambiente de crecimiento más estable y previsible.

Recuadro 5.3. La puntualidad, provisionalidad y focalización de los recortes de impuestos en Estados Unidos¹

En este recuadro se aborda más detenidamente la interrogante de si las intervenciones fiscales en Estados Unidos se han implementado con puntualidad, y si han tenido carácter provisional y han estado bien focalizadas. Un conjunto de datos recopilados recientemente por Romer y Romer (2007) sobre todas las modificaciones importantes de los impuestos aprobadas por ley desde 1945 permite hacer un análisis minucioso de este problema. En base a un examen de documentos oficiales Romer y Romer hacen una distinción entre las modificaciones de los impuestos que fueron motivadas explícitamente por factores cíclicos y las motivadas por otros factores, incluidos la promoción del crecimiento a largo plazo, la reducción de

la deuda y el financiamiento del gasto complementario. De las 50 medidas tributarias federales importantes identificadas, se determinó que siete fueron medidas cíclicas, y, de esas siete, cinco fueron recortes de impuestos destinados a estimular el crecimiento a corto plazo.

En este recuadro la atención se concentra en esos cinco recortes, que se implementaron entre 1970 y 2002, y en la Ley de Estímulo Económico aprobada en febrero de 2008. También se considera la rapidez con que se aprobaron y aplicaron los recortes tras el inicio de una desaceleración y en qué medida tuvieron carácter provisional y estuvieron bien focalizados. Con el fin de determinar con qué rapidez se implementaron los recortes, la desaceleración se define de igual manera que en el texto principal. Los datos sobre crecimiento necesarios para evaluar los resultados del estímulo

Los autores principales de este recuadro son Daniel Leigh y Sven Jari Stehn.

¿En qué medida los recortes de impuestos estuvieron bien focalizados, se aplicaron puntualmente y fueron provisionales?

Recorte impositivo promulgado			Puntualidad		Provisionalidad ¹				Focalización Calificación numérica del impacto ⁴
Fecha de aplicación del estímulo	Designación del decreto	Magnitud del estímulo (porcentaje del PIB)	Fecha de la desaceleración más reciente ²	Desfase interior (trimestres) ³	Proporción provisional		Duración de la fracción provisional (trimestres)		
					Programada	Efectiva	Programada	Efectiva	
1970:T1	Reforma tributaria	1,2	1970:T1	1	0	0	Permanente		1,0
1975:T2	Recorte de los impuestos	3,6	1975:T1	1	97	78	2,3	1,0	2,5
1977:T3	Recorte y simplificación de los impuestos	1,0	1977:T4	1	77	67	1,3	1,0	1,9
2001:T3	Crecimiento económico y armonización de la desgravación fiscal	1,7	2001:T3	1	100	100	1,3	1,3	2,4
2002:T2	Creación de empleos y asistencia a trabajadores	1,7	2001:T3	1	100	67	3,7	4,0	1,3
2008:T2	Estímulo económico	1,1	...	1	100	...	1,6	...	2,7
Media		1,6	...	1	79	62	2,0	1,8	2,0

¹Un estímulo provisional se define como un estímulo que termina. La duración efectiva podría exceder la duración programada debido a prórrogas aprobadas por ley.

²La desaceleración se define como un trimestre en que el crecimiento es negativo o está por debajo de la tasa tendencial de crecimiento y la brecha del producto es inferior a cero en más de una desviación estándar.

³El desfase interior indica el período comprendido entre la fecha en que el estímulo se aprobó por ley y la fecha de su implementación (el trimestre en que de hecho se produjo un cambio de las obligaciones tributarias).

⁴La calificación numérica del impacto (3 = fuerte, 2 = mediano, 1 = escaso) indica el nivel de eficacia en función de los costos según la calificación de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, 2008).

Recuadro 5.3 (conclusión)

del segundo trimestre de 2008 no están aún disponibles.

Los resultados más importantes son los siguientes:

- *Puntualidad.* De los cinco recortes de impuestos motivados por el ciclo económico, cuatro tuvieron lugar en el curso de un trimestre tras la desaceleración (véase el cuadro). El estímulo de 2002 se aplicó tres trimestres después de la desaceleración. El desfase promedio de implementación de los recortes de impuestos, o sea, el lapso entre la aprobación de la ley y su efecto en el ingreso, fue de un trimestre.
- *Provisionalidad.* De los seis recortes de impuestos motivados por el ciclo económico, solo uno fue permanente, aunque el resto tuvo un componente permanente (véase el cuadro). En particular, alrededor del 79% de los recortes se implementaron con carácter provisional, y tuvieron una duración programada media de dos trimestres. Posteriormente, algunos de estos recortes se prolongaron, de modo que una menor proporción —del 62%— terminó de hecho siendo provisional, y el 38% adquirió carácter permanente.
- *Focalización.* La eficiencia de la focalización de los programas de reducción de impuestos

se evalúa mediante el sistema de calificación de la eficacia en función de los costos de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, 2008), que indica el impacto probable de diversos instrumentos de estímulo fiscal en la demanda agregada. En base a este sistema de clasificación, tres de los seis recortes motivados por el ciclo económico se clasifican como eficaces en función de los costos. Más de la mitad del contenido de estos tres programas tributarios consistió en transferencias directas personales y en devoluciones de suma fija, los dos instrumentos fiscales que la Oficina de Presupuesto del Congreso consideró más eficaces en función de los costos. El estímulo de 2008, el más reciente, obtuvo el puntaje más alto, seguido por el de 1975 y el de 2001. Las medidas de estímulo menos eficaces en función de los costos fueron los recortes de impuestos de 1970 y 2002, que en gran parte consistieron en devoluciones de suma fija a las sociedades y en reducciones de la tasa del impuesto de los particulares y las sociedades.

Por consiguiente, en su mayoría las intervenciones fiscales en Estados Unidos han sido puntuales, aunque no siempre han sido provisionales y bien focalizadas.

desde 1970 hasta 2007¹³. La definición de desaceleración es conceptualmente igual a la utilizada con los datos trimestrales, pero en esta sección un nivel “inusitadamente negativo” se define como por debajo de $-0,5$ desviaciones estándar de la brecha del producto a razón del uso de datos anuales¹⁴. En el caso de las economías avanzadas, se utilizan las estimaciones de la elasticidad-ingreso del ingreso y el gasto del gobierno realizadas por

¹³Véanse en el apéndice 5.1 una lista de economías y episodios de desaceleración.

¹⁴En consecuencia, las reactivaciones se definen como episodios en los cuales la brecha del producto es superior a $0,5$ desviaciones estándar. El producto potencial se mide con un filtro de Hodrick-Prescott con λ a $6,25$, el valor recomendado en Ravn y Uhlig (2002).

la OCDE a fin de calcular el saldo cíclico. No obstante, como no existen estimaciones de ese tipo para las economías emergentes, se presume que el ingreso público tiene una relación de uno a uno con el ciclo económico, pero el gasto, no; es decir, el ingreso público tiene una elasticidad-ingreso de 1, y el gasto, de 0 (véanse los detalles en el apéndice 5.1). Por lo tanto, se define como expansión fiscal toda variación negativa del saldo primario ajustado según el ciclo de más de $0,25$ puntos porcentuales, y como contracción fiscal toda variación positiva de más de $0,25$ puntos porcentuales. Cuando la variación del saldo primario ajustado según el ciclo es inferior a $0,25$ puntos porcentuales (del lado positivo o negativo), se considera que la política fiscal es neutral. Por lo tanto, tenemos

tres posibilidades de orientación fiscal: estímulo (397 episodios), neutral (155 episodios) y endurecimiento (437 episodios).

Además de las presunciones que impone la selección de conjuntos de datos y definiciones, cabe hacer en este caso una serie de salvedades. En particular, el uso de datos anuales impide caracterizar con exactitud las intervenciones fiscales que comienzan y terminan dentro de un mismo año. Segundo, lo que importa es la imagen que tienen las autoridades del estado de la economía en tiempo real, y esa imagen puede diferir sustancialmente de las inferencias basadas en datos revisados; sin embargo, a falta de datos históricos que ofrezcan coherencia en tiempo real es difícil neutralizar esa diferencia.

Teniendo en cuenta esas salvedades, surgen del análisis los siguientes hechos estilizados:

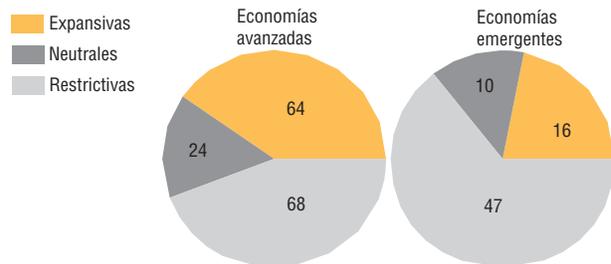
- Comparadas con las economías avanzadas, las economías emergentes responden con un estímulo fiscal apenas en la mitad de los episodios de desaceleración: 22% frente a 41% (gráfico 5.6, panel superior). Cuando aplican ese estímulo, la respuesta es ligeramente superior, expresada en términos de la variación del saldo primario ajustado según el ciclo como porcentaje del PIB potencial (gráfico 5.6, panel medio, primera y tercera barras). Pero la razón es que las desaceleraciones son más profundas (gráfico 5.6, panel medio, segunda y cuarta barras).
- En poco más de un tercio de los episodios, el estímulo fiscal se canaliza a través del ingreso y del gasto. Cuando predomina un tipo de estímulo, se trata del gasto, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes (gráfico 5.6, panel inferior).
- En las economías emergentes, las variaciones del saldo primario global suelen ser procíclicas, a pesar de los efectos anticíclicos de los estabilizadores automáticos (gráfico 5.7, panel superior)¹⁵. Y son más procíclicas durante las desaceleraciones cuando las economías

¹⁵Esta observación coincide con Kaminsky, Reinhart y Végh (2004) y con otros estudios, y se constata independientemente de que el régimen cambiario sea fijo o flotante en el momento del episodio.

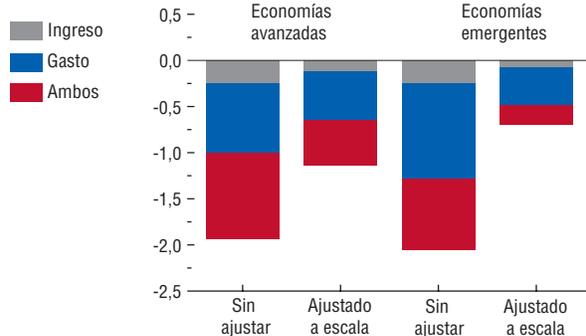
Gráfico 5.6. Composición del estímulo fiscal durante las desaceleraciones de economías avanzadas y emergentes

En los dos primeros gráficos circulares pueden observarse los tipos de política fiscal —expansiva, neutral o restrictiva— con que las economías avanzadas y emergentes respondieron a las desaceleraciones. Los gráficos de barras indican la magnitud promedio del estímulo fiscal. Los colores permiten apreciar en qué proporción del total de la muestra se canalizó el estímulo a través del ingreso público, de modificaciones del gasto público o de ambos. Los dos últimos gráficos circulares presentan la frecuencia de uso del ingreso público, de modificaciones del gasto o de ambos, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.

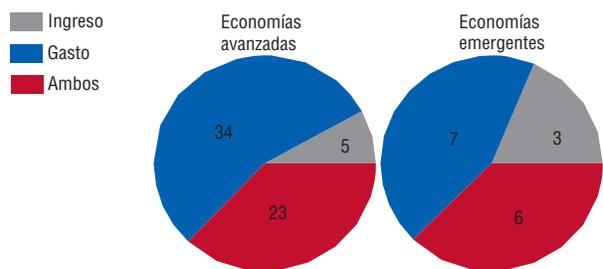
Total de respuestas fiscales durante desaceleraciones



Variación promedio del saldo primario ajustado según el ciclo durante desaceleraciones 1.2



Total de economías que respondieron con un estímulo basado en:



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

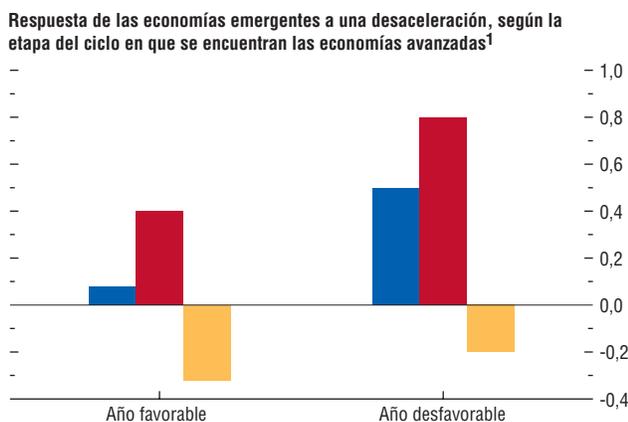
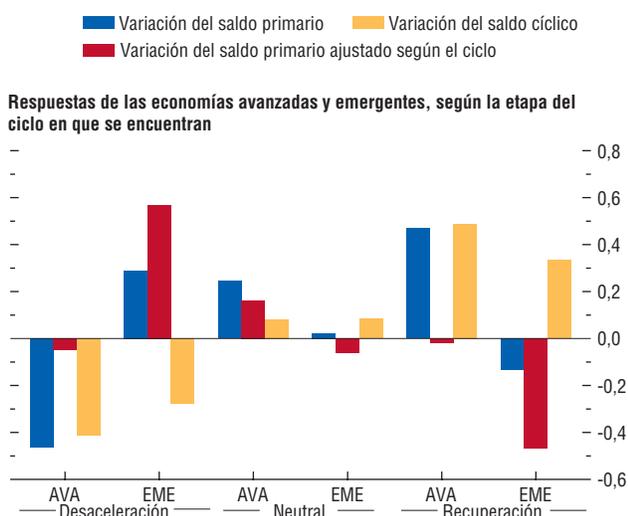
¹Variación promedio del saldo primario ajustado según el ciclo vinculada a distintos tipos de estímulo fiscal ponderados según la proporción de casos de estímulo fiscal de un tipo determinado entre los países que respondieron a una desaceleración con un estímulo fiscal.

²Para cada grupo de economías, la columna de la izquierda es la variación del saldo primario ajustado según el ciclo como porcentaje del PIB, y la de la derecha, la variación del saldo primario ajustado según el ciclo como porcentaje del PIB ajustado a escala de acuerdo con las desviaciones estándar de las variaciones de la brecha del producto.

Gráfico 5.7. Respuestas de la política fiscal durante desaceleraciones y recuperaciones

(Variación promedio, porcentaje del PIB)

El primer gráfico de barras muestra las respuestas promedio de la política fiscal en las economías avanzadas (AVA) y emergentes (EME) en episodios en los cuales el PIB se desaceleró, se mantuvo neutral y se recuperó (de izquierda a derecha). Una cifra negativa denota estímulo fiscal. La política fiscal discrecional está vinculada al saldo primario ajustado según el ciclo. El segundo gráfico de barras presenta las respuestas promedio de la política fiscal en las economías emergentes cuando las economías avanzadas se encuentran en una desaceleración y una recuperación. En ambos gráficos, la variación promedio del saldo está ajustada a escala de acuerdo con las desviaciones estándar de las variaciones de la brecha del producto.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹Variación promedio del saldo ajustado a escala de acuerdo con las desviaciones estándar de las variaciones de la brecha del producto. Un año favorable es un año en el que la brecha promedio ponderada según el PIB registrada en las economías avanzadas está por debajo de la mediana de la brecha promedio ponderada según el PIB registrada en las economías avanzadas a lo largo de todos los años.

avanzadas también están experimentando una desaceleración, lo cual es coherente con el aumento de las primas de financiamiento externo (gráfico 5.7, panel inferior). En las economías avanzadas, las variaciones del saldo fiscal primario son en promedio anticíclicas —principalmente debido a la acción de los estabilizadores automáticos—, medidas como variaciones del saldo cíclico.

Los efectos macroeconómicos de la política fiscal discrecional

Habiendo definido las desaceleraciones y los episodios de estímulo fiscal, esta sección aborda la cuestión central: los efectos macroeconómicos de una política fiscal discrecional, sobre todo durante una desaceleración. Mediante un análisis de eventos se han detectado algunos patrones básicos, utilizando el mismo indicador del impulso fiscal basado en la elasticidad de la sección anterior, y efectuando luego regresiones para evaluar de manera más sistemática la relación causa-efecto.

Análisis de eventos de los episodios de desaceleración y estímulo fiscal

El análisis de eventos revela la dinámica de variables macroeconómicas clave —crecimiento del PIB real, relación deuda/PIB, inflación, tipos de cambio, cuenta corriente y crecimiento del dinero— en torno a episodios de desaceleración. El cuadro 5.1 y el gráfico 5.8 muestran cómo se mueven juntos las variables macroeconómicas y el estímulo fiscal antes, durante y después de una desaceleración. Como era de esperar, la relación deuda/PIB sube después de un estímulo fiscal y mejora cuando la política fiscal se endurece, en tanto que el saldo en cuenta corriente mejora durante un año de desaceleración cuando la política fiscal se endurece, y empeora en presencia de un estímulo. Pero en el caso de las otras variables los resultados por lo general son ambiguos. En particular, las tasas de crecimiento son más elevadas durante una desaceleración cuando no hay estímulo fiscal, pero varían un poco más entre

Cuadro 5.1. Indicadores macroeconómicos en torno a desaceleraciones, con y sin impulso fiscal: Todas las economías¹

Mediana	Número de observaciones en la desaceleración	Promedio trienal antes de la desaceleración	Un año antes de la desaceleración	Año de la desaceleración	Un año después de la desaceleración	Promedio cuadrienal después de la desaceleración
Crecimiento del PIB real						
Estímulo fiscal	51	3,1	2,2	-0,1	3,6	3,2
Restricción fiscal	83	2,5	2,8	0,7	4,2	3,6
Variación de la relación deuda/PIB						
Estímulo fiscal	43	-1,4	-0,5	2,2	1,1	0,8
Restricción fiscal	61	1,4	1,5	1,2	-0,9	-1,2
Variación del saldo primario ajustado según el ciclo						
Estímulo fiscal	51	0,0	-0,2	-1,1	0,0	0,2
Restricción fiscal	83	0,0	0,1	1,6	-0,2	0,2
Inflación						
Estímulo fiscal	48	5,6	5,5	4,7	3,0	2,7
Restricción fiscal	78	7,1	6,2	5,2	5,0	5,1
Variación del tipo de cambio nominal²						
Estímulo fiscal	41	-0,6	0,0	2,9	-0,5	0,1
Restricción fiscal	72	4,6	3,3	7,9	3,5	2,3
Superávit en cuenta corriente						
Estímulo fiscal	51	-2,4	-2,9	-0,8	-0,9	-1,2
Restricción fiscal	81	-0,9	-0,8	0,0	0,2	-0,1
Crecimiento monetario real						
Estímulo fiscal	32	5,0	2,6	1,7	4,2	4,8
Restricción fiscal	54	4,6	4,3	3,3	4,9	5,0

Nota: Para cada variable se calcula la mediana correspondiente a las tres categorías de orientación fiscal durante el primer año de la desaceleración: estímulo, neutralidad y restricción. En cada caso los valores representan el promedio de la mediana registrada en el trienio previo a la desaceleración, un año antes de la desaceleración, el primer año de la desaceleración, un año después de concluida la desaceleración y el promedio del cuadrienio posterior a la desaceleración. Algunas desaceleraciones duran más de un año; en ese caso, el año posterior a la desaceleración es el primer año posterior al año en que concluyó la desaceleración.

¹El impulso fiscal durante el primer año de la desaceleración es una disminución de la relación entre el saldo primario ajustado según el ciclo y el PIB a menos de 0,25 puntos porcentuales del PIB.

²El tipo de cambio es entre la moneda local y el dólar de EE.UU. (el signo + denota depreciación).

el año de la desaceleración y el año siguiente cuando hay estímulo fiscal. Este comportamiento se observa tanto en las economías avanzadas como en las emergentes.

El cuadro 5.2 exhibe los valores medianos del crecimiento del PIB real en todas las economías durante los episodios de desaceleración y estímulo fiscal cuando entran en juego variables que, teóricamente, podrían tener un efecto importante: la deuda pública, el saldo en cuenta corriente, la apertura comercial y el régimen cambiario¹⁶. El

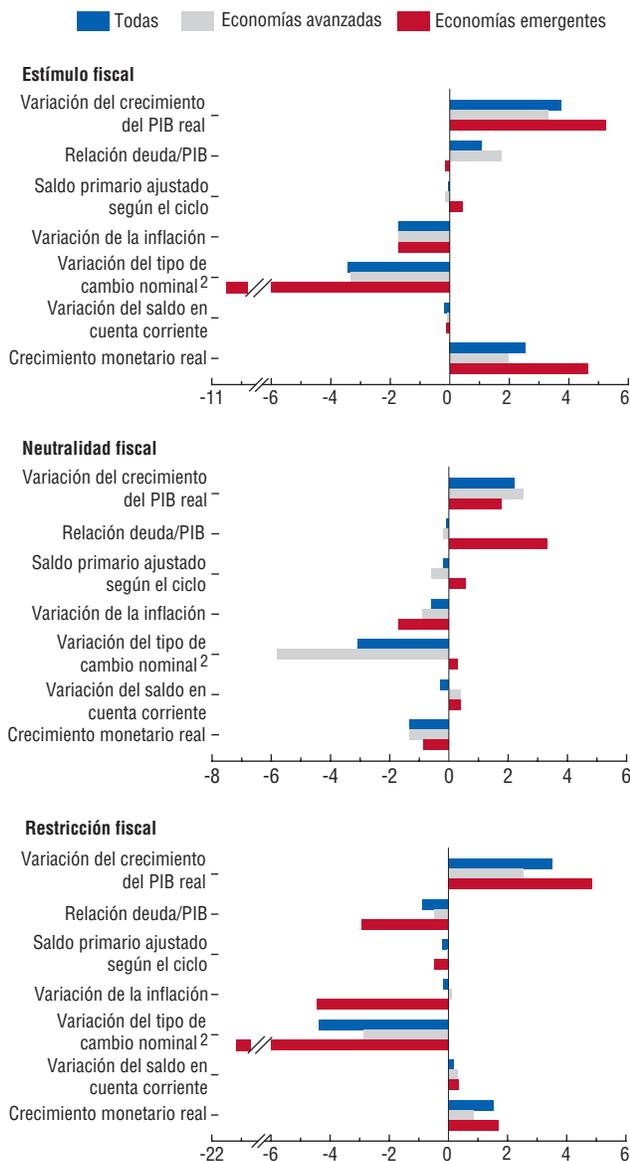
gráfico 5.9 muestra la diferencia entre las tasas de crecimiento registradas en el año de la desaceleración y el año siguiente. Al evaluar estos factores condicionantes, se observa escasa diferencia en el impacto de la política fiscal a causa de variaciones del saldo en cuenta corriente, la apertura comercial y el régimen cambiario, al contrario de lo que plantea la teoría. Sin embargo, el nivel de deuda pública sí parece estar relacionado con diferencias coherentes del nivel de crecimiento: las economías que ponen en marcha un estímulo fiscal y tienen

¹⁶En el caso de las tres primeras variables, los resultados se dividieron en niveles "elevados" y "bajos", según el promedio registrado por la variable en cuestión tres años antes del episodio de recesión. El umbral elevado y el umbral bajo son los valores medianos de la muestra

global, salvo en el caso de la deuda, para el cual se tomó como umbral elevado un 75% en las economías avanzadas y un 25% en las economías emergentes. Los regímenes de cambio se categorizaron según si el tipo de cambio era fijo o flotante durante el primer año de desaceleración.

Gráfico 5.8. Indicadores macroeconómicos después de una desaceleración, con y sin estímulo fiscal¹

Los gráficos representan las variaciones de los indicadores macroeconómicos entre el año de la desaceleración y el primer año siguiente a la desaceleración.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹El estímulo fiscal durante el primer año de la desaceleración se define como una disminución de la relación entre el saldo primario ajustado según el ciclo y el PIB inferior a 0,25 puntos porcentuales del PIB.

²El tipo de cambio es entre la moneda local y el dólar de EE.UU. (el signo + denota depreciación). El valor para las economías emergentes con estímulo fiscal es -10,5 y con restricción fiscal, -21,2.

una deuda pública elevada cuando comienza la desaceleración por lo general registran tasas de crecimiento más bajas antes y después del año de desaceleración, y el repunte del crecimiento suele ser más débil durante el año siguiente al estímulo fiscal; por el contrario, las economías con una deuda elevada que endurecen la política fiscal experimentan un crecimiento más fuerte.

Pasando a la modalidad de implementación de la política fiscal, las economías que canalizan el estímulo a través del ingreso y el gasto público experimentan una desaceleración menos intensa que las economías que optan solamente por una u otra vertiente; con todo, las políticas basadas en el ingreso están vinculadas a una recuperación más rápida y un crecimiento más vigoroso en los años siguientes (cuadro 5.3)¹⁷. Por el contrario, el endurecimiento de la política fiscal a través del gasto está vinculado a un crecimiento más fuerte en los años siguientes a la desaceleración.

En resumen, el análisis de eventos indica que la deuda y la composición del estímulo fiscal pueden ser importantes para comprender los efectos de la política fiscal, y que es difícil observar patrones claros en el caso de otras variables que, de acuerdo con la teoría, podrían resultar significativas.

Análisis de regresión

El análisis de eventos muestra solamente los vínculos entre la orientación fiscal y la dinámica de la variable macroeconómica en cuestión, sin mostrar ninguna causación entre variables¹⁸. más, al caracterizar las variables de acuerdo con categorías simples y considerarlas de manera individual y aislada, quizá quede enmascarada

¹⁷Estos resultados deben interpretarse con cuidado debido al reducido tamaño de la muestra de episodios que canalizaron el estímulo a través del ingreso público.

¹⁸Los vínculos con el crecimiento constituyen un ejemplo clásico: si la tasa de crecimiento durante la desaceleración es más baja cuando la política fiscal es muy enérgica, ¿hay que concluir que la política fiscal no es eficaz o que la política fiscal tiene que ser muy enérgica porque la desaceleración es muy profunda?

Cuadro 5.2. Crecimiento del PIB real e impulso fiscal en distintas condiciones iniciales: Todas las economías^{1,2}

Variables condicionantes ³	Número de observaciones en la desaceleración	Promedio trienal antes de la desaceleración	Un año antes de la desaceleración	Año de la desaceleración; crecimiento del PIB real	Un año después de la desaceleración	Promedio cuadrienal después de la desaceleración
Nivel de deuda pública						
Elevado	13	2,1	1,5	-0,1	2,7	2,0
Bajo	30	3,1	2,4	-0,3	3,6	3,2
Saldo en cuenta corriente ⁴						
Elevado	22	2,7	2,4	0,3	2,6	2,4
Bajo	27	3,2	2,0	-0,7	3,9	3,4
Apertura al comercio internacional						
Elevado	24	3,0	2,6	-0,1	2,7	3,1
Bajo	25	3,4	1,6	-0,3	3,9	3,4
Tipo de cambio						
Fijo	20	2,8	2,0	-0,3	3,1	3,0
Flotante	26	3,1	1,9	0,2	3,7	3,3

¹El impulso fiscal durante el primer año de la desaceleración es una disminución de la relación entre el saldo primario ajustado según el ciclo y el PIB a menos de 0,25 puntos porcentuales del PIB.

²Las condiciones iniciales de las variables se definen como el promedio trienal anterior al año de la desaceleración.

³El umbral de un nivel elevado de deuda es 75% en las economías avanzadas y 25% en las emergentes. Los umbrales de todas las demás variables son la mediana de la variable a lo largo de la muestra.

⁴Un valor positivo del saldo en cuenta corriente significa superávit, y un valor negativo, déficit.

información clave sobre la magnitud de las variables y su interacción. Para evitarlo, se utiliza un marco de regresión.

El marco conceptual de estas regresiones es un examen de los efectos de la política fiscal discrecional en el crecimiento del PIB real, neutralizando los efectos potenciales de la política monetaria y otras fuentes de estímulo de la demanda, y teniendo en cuenta factores que podrían afectar a la transmisión del estímulo fiscal.

El principal regresor de interés es el indicador del impulso fiscal¹⁹. En circunstancias ideales, este indicador captaría todas las variaciones discrecionales de la orientación fiscal, ya sean reacciones sistemáticas al estado de la economía o medidas discrecionales no sistemáticas (o sea, imprevistas). Sin embargo, el componente sistemático del indicador del impulso fiscal es endógeno, lo cual complica la inferencia estadística. Además, como se describe en el recuadro 5.2, resulta muy difícil distinguir entre variaciones sistemáticas de la política fiscal y estabilizadores

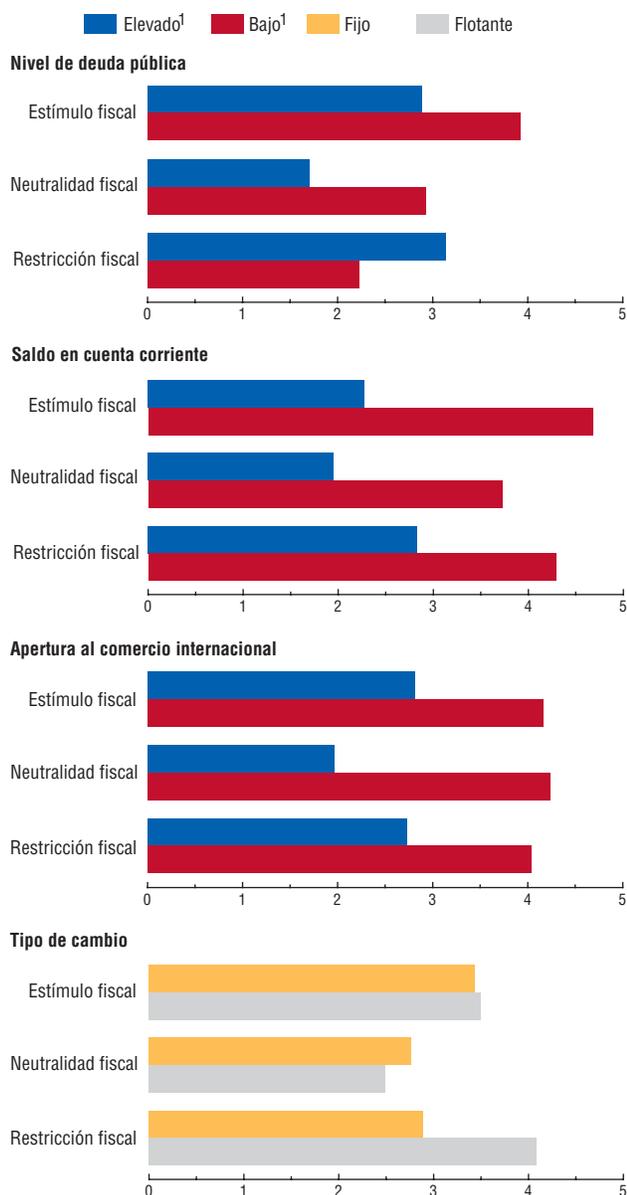
automáticos. En principio sería posible hacerlo recurriendo al indicador del impulso fiscal basado en la elasticidad que se utilizó en la sección anterior, pero a menos que las elasticidades sean perfectamente exactas en cada período —y, por ende, el producto potencial esté medido correctamente— este tipo de indicador probablemente sufra de una endogeneidad mayor relacionada con los errores de medición, lo cual restaría validez a las regresiones.

Para corregir los problemas de endogeneidad y comprobar la solidez, se utiliza un segundo indicador del impulso fiscal que se centra exclusivamente en el componente no sistemático de la política fiscal discrecional (tal como lo hacen los estudios que emplean la autorregresión vectorial estructural (ARVE) y una metodología “narrativa”; recuadro 5.2). Este indicador busca reconocer variaciones imprevistas de la orientación fiscal, basadas según el país en regresiones separadas del ingreso y el gasto público que parten del crecimiento del producto y una tendencia temporal, como se explica con más detalle en el apéndice 5.1. (En el resto del capítulo nos referiremos a este indicador como

¹⁹Todas las variables ahora son continuas y ya no pertenecen a las categorías utilizadas en el análisis de eventos.

Gráfico 5.9. Variaciones del crecimiento del PIB real y de las políticas fiscales en distintas condiciones iniciales

Los gráficos de barras representan las variaciones del crecimiento del PIB real entre el año de la desaceleración y el primer año siguiente a la desaceleración, diferenciadas según las condiciones macroeconómicas imperantes tres años antes de la desaceleración (deuda, cuenta corriente, apertura al comercio internacional y crecimiento monetario) y según el régimen cambiario y la composición del impulso fiscal en el año de la desaceleración.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹El umbral de un nivel elevado de deuda es del 75% en las economías avanzadas y del 25% en las emergentes. Los umbrales del saldo en cuenta corriente y de la apertura al comercio internacional son la mediana de la variable a lo largo de la muestra.

el indicador del impulso fiscal basado en la regresión, para distinguirlo del indicador basado en la elasticidad.)

Los otros regresores son dos valores rezagados del crecimiento del PIB real, para neutralizar la inercia endógena de la economía; el crecimiento del dinero real (contemporáneo y con dos valores rezagados), como indicador de la política monetaria; las variaciones de la demanda externa (contemporáneas y con dos valores rezagados), y el tamaño del gobierno. Su significancia se encuentra a un nivel de 10% y se los utilizó en todas las especificaciones siguientes.

El cuadro 5.4 presenta los principales resultados en términos de la reacción del PIB real a un impulso fiscal de 1%, usando tanto el indicador del impulso fiscal basado en la elasticidad como el basado en la regresión²⁰. Los valores muestran los efectos que experimenta el producto en el año de la intervención fiscal y tres años después; una cifra positiva significa que un estímulo fiscal positivo hace subir el producto²¹. Los resultados de la especificación de base se presentan en la primera hilera. Utilizando cualquiera de los dos indicadores del impulso fiscal, el efecto estimado del estímulo fiscal sobre el crecimiento del producto con la especificación de base es débil —está más cerca de cero que del postulado keynesiano de 1 o más— y pasa a ser negativo después de tres años. Sin embargo, como se puede observar en la segunda y tercera hileras, ese resultado oculta importantes diferencias entre países. En las economías avanzadas, los multiplicadores son estadísticamente significativos y moderadamente positivos: un estímulo fiscal de 1 punto porcentual provoca un aumento del crecimiento del PIB real de aproximadamente 0,1% de inmediato, y de hasta 0,5% al cabo de

²⁰El apéndice 5.1 contiene cuadros con estimaciones de los coeficientes y diagnósticos de las regresiones.

²¹Sin embargo, obsérvese que las regresiones en las que se basan las nueve primeras hileras no distinguen entre el estímulo fiscal y el endurecimiento fiscal; por lo tanto, se presume que desde el punto de vista del producto hay coherencia entre un efecto negativo del endurecimiento fiscal y un efecto positivo del estímulo fiscal.

Cuadro 5.3. Crecimiento del PIB real e impulso fiscal por composición: Todas las economías^{1,2}

Variables condicionantes	Número de observaciones en la desaceleración	Promedio trienal antes de la desaceleración	Un año antes de la desaceleración	Año de la desaceleración; crecimiento del PIB real	Un año después de la desaceleración	Promedio cuadrial después de la desaceleración
Estímulo fiscal						
Impulso a través del ingreso público	5	4,4	2,8	-0,7	3,6	4,1
Impulso a través del gasto público	31	3,1	2,0	-0,4	2,9	3,0
Impulso a través de ingreso y gasto públicos	15	3,0	1,6	0,6	4,1	3,5
Restricción fiscal						
Impulso a través del ingreso público	31	2,4	2,3	-0,2	3,3	3,1
Impulso a través del gasto público	17	2,8	3,2	1,2	5,0	4,3
Impulso a través de ingreso y gasto públicos	35	2,7	3,3	1,1	4,3	4,2

¹El impulso fiscal durante el primer año de la desaceleración es una disminución de la relación entre el saldo primario ajustado según el ciclo y el PIB a menos de 0,25 puntos porcentuales del PIB.

²Las condiciones iniciales de las variables se definen como el promedio trienal anterior al año de la desaceleración.

tres años. Estos valores son bastante parecidos a los efectos detectados en análisis anteriores con ARVE y estudios prácticos. Por el contrario, aunque en las economías emergentes se observa un impacto parecido al que registran las economías avanzadas, los efectos sobre el producto a mediano plazo son negativos con ambos indicadores del impulso fiscal: en estas economías, la política fiscal discrecional efectivamente parece provocar más daños que beneficios.

Las respuestas del producto consignadas en las seis hileras siguientes indican que, en términos globales, las medidas de estímulo basadas en el ingreso parecen incrementar más el PIB real que las medidas basadas en el gasto, sobre todo a mediano plazo y en las economías avanzadas. El estímulo canalizado a través del gasto siempre tiene efectos negativos en las economías emergentes después de tres años, quizá porque se teme que, una vez adoptado, sea difícil de dismantelar.

Una cuestión fundamental es si la política fiscal discrecional puede estimular la economía durante una desaceleración. A eso se refieren las cuatro últimas hileras del cuadro. Si se neutraliza la desaceleración, los efectos generales de las intervenciones fiscales parecen ser positivos y, de hecho, son un poco más fuertes que con la especificación de base. Sin embargo, es posible que los resultados de estos multiplicadores respondan

a efectos negativos fuertes generados por el enduramiento de la política fiscal y que no reflejen efectos significativamente positivos generados por el estímulo fiscal. Si se neutralizan concretamente los efectos del estímulo fiscal, los efectos de hecho resultan negativos con los dos indicadores del impulso fiscal (aunque se observa cierta mejora del crecimiento del producto en los años siguientes, de modo que el nivel del producto es menos negativo que al comienzo).

Es lógico preguntarse de dónde proviene la diferencia. Una posibilidad es que los indicadores del impulso fiscal no corrijan debidamente el problema de endogeneidad, sobre todo en el caso del indicador basado en la elasticidad, lo cual podría sesgar los resultados²². Si no se trata de un problema de medición, los efectos podrían depender de las expectativas del sector privado en torno a las implicaciones del estímulo fiscal para la deuda. Las dos últimas

²²Por ejemplo, durante las desaceleraciones disminuyen tanto el ingreso fiscal como el producto. Si las regresiones no neutralizan la respuesta de los estabilizadores automáticos, una respuesta automática podría interpretarse como un estímulo fiscal, que las regresiones naturalmente juzgarían como ineficaz. Esto tiene más probabilidades de ocurrir con el indicador basado en la elasticidad; es muy posible que el valor unitario asignado a la elasticidad-ingreso en las economías emergentes sea demasiado bajo, lo cual tendería a sesgar los resultados, especialmente a corto plazo.

Cuadro 5.4. Reacción del PIB real frente a cambios de la política fiscal discrecional

Efecto en:	Reacción del PIB real			
	Indicador del impulso fiscal basado en la elasticidad		Indicador del impulso fiscal basado en la regresión	
	Año cero	Año tres	Año cero	Año tres
	<i>(Con respecto a un impulso fiscal positivo de 1 punto porcentual del PIB)</i>			
Especificación de base	0,15	-0,16	0,08	-0,02
Diferencias entre países				
Solo economías avanzadas	0,12	0,13	0,11	0,51
Solo economías emergentes	0,21	-0,03	0,10	-0,09
Composición				
Cambios de la política de ingreso público	0,21	0,12	0,10	0,14
Cambios de la política de gasto público	0,13	-0,21	0,06	-0,06
Composición: solo economías avanzadas				
Cambios de la política de ingreso público	0,35	0,59	0,01	0,40
Cambios de la política de gasto público	-0,09	-0,26	0,15	0,52
Composición: solo economías emergentes				
Cambios de la política de ingreso público	0,23	0,23	0,13	0,17
Cambios de la política de gasto público	0,20	-0,18	0,08	-0,23
Desaceleraciones	0,29	0,00	0,10	0,04
Solo estímulo fiscal	-1,30	-0,88	-0,87	-0,29
Solo estímulo fiscal; deuda inicial elevada	-1,75	-2,05	-1,05	-0,80
Solo estímulo fiscal; deuda inicial baja	-0,96	-0,36	-0,65	0,13

hileras muestran en qué medida los efectos dependen del nivel de deuda pública en el momento de la intervención. En las economías con un bajo nivel de deuda, el efecto inicial de un estímulo fiscal es negativo, pero se registra un efecto positivo sobre el crecimiento en los años siguientes, de modo tal que el efecto neto después de tres años es relativamente negativo cuando se utiliza el indicador basado en la elasticidad, y positivo cuando se utiliza el indicador basado en la regresión. Por el contrario, en las economías altamente endeudadas, el efecto siempre es profundo y persistentemente negativo. Esto lleva a pensar que las inquietudes en torno a la sostenibilidad fiscal podrían estar dirigiendo las decisiones de gasto, incluso si la política fiscal corriente parece estimulativa²³.

Se efectuaron otras regresiones con términos de interacción del indicador del impulso fiscal y

variables ficticias que indican: 1) una apertura elevada o escasa al comercio internacional; 2) niveles elevados o bajos de desarrollo financiero, como indicador de las restricciones a la liquidez; 3) un régimen cambiario fijo o flotante, y 4) un superávit en cuenta corriente alto o bajo, como indicador de la sostenibilidad fiscal. Un nivel más elevado de apertura comercial y desarrollo financiero produce multiplicadores más altos, al igual que un tipo de cambio flotante. Estos resultados contradicen la teoría económica y plantean la posibilidad de que la preocupación en torno a la deuda sea un factor determinante de la eficacia de la política fiscal. De hecho, un saldo en cuenta corriente superior al promedio (por lo general un superávit) suele estar vinculado a multiplicadores más altos²⁴. Por último, al efectuar la regresión de base con dos submuestras temporales distintas se

²³Los efectos del estímulo fiscal y del endurecimiento fiscal son mucho peores cuando se neutralizan las desaceleraciones graves; véanse los detalles en el apéndice 5.1.

²⁴A mediano plazo, los multiplicadores son positivos cuando se usa el indicador del impulso fiscal basado en la regresión, pero siguen siendo negativos con el indicador basado en la elasticidad.

observa un hecho que merece tenerse en cuenta: los multiplicadores parecen haber sido más débiles en los últimos años²⁵.

Este análisis indica que la política fiscal discrecional es capaz de estimular el crecimiento del producto, sobre todo si se canaliza a través del ingreso. Pero hay que tener cuidado al poner en marcha el estímulo durante una desaceleración, ya que se observa empíricamente que tendrá éxito únicamente cuando la situación fiscal de base sea sólida. En otras palabras, los gobiernos tienen que mejorar los saldos durante las aceleraciones y comprometerse firmemente a evitar que el estímulo ponga en peligro la sostenibilidad de la deuda.

El estímulo fiscal observado a través de una simulación

En la sección anterior se presentaron datos sobre algunos multiplicadores moderadamente positivos, pero con salvedades notables en cuanto al tipo de economía, la composición del impulso fiscal y el nivel de deuda. Obviamente existe un gran número de factores potencialmente importantes que las autoridades deben tener en cuenta al elaborar una medida fiscal discrecional. El objetivo de esta sección es examinar en condiciones controladas hasta qué punto los efectos del estímulo fiscal dependen de la estructura de la economía en cuestión.

El modelo utilizado es una versión anual del Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial (GIMF, por sus siglas en inglés). Se trata de un modelo de equilibrio general estocástico dinámico multinacional que contiene una serie de características útiles en comparación con otros modelos monetarios del ciclo económico (como consumidores miopes, consumidores con limitaciones de liquidez y beneficios potenciales a largo plazo de la inversión pública desde el punto de

vista de la productividad) y una amplia variedad de instrumentos fiscales que influyen en las decisiones intertemporales de los hogares y las empresas (inversión pública, tributación del trabajo y del consumo, y transferencias a los hogares)²⁶.

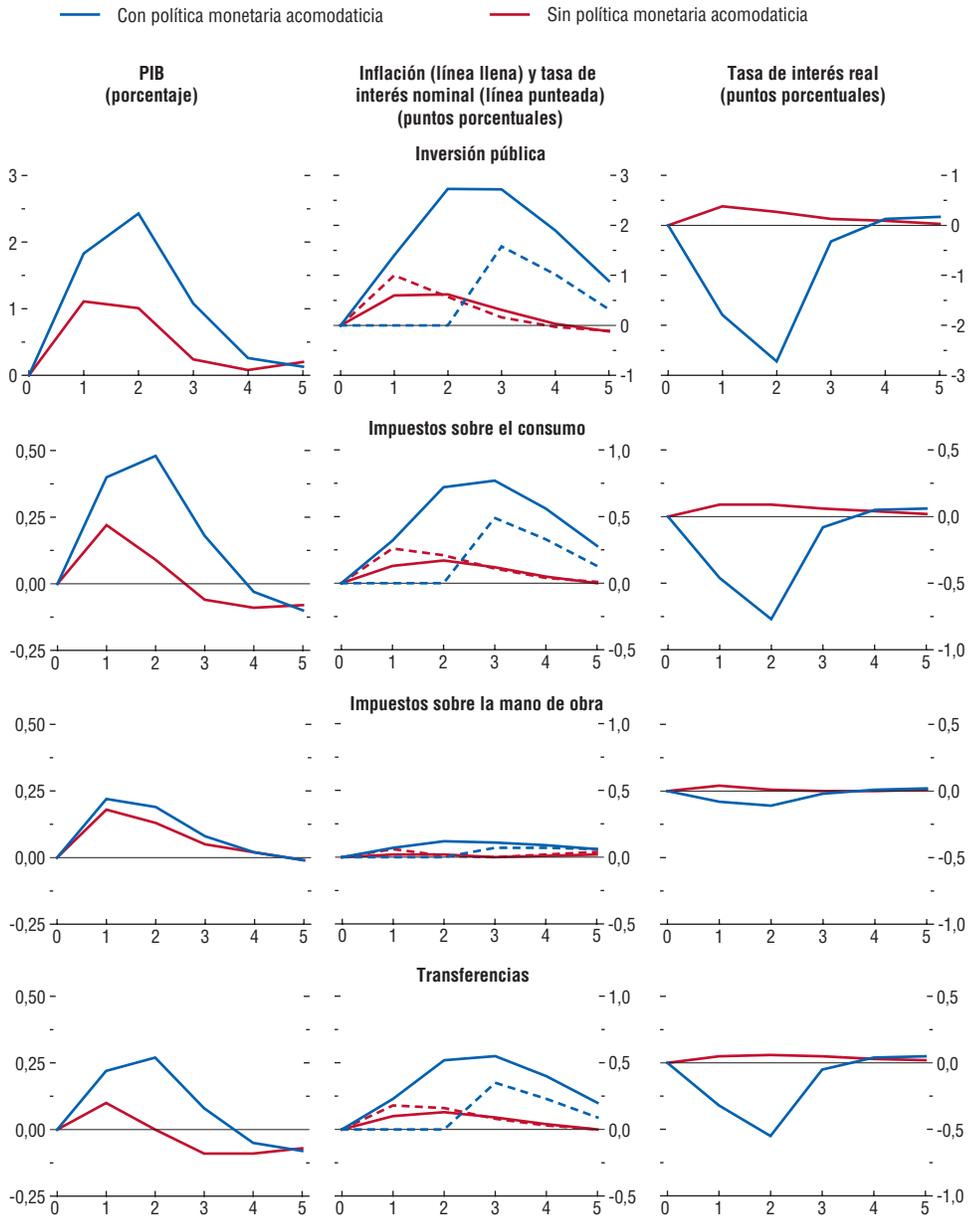
La primera simulación compara los resultados de variables macroeconómicas críticas obtenidos con distintos instrumentos de política fiscal en una economía grande y Estados Unidos como parámetro de calibración. Los resultados aparecen en el gráfico 5.10. La perturbación es una expansión fiscal transitoria, calibrada para producir un déficit primario que se encuentre un 1% por encima del nivel de base el primer año y un 0,5% el segundo. Posteriormente, una función de reacción fiscal devuelve la deuda al nivel inicial aumentando los impuestos de monto fijo. El estímulo fiscal es totalmente imprevisto el primer año, pero su trayectoria temporal —intensificación del estímulo el segundo año e implicaciones a más largo plazo para los impuestos— queda completamente clara una vez iniciado. Cada hilera del gráfico 5.10 muestra, de izquierda a derecha, las reacciones del PIB (en desviaciones porcentuales respecto de la línea de base), la inflación y las tasas de interés nominales (en desviaciones respecto de la línea de base expresadas en puntos porcentuales) y las tasas de interés reales (en desviaciones respecto de la línea de base expresadas en puntos porcentuales). En sentido descendente, las hileras muestran el impacto de los distintos instrumentos fiscales: inversión pública, impuestos sobre el consumo, impuestos sobre la renta del trabajo, y transferencias a los hogares. En cada panel aparecen dos respuestas: una presume que las tasas de interés nominales reaccionan frente a desviaciones previstas de la inflación respecto de la meta, y la otra, que las tasas de interés nominales se mantienen constantes durante los dos primeros años, dando cabida así al estímulo fiscal.

²⁵Este hecho resulta particularmente notable en las economías avanzadas. Una de las razones —que coincide con los datos empíricos y las simulaciones presentadas más adelante— es que su política monetaria es menos acomodaticia en la actualidad.

²⁶Los bloques de países son: Estados Unidos, la zona del euro, Japón, las economías emergentes de Asia y el resto de las economías. En Kumhof y Laxton (2008) se presenta una descripción detallada del modelo.

Gráfico 5.10. Efecto de la expansión fiscal en una economía grande
(Desviación respecto de la línea de base; año en el eje de las abscisas; el shock ocurre en el año 0)

Respuestas del impulso frente a un 1% de aumento del déficit en el año 1 y 0,05% de aumento del déficit en el año 2.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

En ninguno de los dos casos se registran variaciones a largo plazo del producto potencial; cada una de las variables termina regresando a cero²⁷. Por lo tanto, la simulación se centra en las diferencias del impacto a corto plazo de las medidas de política, con los siguientes resultados:

- Dado el mismo aumento del déficit, los multiplicadores a corto plazo son de magnitud muy diferente. Suponiendo que se la pueda poner en práctica de manera inmediata y eficiente, la inversión pública tiene un efecto más amplio que otras medidas²⁸. Esto se debe a que ejerce un efecto directo en la demanda agregada, en tanto que los efectos de los impuestos y las transferencias dependen de la propensión a consumir. La inversión también tiene el efecto más profundo en la inflación y las tasas de interés reales.
- El régimen monetario desempeña un papel fundamental en la eficacia del estímulo fiscal; si es acomodaticio, los multiplicadores del producto provocan efectos hasta dos veces mayores, que también son más persistentes²⁹. Al mismo tiempo, la inflación es más alta. La diferencia más pequeña se registra en el caso de los impuestos sobre el trabajo, ya que al recortarlos aumentan los incentivos tanto de trabajo como de consumo. Como resultado, la respuesta de la oferta amortigua el impacto inflacionario. También se puede demostrar

²⁷Esto es lo que sucede también con la inversión pública, pero en este caso el efecto sobre el producto es mucho más prolongado porque el capital público de infraestructura origina beneficios productivos que se deprecian con lentitud.

²⁸Sin embargo, según los resultados empíricos, el estímulo canalizado a través del ingreso tiene efectos más positivos. En estas simulaciones los agentes privados saben que la deuda se mantendrá al nivel inicial. En la práctica, quizá sea más probable que el estímulo canalizado a través del gasto adquiera carácter permanente, generando preocupación en torno a la sostenibilidad de la deuda.

²⁹Esta observación concuerda con la opinión de que la política fiscal podría tener un máximo de eficacia cuando la política monetaria tiene un mínimo de eficacia; por ejemplo, cuando las tasas de interés nominales están cerca de cero o cuando el mecanismo de armonización monetaria no funciona.

que sin una política monetaria acomodaticia, los multiplicadores son más pequeños cuando los precios son más flexibles³⁰. Esto se debe a que la inflación aumenta con más fuerza después del estímulo, lo cual exige un incremento más pronunciado de las tasas de interés que reduce la respuesta del producto. Cuando la política monetaria es acomodaticia, la mayor flexibilidad de los precios tiene el efecto contrario, ya que el nivel más elevado de la inflación implica una reducción más marcada de las tasas de interés reales.

- El recorte de los impuestos sobre el consumo y el aumento transitorio de las transferencias a los hogares tienen un claro efecto “inclinador” sobre el producto (el producto está por encima de la línea de base, y luego por debajo) porque crea incentivos para adelantar el consumo y la inversión³¹. Por otra parte, el recorte de los impuestos sobre el trabajo genera una respuesta más regularmente positiva por el lado de la oferta.

Si las medidas de política se hacen permanentes y se financian con un aumento de la deuda, los efectos de la deuda y la oferta a largo plazo adquieren mucha más importancia. Sea cual fuere el instrumento fiscal en cuestión, un nivel de deuda superior tiende a desplazar el producto privado porque conduce a un aumento de las tasas de interés reales³². Cuando se produce un aumento permanente de las transferencias, más allá de lo acomodaticia que sea la política monetaria a corto plazo, las tasas de interés reales terminan subiendo a largo plazo, lo cual reduce el producto o en el mejor de los casos lo mantiene al mismo nivel. La disminución de las tasas tributarias, por otro lado, restringe las

³⁰El gráfico 5.7 no simula los diferentes grados de flexibilidad de los precios.

³¹Este es un ejemplo de una variación transitoria de la política fiscal que resulta eficaz porque existen expectativas, lo cual muestra que no siempre es válido criticar las medidas de política provisionales esgrimiendo el argumento del “ingreso permanente”.

³²Esta situación aún tiene probabilidades de ocurrir en los países suficientemente pequeños como para que las tasas de interés sean exógenas. El grado depende de la evolución de las primas de riesgo de las tasas de interés.

distorsiones de la oferta y por lo general conduce a un aumento permanente del producto; este movimiento es más marcado cuando se recortan los impuestos sobre el trabajo en lugar de los impuestos sobre el consumo. Si la reducción de las tasas tributarias adquiere carácter permanente, es posible que el impacto a corto plazo *se acentúe*, dependiendo del equilibrio entre el efecto positivo del lado de la oferta y los efectos negativos sobre las tasas de interés. Los efectos de una inversión pública permanentemente más elevada dependen de que el gasto sea capaz de generar una tasa de rentabilidad más alta que si los recursos hubieran estado en manos de inversionistas privados.

Otras simulaciones presentan las siguientes diferencias entre los multiplicadores según las características de la economía:

- Sea cual fuere la magnitud del estímulo fiscal, los multiplicadores son más bajos en las economías más pequeñas y abiertas —véase el gráfico 5.11— aunque los multiplicadores de los impuestos sobre el trabajo disminuyen menos que los demás³³.
- Como cabría esperar en la mayoría de las economías emergentes, un porcentaje más alto de consumidores con restricciones de liquidez produce multiplicadores significativamente más grandes.
- Al mismo tiempo, en las economías emergentes con un alto nivel de deuda, el estímulo fiscal podría provocar un aumento de las tasas de interés reales, ya que los participantes en el mercado exigirán una prima de riesgo de las tasas de interés más elevada. Esto reduce los multiplicadores del producto, especialmente en el caso de los indicadores basados en el ingreso, como puede verse en el gráfico 5.12. Si el aumento de las primas de riesgo de las tasas de interés es suficientemente grande, los multiplicadores son negativos. Posible-

³³Los resultados empíricos de la sección anterior arrojan el resultado opuesto: los multiplicadores son más elevados en las economías más pequeñas y más abiertas. Esto lleva a pensar que el indicador de apertura utilizado en las regresiones capta otros efectos que escapan a estas simulaciones.

mente este sea el mecanismo que causa los resultados negativos del estímulo fiscal observados en el análisis empírico del cuadro 5.4.

Estos resultados indican que los efectos del estímulo fiscal probablemente varíen de manera considerable, dependiendo de la modalidad de implementación del estímulo y del tipo de economía. Los resultados respaldan la idea de que el grado de acomodamiento de la política monetaria es fundamental y que puede haber influido en la disminución estimada de los multiplicadores fiscales en los últimos años. Esto no quiere decir que la política fiscal no funcione, sino que tiene más probabilidades de resultar eficaz cuando la política monetaria está limitada y es ineficaz (véase también Blinder, 2006). Los resultados ilustran también un mecanismo potencialmente importante a través del cual las inquietudes en torno a la sostenibilidad de la deuda pública pueden reducir los multiplicadores fiscales hasta tal punto que la política fiscal discrecional resulte más perjudicial que beneficiosa.

Conclusiones y consideraciones de política

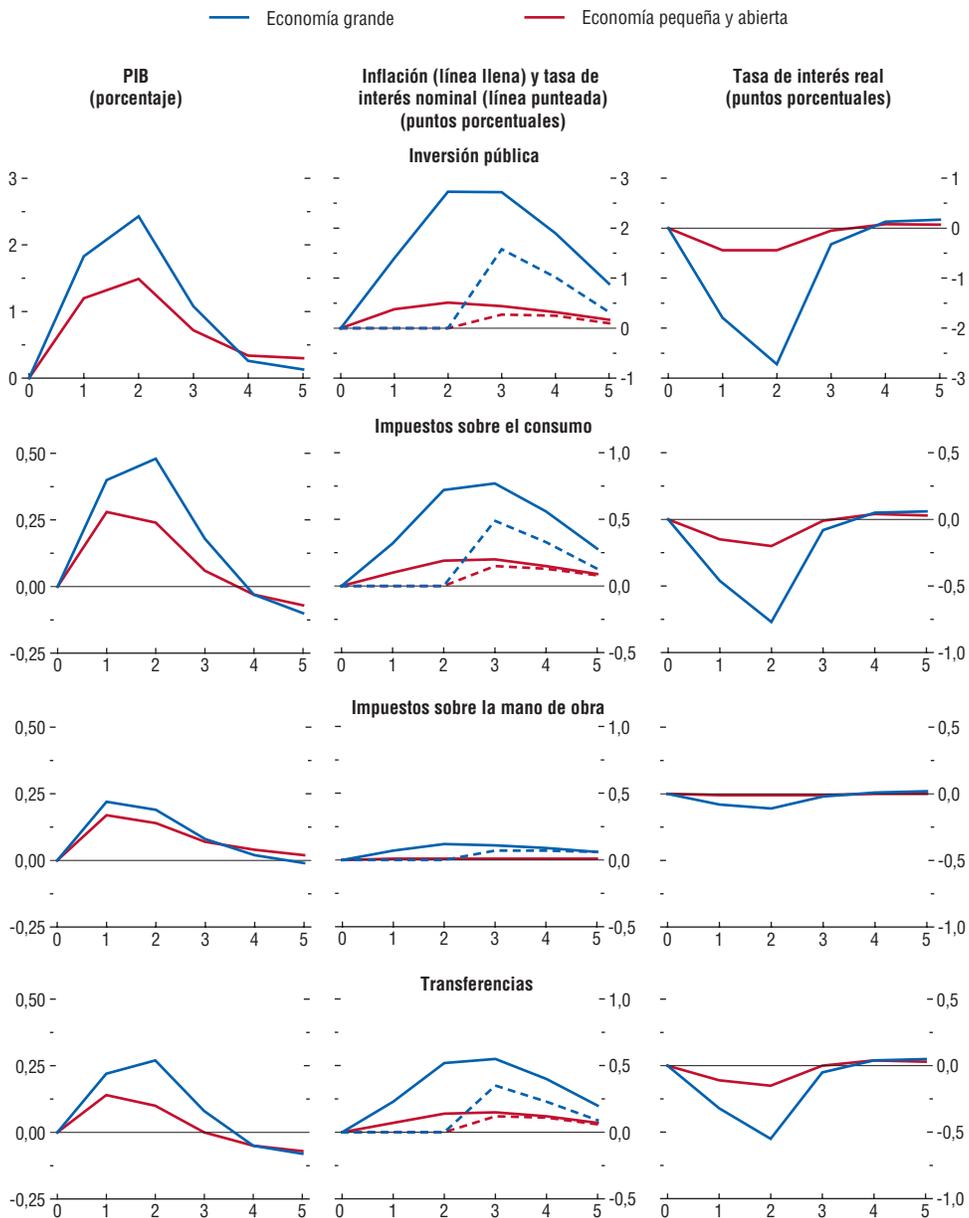
En este capítulo se aborda una pregunta sencilla: ¿cuáles son los efectos de la política fiscal durante las desaceleraciones? El análisis indica que la respuesta es compleja y depende enormemente de las características de cada economía.

Un atractivo obvio de la política fiscal discrecional es que los gobiernos pueden llegar a ejercer un efecto rápido sobre el poder adquisitivo, mientras que los efectos de la política monetaria están sujetos a retrasos prolongados y a veces inciertos. En la práctica, las economías avanzadas recurren a la política fiscal discrecional activamente, pero con mucha menos frecuencia que a los estabilizadores automáticos y la política monetaria. Sin embargo, las medidas discrecionales por lo general se ponen en marcha después de los estabilizadores automáticos y los ajustes de la orientación monetaria; suelen utilizarse más en una desaceleración que en una reactivación, a veces más de lo necesario, y las medidas de estímulo muchas veces adquieren

Gráfico 5.11. Expansión fiscal en una economía grande comparada con una economía pequeña y abierta con una política monetaria acomodaticia

(Desviación respecto de la línea de base; años en el eje de las abscisas; el shock ocurre en el año 0)

Respuestas del impulso frente a un 1% de aumento del déficit en el año 1 y 0,05% de aumento del déficit en el año 2.

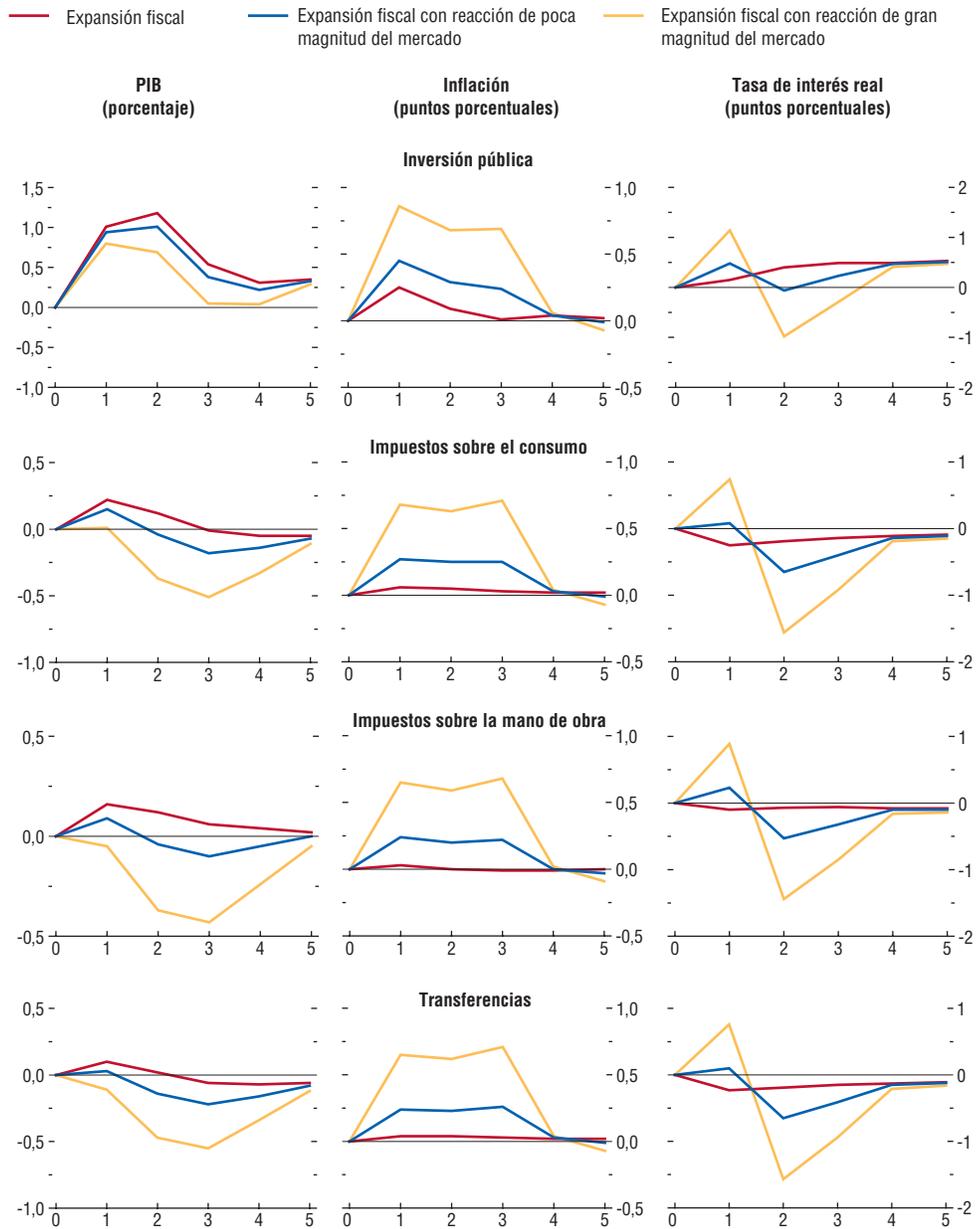


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 5.12. Efecto de la expansión fiscal en una economía pequeña con reacción a la prima de riesgo del mercado

(Desviación respecto de la línea de base; años en el eje de las abscisas; el shock se produce en el año 0)

Respuestas del impulso frente a un 1% de aumento del déficit en el año 1 y 0,05% de aumento del déficit en el año 2.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

carácter permanente, lo cual tiene implicaciones adversas para la sostenibilidad fiscal.

Un examen de los efectos promedio de la política fiscal discrecional en una muestra combinada de economías avanzadas y emergentes no demuestra fehacientemente efectos anticíclicos sobre la actividad. Sin embargo, un análisis más minucioso lleva a pensar que los efectos son moderadamente anticíclicos en las economías avanzadas. Por el contrario, en las economías emergentes son débiles y se observan solo al principio; en años subsiguientes parecen ser negativos. Las medidas de estímulo canalizadas a través del ingreso parecen tener más eficacia para incrementar el producto que las canalizadas a través del gasto, sobre todo en las economías emergentes; esto quizá se deba a la preocupación de que, una vez implementado, el aumento del gasto sea difícil de dismantelar.

Estas determinaciones empíricas en términos generales coinciden con simulaciones basadas en un modelo de equilibrio general que abarca múltiples períodos. Las simulaciones muestran que los multiplicadores fiscales pueden variar desde un valor keynesiano (1 o más) hasta un valor negativo, según el instrumento utilizado y el tipo de economía. En particular, el multiplicador es más bajo cuando la reacción monetaria no da cabida al estímulo fiscal y cuando se produce un aumento marcado de las primas de riesgo después del estímulo fiscal (por ejemplo, cuando hay fuertes inquietudes en torno al servicio de las obligaciones de la deuda). El aumento del gasto público puede ser el medio más directo para incrementar el producto si se lo puede ejecutar con rapidez. Por otra parte, es el más inflacionario. Los ajustes de los impuestos que más recompensen el trabajo o incentiven un adelanto del consumo podrían tener casi la misma eficacia a la hora de respaldar la actividad económica, con menos riesgo inflacionario.

Dados el interés en la política fiscal como herramienta anticíclica y el hecho de que el estímulo fiscal discrecional puede tener efectos perjudiciales, cabe preguntarse si los gobiernos deberían recurrir más a los estabilizadores automáticos, o si es posible diseñar otros mecanismos fiscales anticíc-

licos que respondan simétrica y más rápidamente a la evolución de la situación económica³⁴.

Existen dos grandes posibilidades, con sus respectivas ventajas y desventajas.

Aumentar la sensibilidad de los estabilizadores automáticos: Se podría extender el alcance de los estabilizadores automáticos pasivos, por ejemplo incrementando la progresividad del sistema recaudatorio. Estos mecanismos funcionarían de manera automática y no incrementarían necesariamente el tamaño del gobierno. Otra posibilidad dentro del mismo enfoque sería modificar ciertos programas de tributación, transferencia o gasto para establecer vínculos con el estado de la economía según reglas sencillas, como la regla de Taylor para la fijación de las tasas de interés. Esto podría lograrse instituyendo programas de gasto transitorios aprobados de antemano o mejorando las prestaciones del seguro por desempleo cuando la tasa de desempleo alcance un nivel determinado. Una ventaja de este enfoque sería su transparencia.

Sin embargo, estos planes también podrían acarrear consecuencias imprevistas que habría que sopesar contra los posibles beneficios de la estabilización. Un sistema de modificaciones provisionales del impuesto sobre el consumo podría causar una disminución del consumo si se supiera por adelantado que habría recortes. Las propuestas a favor de mecanismos activados automáticamente por sucesos cíclicos también son problemáticas porque no existen indicadores del estado de la economía en tiempo real que sean totalmente fidedignos. Las respuestas basadas en los resultados de períodos anteriores —como una devolución automática de impuestos— podrían resultar más exactas y menos distorsivas, pero no estar tan bien focalizadas como las medidas basadas en el ingreso corriente. También podría resultar difícil elaborar programas de gasto predeterminados y dependientes

³⁴La idea se remonta por lo menos a Musgrave (1959, pág. 512), que acuñó la expresión “fórmula de flexibilidad” al referirse a un sistema en el cual el ajuste de los impuestos o del gasto estaría dictado por adelantado en función de las variaciones del ingreso. Véase también Seidman (2003).

del estado de la economía que hagan un uso eficiente y bien focalizado de los fondos públicos (Solow, 2005). Además, todas estas alternativas podrían causar distorsiones: los planes que aumentan la progresividad tributaria o supeditan la generosidad del seguro por desempleo al estado de la economía probablemente alteren los incentivos de trabajo y, desde el punto de vista político, podrían resultar difíciles de mantener en vigencia durante la fase ascendente del ciclo económico. Por lo tanto, tendrían que ir acompañados de medidas encaminadas a mejorar la focalización del respaldo durante las desaceleraciones, aunque es probable que esa tarea se tope con obstáculos administrativos posiblemente onerosos.

Modificar la gobernabilidad de la política fiscal: La profundización de las reformas podría afianzar la credibilidad de las medidas discrecionales, especialmente disipando el riesgo de propensión a la deuda. Quizá sea necesario crear un órgano estatal independiente sin afiliación política como el que ya existe en muchos países, una especie de “guardián fiscal” encargado de detectar cambios en el estado cíclico de la economía, evaluar la compatibilidad entre la política fiscal y los objetivos a mediano plazo, y proporcionar asesoramiento³⁵. Así se evitaría en lo posible imprimir un sesgo partidista a la evaluación de los datos económicos y depender exclusivamente de indicadores estadísticos del estado de la economía, que pueden ser imprecisos. Además, el impulso fiscal podría resultar más puntual y transitorio. Este organismo también podría proporcionar asesoramiento sobre los parámetros de tributación y gasto que conviene modificar, como ya sucede en varios países³⁶.

³⁵Por ejemplo, el objetivo del Consejo de Política Fiscal de Suecia consiste en efectuar una evaluación independiente de la política fiscal del gobierno y determinar, entre otras cosas, si es coherente con la situación de la economía dentro del ciclo económico.

³⁶Hay quien propone incluso que el gobierno delegue una responsabilidad fiscal limitada a un órgano sin afiliación política, únicamente para fines de estabilización macroeconómica (véanse Ball, 1997, y Calmfors, 2003). El organismo podría ajustar ciertos parámetros de tributación o de gasto, dentro de límites fijados por la legisla-

Obviamente se necesitaría un examen metódico de los costos y riesgos de estos sistemas antes de proceder a implementarlos. Además de la selección de instrumentos fiscales y las complicaciones administrativas de modificar las tasas tributarias o los planes de gasto, el sistema tendría que estar coordinado con los objetivos de la política monetaria (véase Taylor, 2000). No obstante, dadas las limitaciones de los estabilizadores automáticos actuales y los riesgos vinculados a la política fiscal discrecional, la idea merece una evaluación más detallada.

Apéndice 5.1. Datos y métodos empíricos

Datos sobre la sensibilidad de la política fiscal

Los datos trimestrales sobre la brecha del producto y el crecimiento del PIB real se han tomado del informe *Economic Outlook* de la OCDE y están desestacionalizados. Las desaceleraciones se definen como trimestres en los que el crecimiento es negativo o inferior al potencial, y la brecha del producto está por debajo de cero en más de una desviación estándar. Los cambios de la política monetaria se sustituyen por la variación trimestral de la tasa de interés nominal a corto plazo, que se toma de la base de datos de *International Financial Statistics* del FMI. Todos los cambios son de un trimestre a otro y se indican en cifras no anualizadas. El análisis se concentra en los cambios “importantes” de las variables fiscales discrecionales, definidos como aquellos que exceden el 0,25% del PIB en un trimestre. Del mismo modo, los cambios discrecionales de las tasas de interés nominales a corto plazo se definen como aquellos que exceden un 0,25% por trimestre.

tura y en base a un estrecho mandato de estabilización acompañado de una rendición de cuentas estricta. El problema de esta propuesta es que complica la función del gobierno y dificulta la demarcación de límites entre el órgano en cuestión y el gobierno en lo que a la política fiscal anticíclica se refiere (para más detalles, véase Debrun, Hauner y Kumar, 2008).

La autorregresión vectorial (ARV) se estima para todos los países con datos trimestrales. Las variables incluidas en las ARV —y su distribución— son las siguientes: crecimiento del PIB real efectivo menos crecimiento del PIB real potencial, inflación (en base al deflactor del PIB), variaciones de la tasa de interés nominal, variaciones del saldo fiscal primario ajustado según el ciclo y variaciones del saldo fiscal automático (cíclico). De esta distribución se desprende que, aunque las variables de política pueden responder a los shocks inflacionarios y del crecimiento en el curso de un trimestre, el desfase de transmisión desde las variables de política hacia el crecimiento y la inflación es de al menos un trimestre. En las ARV se incluyen dos desfases para cada variable.

Incertidumbre de los datos y riesgo de la propensión a la deuda

Con el fin de analizar las reacciones asimétricas, en la actualidad las ARV incluyen las siguientes variables: el crecimiento durante una desaceleración económica y cero en caso contrario, el crecimiento durante la reactivación y cero en caso contrario, y las variables comprendidas anteriormente, es decir, inflación, variaciones de las tasas de interés nominales y variaciones del balance fiscal. Al igual que antes, las desaceleraciones se definen como trimestres en los que el crecimiento es negativo o está por debajo del potencial, y la brecha del producto es inferior a cero en más de una desviación estándar. Los resultados son robustos al modificar el orden de las dos partes del crecimiento (desaceleración y reactivación) en las ARV, al usar un orden alternativo para las variables de política fiscal y monetaria, y al incluir una tendencia temporal en las ecuaciones. Puesto que las ARV se especifican en primeras diferencias, las tendencias del saldo fiscal durante el período de la muestra afectan el término constante en la ecuación de saldo fiscal.

Para comprobar la fiabilidad de las estimaciones preliminares del PIB, en el análisis se actualizan las estimaciones de Faust, Rogers y Wright (2005), que usaron datos de hasta 1997. Las re-

siones se definen como la diferencia que existe entre los datos cuando se dieron a conocer en la edición más reciente de *Monthly Economic Indicators* de la OCDE (junio de 2008) y los mismos datos cuando se difundieron por primera vez en esa publicación. Para Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá, los datos están disponibles a partir del primer trimestre (T1) de 1965; para Japón, a partir del T1 de 1970; para Italia y Alemania, a partir del T4 de 1979, y para Francia, a partir del T4 de 1987.

A fin de evaluar los efectos de los errores en las estimaciones del crecimiento, las ARV actualmente incluyen los errores en las estimaciones preliminares además de las variables incorporadas previamente. En las ARV los errores de estimación se sitúan después del crecimiento y de la inflación, pero antes que las variables de política. Los resultados son robustos cuando los errores y las variables de política se ordenan de otra forma.

Diferencias entre la reacción de la política fiscal de las economías emergentes y avanzadas

En el análisis se utiliza una muestra de 21 economías avanzadas y 20 economías emergentes tomada de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*, que cubre el período 1970–2007³⁷. La muestra incluye datos anuales sobre ingreso y gasto del gobierno general (descontado el pago de intereses). Otros datos macroeconómicos (por ejemplo, sobre saldos externos e inflación) provienen de las bases de datos de *World Development Indicators* del Banco Mundial, la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* y de otras fuentes públicas. El cuadro 5.5 contiene una lista de las economías y los episodios de desaceleración (los años en que se utilizó un estímulo fiscal se indican en negrilla).

Además de los datos de *Perspectivas de la economía mundial*, se realizó un análisis a partir de datos del *Manual de estadísticas de las finanzas públicas (MEFP)* del FMI. Una de las ventajas de estos datos es que permiten una mayor

³⁷En la muestra empleada para las regresiones se excluyó India debido a las limitaciones de datos.

Cuadro 5.5. Lista de países y episodios de desaceleración

País	Años de desaceleración ¹
Alemania	1975, 1982, 1989, 1990 , 1993, 2003
Argentina	1975, 1976, 1978, 1981, 1982, 1985, 1988, 1989, 1990, 1995, 1999 , 2000, 2001 , 2002
Australia	1972 , 1978, 1982, 1983 , 1991 , 1992
Austria	1975, 1978 , 1981, 1988, 1997
Bélgica	1975, 1977, 1987, 1993, 2003
Brasil	1970, 1981, 1983, 1990, 1992
Canadá	1975 , 1982 , 1991 , 1992
Chile	1972, 1973, 1975, 1982, 1983, 1999
China	1976, 1990, 1991
Colombia	1976, 1977, 1983, 1985, 1991, 1992 , 1999
Dinamarca	1974 , 1975 , 1980, 1981 , 1983, 1988 , 1993, 2003
Egipto	1973, 1974, 1981
Eslovenia	1976, 1983, 1987, 1988, 1990, 1991, 1992
España	1971, 1981, 1985, 1986, 1993
Estados Unidos	1970 , 1974, 1975 , 1980 , 1982 , 1991
Finlandia	1977 , 1978 , 1991 , 1992 , 1993
Francia	1975 , 1986 , 1987, 1993 , 1997
Grecia	1974, 1981, 1982, 1983, 1987, 1993
Hungría	1985, 1988, 1990, 1991
India	1972, 1974, 1979, 1980, 1987, 2002
Indonesia	1998
Irlanda	1975, 1976, 1983, 1993, 1994
Islandia	1975, 1976, 1983 , 1985 , 1988, 1991, 1992, 2003
Italia	1972, 1975, 1980, 1983, 1993, 2003
Japón	1974, 1975 , 1987, 1994 , 1998 , 1999
Malasia	1971, 1975, 1985, 1986, 1987, 1998
México	1977, 1982, 1983, 1986, 1988, 1995, 2001
Nueva Zelandia	1972, 1976, 1977, 1979, 1983, 1991 , 1992, 1998
Países Bajos	1975, 1980, 1981, 1982, 1993, 2003 , 2005
Pakistán	1970, 1972, 2002, 2003
Polonia	1980, 1981, 1982, 1984, 1990, 1991
Portugal	1975, 1984, 1985, 1986 , 1993 , 2003
Reino Unido	1971, 1974, 1975, 1980, 1981, 1991 , 1992
República Checa	1990, 1991, 1992, 1997 , 1998
República Eslovaca	1990, 1991, 1992, 1993
Rumania	1975, 1985 , 1988, 1989, 1990 , 1991, 1992 , 1997, 1998, 1999
Sudáfrica	1977, 1978, 1982 , 1983, 1985, 1986, 1990, 1991 , 1992
Suecia	1977, 1981, 1983, 1991 , 1992 , 1993 , 2003
Suiza	1975, 1976, 1978, 1982, 1983, 1991 , 1993, 2003
Turquía	1973, 1979, 1980, 1989, 1994, 1999, 2001
Ucrania	1987, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1996, 1997 , 1998, 1999

¹Los años en negrita indican el uso de un estímulo fiscal en un período de desaceleración. El estímulo fiscal se define como una disminución de la relación entre el saldo primario ajustado según el ciclo y el PIB a menos de 0,25 puntos porcentuales del PIB.

desagregación. Así, los ingresos se pueden desglosar en ingreso personal, de las sociedades, del consumo o del comercio. Los impuestos y gastos se pueden desglosar de la manera siguiente: de hogares, de instituciones sin fines de lucro y transferencias a las sociedades (subvenciones), intereses, salarios de empleados públicos, y otros gastos de capital. El empleo de datos más desagregados podría permitir hacer distinciones más precisas con respecto a la elasticidad-ingreso de los impuestos y del gasto y, de este modo, lograr una cuantificación más exacta de los ajustes automáticos y los ajustes cíclicos de los ingresos y gastos. Se hicieron extensas comparaciones entre los datos de *Perspectivas de la economía mundial* y los del *MEFP* para la misma selección de países. Surgieron dos problemas importantes. Primero, para crear una serie temporal suficientemente larga fue necesario empalmar varios grupos de datos del *MEFP*, lo cual produjo situaciones en que los componentes indicados anteriormente se dispararon en el punto de empalme, al parecer debido a la reclasificación. Esto se tradujo en indicadores espurios de los impulsos fiscales, y anuló la ventaja teórica de utilizar esos datos. Segundo, las series temporales largas de datos del *MEFP* solo están disponibles para el gobierno central. Esto puede dar una idea equivocada de los cambios de la política fiscal. Por ejemplo, se observó que las estimaciones de los impulsos fiscales en el nivel central del gobierno eran anticíclicas (con el ciclo del producto) para todos los países. Este resultado requiere mayor investigación, pero está fuera del alcance de este estudio.

Indicadores del impulso fiscal

El indicador del impulso fiscal basado en la elasticidad que se empleó para el análisis de los hechos estilizados, el análisis de eventos y las regresiones es un saldo primario ajustado según el ciclo, calculado como:

$$capb_t = r_t - e_t^P \frac{Y_t^{real}}{Y_t^{tv-real}},$$

donde r_t , es la razón ingresos/PIB en el período t , e_t^P es la razón ingreso primario/PIB en el

período t , y $Y_t^{real}/Y_t^{tr-real}$ es el producto real dividido por el producto potencial (tendencial) en el período t . Estas estimaciones del saldo cíclico ajustado se basan en estimaciones de la brecha del producto derivadas usando un filtro de series temporales, que podría no funcionar bien cuando los shocks de la oferta son frecuentes y fuertes, como ocurre en muchas economías emergentes. Si en distintas economías se aplican las mismas elasticidades (como se presume para las economías emergentes), y en una de ellas la elasticidad de los impuestos en función del producto es baja y en otra es alta, podrían surgir resultados que indicarían que en la primera se usa una política fiscal discrecional de manera más activa, cuando de hecho la causa es el empleo de estabilizadores automáticos más poderosos.

El indicador del impulso fiscal basado en una regresión usado para las regresiones se elaboró como la diferencia entre un déficit primario hipotético en el período t dando por supuesto que no hay cambios en el entorno económico ni en el déficit primario real en el período $t-1$. Téngase presente, primero, que el saldo primario real en el período t puede expresarse como una función de las políticas discretionales, P_t , y del entorno económico imperante en ese período, E_t :

$$B_t = B(P_t, E_t).$$

Seguidamente, la variación del saldo primario *con respecto al año anterior* puede descomponerse de la manera siguiente:

$$\begin{aligned} \Delta B_t &= B(P_t, E_t) - B(P_{t-1}, E_{t-1}) \\ &= [B(P_t, E_t) - B(P_t, E_{t-1})] + [B(P_t, E_{t-1}) \\ &\quad - B(P_{t-1}, E_{t-1})] \\ &= \Delta B_t^E + \Delta B_t^P. \end{aligned}$$

La razón $B(P_t, E_{t-1})$ representa lo que el saldo primario habría sido en el marco de las políticas del período t , dando por supuesto que el entorno económico era el mismo que en el período $t-1$. Seguidamente es posible desglosar la variación del saldo en dos elementos. El primer elemento, ΔB_t^E , representa los efectos fiscales de los cambios del entorno económico

de E_{t-1} a E_t . El segundo elemento, ΔB_t^P , capta la variación del saldo como resultado de los cambios de las políticas discretionales.

En la práctica, el primer paso para calcular el indicador del impulso fiscal basado en regresiones consiste en estimar las ecuaciones siguientes, dando por supuesto que el crecimiento del PIB real es un buen valor sustitutivo del entorno económico:

$$R_t = \alpha_R + \beta_R \cdot \text{crec}_t + \gamma_R \cdot \text{tend}_t + u_t$$

$$G_t = \alpha_E + \beta_E \cdot \text{crec}_t + \gamma_E \cdot \text{tend}_t + e_t$$

donde R es el ingreso del gobierno general como porcentaje del PIB; G es el gasto primario del gobierno general como porcentaje del PIB; crec es el crecimiento del PIB real; tend es una tendencia temporal, y u y e son valores residuales. El ingreso ajustado en función del crecimiento, que indica lo que el ingreso *habría* sido en el período t si la tasa de crecimiento se hubiera mantenido inalterada con respecto al período anterior, se calcula como $R_t(\text{crec}_{t-1}) = \hat{\alpha}_R + \hat{\beta}_R \cdot \text{crec}_{t-1} + \hat{\gamma}_R \cdot \text{tend}_t + \hat{u}_t$. El gasto primario ajustado en función del crecimiento se calcula de la misma forma, como $G_t(\text{crec}_{t-1}) = \hat{\alpha}_E + \hat{\beta}_E \cdot \text{crec}_{t-1} + \hat{\gamma}_E \cdot \text{tend}_t + \hat{e}_t$. Seguidamente, el indicador para el saldo primario que habría prevalecido en el período t si la tasa de crecimiento hubiera sido igual a la del período $t-1$, $B(P_t, E_{t-1})$, puede calcularse como $R_t(\text{crec}_{t-1}) - E_t(\text{crec}_{t-1})$. El saldo primario efectivo en el período anterior, $B(P_{t-1}, E_{t-1})$, es simplemente $R_{t-1} - G_{t-1}$. El paso final en la elaboración del indicador del impulso fiscal consiste en calcular la diferencia entre el indicador ajustado en función del crecimiento para el saldo primario en el período t y el saldo primario en el período anterior:

$$\begin{aligned} \text{Impulso fiscal}_t &= [R_t(\text{crec}_{t-1}) - G_t(\text{crec}_{t-1})] \\ &\quad - [R_{t-1} - G_{t-1}] \\ &= (\hat{\gamma}_R - \hat{\gamma}_E) + (\hat{u}_t - \hat{u}_{t-1}) \\ &\quad - (\hat{e}_t - \hat{e}_{t-1}). \end{aligned}$$

Adviértase que, aunque es probable que \hat{u}_t y \hat{e}_t no estén correlacionados con y_t, \hat{u}_{t-1} , y \hat{e}_{t-1} están correlacionados con y_t .

Análisis de regresión

Se efectuaron regresiones de panel dinámicas usando el estimador de Arellano-Bond³⁸.

Los multiplicadores presentados en el cuadro 5.4 se derivan de los resultados de regresiones que aparecen en el cuadro 5.6 (usando el indicador del impulso fiscal basado en la

³⁸También se experimentó con regresiones de una sola ecuación para determinadas economías. En la mayoría de los casos, los resultados fueron insignificantes, lo cual indica que hubo insuficiente variación en las muestras a corto plazo para diferenciar adecuadamente los efectos del estímulo fiscal en el crecimiento del producto.

elasticidad) y el cuadro 5.7 (usando el indicador del impulso fiscal basado en regresiones). Téngase presente que, puesto que está basado en el saldo primario, un cambio negativo del indicador basado en regresiones representa un estímulo fiscal, de modo que un coeficiente negativo indica que en general el estímulo fiscal tiene un efecto positivo en el crecimiento del PIB real. Un coeficiente positivo en el impulso fiscal centrado exclusivamente en el gasto o un coeficiente negativo en el impulso fiscal centrado exclusivamente en el ingreso indica efectos positivos en el crecimiento.

Cuadro 5.6. Política fiscal discrecional y crecimiento: Resultados de la regresión con el estimador de datos de panel dinámico de Arellano-Bond usando el indicador del impulso fiscal basado en la elasticidad¹

Variables de la derecha	Especificación de base	Diferencias entre países, economías avanzadas	Diferencias entre países, economías emergentes	Desaceleraciones	Componentes	Componentes, economías avanzadas	Componentes, economías emergentes
Crecimiento del PIB real							
Desfase 1	0,36 (4,18)	0,53 (8,11)	0,33 (3,11)	0,42 (7,21)	0,37 (4,08)	0,53 (8,52)	0,31 (2,87)
Desfase 2	-0,01 (-0,15)	-0,04 (-0,85)	0,06 (1,11)	0,11 (2,83)	0,02 (0,49)	-0,04 (-0,67)	0,08 (1,47)
Variaciones del saldo primario ajustado según el ciclo (SPAC)							
Desfase 1	-0,15 (-1,93)	-0,12 (-1,89)	-0,21 (-2,51)	...	...	...	...
Desfase 2	0,14 (3,03)	0,01 (0,28)	0,13 (2,01)	...	...	...	...
Desfase 1	0,13 (3,78)	0,05 (0,90)	0,12 (3,44)	...	...	...	...
Variaciones del gasto primario ajustado según el ciclo							
Desfase 1	...	...	...	...	0,13 (1,34)	-0,09 (-0,83)	0,20 (1,59)
Desfase 2	...	...	...	...	-0,16 (-2,66)	0,00 (0,13)	-0,21 (-2,39)
Variaciones del ingreso							
Desfase 1	...	...	...	...	-0,21 (-3,42)	-0,35 (-3,97)	-0,23 (-3,35)
Desfase 2	...	...	...	...	0,05 (1,10)	0,02 (0,29)	0,03 (0,49)
Desfase 1	...	...	...	...	0,10 (2,23)	0,02 (0,32)	0,06 (1,31)
Variable ficticia neutral x impulso fiscal positivo x SPAC							
Desfase 1	...	...	...	-0,35 (-2,84)	...	...	...
Desfase 2	...	...	...	-0,15 (-1,45)	...	...	...
Desfase 1	...	...	...	0,10 (1,13)	...	...	...
Desfase 2	...	...	...	...	...	...	...

Cuadro 5.6 (continuación)

VARIABLES DE LA DERECHA	ESPECIFICACIÓN DE BASE	DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES, ECONOMÍAS AVANZADAS	DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES, ECONOMÍAS EMERGENTES	DESACELERACIONES	COMPONENTES	COMPONENTES, ECONOMÍAS AVANZADAS	COMPONENTES, ECONOMÍAS EMERGENTES
Variable ficticia neutral	-0,06	...	...	...
x impulso fiscal negativo x SPAC	(-0,71)	...	...	...
Desfase 1	0,19	...	...	...
	(1,82)	...	...	...
Desfase 2	0,13	...	...	...
	(1,74)	...	...	...
Variable ficticia de desaceleración x impulso fiscal positivo x variable ficticia de nivel elevado de deuda x SPAC	1,75	...	...	...
	(2,36)	...	...	...
Desfase 1	-0,30	...	...	...
	(-0,54)	...	...	...
Desfase 2	-0,51	...	...	...
	(-0,98)	...	...	...
Variable ficticia de desaceleración x impulso fiscal positivo x variable ficticia de nivel bajo de deuda x SPAC	0,96	...	...	...
	(3,59)	...	...	...
Desfase 1	-0,50	...	...	...
	(-3,60)	...	...	...
Desfase 2	-0,42	...	...	...
	(-2,19)	...	...	...
Variable ficticia de desaceleración x impulso fiscal negativo x variable ficticia de nivel elevado de deuda x SPAC	-0,44	...	...	...
	(-2,05)	...	...	...
Desfase 1	0,44	...	...	...
	(1,98)	...	...	...
Desfase 2	0,15	...	...	...
	(1,59)	...	...	...
Variable ficticia de desaceleración x impulso fiscal negativo x variable ficticia de nivel bajo de deuda x SPAC	-0,52	...	...	...
	(-3,75)	...	...	...
Desfase 1	0,50	...	...	...
	(2,39)	...	...	...
Desfase 2	0,21	...	...	...
	(1,65)	...	...	...
Variable ficticia de desaceleración profunda x impulso fiscal positivo x SPAC	0,00	...	...	...
	(0,00)	...	...	...
Desfase 1	-0,80	...	...	...
	(-4,76)	...	...	...
Desfase 2	0,84	...	...	...
	(4,00)	...	...	...
Variable ficticia de desaceleración profunda x impulso fiscal negativo x SPAC	0,28	...	...	...
	(0,00)	...	...	...
Desfase 1	0,00	...	...	...
	(0,00)	...	...	...
Desfase 2	0,57	...	...	...
	(3,63)	...	...	...

Cuadro 5.6 (conclusión)

Variables de la derecha	Especificación de base	Diferencias entre países, economías avanzadas	Diferencias entre países, economías emergentes	Desaceleraciones	Componentes	Componentes, economías avanzadas	Componentes, economías emergentes
Variable ficticia de reactivación x impulso fiscal positivo x SPAC	...	...	...	-0,80 (-4,76)	...	...	...
Desfase 1	...	...	...	0,84 (4,00)	...	...	...
Desfase 2	...	...	...	0,28 (1,53)	...	...	...
Variable ficticia de reactivación x impulso fiscal negativo x SPAC	...	...	...	0,57 (3,63)	...	...	...
Desfase 1	...	...	...	-0,86 (-3,95)	...	...	...
Desfase 2	...	...	...	-0,57 (-3,10)	...	...	...
Crecimiento del dinero real	0,04 (1,67)	0,02 (0,95)	0,07 (2,16)	0,05 (1,94)	0,05 (1,96)	0,02 (1,13)	0,07 (2,16)
Desfase 1	0,02 (0,91)	0,01 (0,46)	0,03 (1,02)	-0,01 (-0,46)	0,02 (0,90)	0,01 (1,35)	0,03 (1,17)
Desfase 2	-0,02 (-1,30)	0,00 (0,22)	-0,02 (-1,05)	-0,02 (-1,02)	-0,02 (-1,17)	0,00 (-0,23)	-0,02 (-1,18)
Tamaño del gobierno	-0,03 (-1,97)	-0,01 (-0,99)	-0,04 (-1,56)	-0,02 (-2,16)	-0,03 (-1,88)	-0,02 (-1,55)	-0,04 (-1,45)
Crecimiento de los socios comerciales ponderado según el comercio exterior	0,35 (2,06)	0,10 (0,71)	0,42 (1,81)	0,17 (1,37)	0,33 (1,96)	-0,01 (-0,06)	0,44 (1,77)
Variable ficticia de la UEM ²	-0,80 (-2,35)	-0,13 (-0,50)	...	0,67 (-2,50)	-0,78 (-2,58)	-0,12 (-0,47)	...
Número de observaciones	796	487	309	650	796	487	309
Número de países	40	21	19	40	40	21	19
Valor <i>p</i> para la prueba de sobreidentificación de restricciones de Sargan	0,000	0,000	0,003	0,000	0,000	0,011	0,002
Valor <i>p</i> para la prueba de sobreidentificación de restricciones de Hansen	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Valor <i>p</i> para la prueba de no correlación serial de segundo orden	0,811	0,270	0,868	0,010	0,606	0,242	0,845

¹La variable dependiente es el crecimiento del PIB real. Todas las regresiones incluyen también un conjunto de variables ficticias temporales.

²UEM = Unión Económica y Monetaria europea.

Cuadro 5.7. Política fiscal discrecional y crecimiento: Resultados de la regresión con el estimador de datos de panel dinámico de Arellano-Bond usando el indicador del impulso fiscal basado en regresiones¹

Variables de la derecha	Especificación de base	Diferencias entre países, economías avanzadas	Diferencias entre países, economías emergentes	Desaceleraciones	Componentes	Componentes, economías avanzadas	Componentes, economías emergentes
Crecimiento del PIB real							
Desfase 1	0,37 (3,86)	0,54 (8,09)	0,30 (2,67)	0,43 (7,10)	0,38 (3,73)	0,56 (7,58)	0,29 (2,51)
Desfase 2	-0,03 (-0,71)	-0,01 (-0,18)	0,04 (0,83)	0,12 (3,04)	-0,03 (-0,68)	-0,01 (-0,25)	0,05 (0,86)
Variaciones del saldo primario ajustado según el ciclo (SPAC)							
Desfase 1	-0,08 (-1,18)	-0,11 (-1,81)	-0,10 (-1,50)	...	...	...	...
Desfase 2	0,04 (0,79)	-0,14 (-3,18)	0,08 (1,25)	...	...	...	...
Desfase 2	0,06 (1,89)	-0,02 (-0,33)	0,10 (2,00)	...	...	...	...
Variaciones del gasto primario ajustado según el ciclo							
Desfase 1	...	...	...	...	0,06 (0,84)	0,15 (2,27)	0,08 (0,87)
Desfase 2	...	...	...	...	-0,05 (-1,13)	0,13 (2,89)	-0,14 (-1,78)
Desfase 2	...	...	...	...	-0,06 (-1,62)	-0,01 (-0,20)	-0,12 (-1,77)
Variaciones del ingreso							
Desfase 1	...	...	...	...	-0,10 (-1,87)	-0,01 (-0,17)	-0,13 (-1,90)
Desfase 2	...	...	...	...	-0,02 (-0,36)	-0,13 (-1,85)	-0,01 (-0,18)
Desfase 2	...	...	...	...	0,03 (0,97)	-0,08 (-1,29)	0,03 (0,53)
Variable ficticia neutral x impulso fiscal positivo x SPAC							
Desfase 1	...	...	...	-0,39 (-3,15)	...	...	...
Desfase 2	...	...	...	-0,17 (-2,43)	...	...	...
Desfase 2	...	...	...	0,08 (0,79)	...	...	...
Variable ficticia neutral x impulso fiscal negativo x SPAC							
Desfase 1	...	...	...	0,07 (0,51)	...	...	...
Desfase 2	...	...	...	0,03 (0,31)	...	...	...
Desfase 2	...	...	...	0,19 (2,28)	...	...	...
Variable ficticia de desaceleración x impulso fiscal positivo x variable ficticia de nivel elevado de deuda x SPAC							
Desfase 1	...	...	...	1,05 (2,58)	...	...	...
Desfase 2	...	...	...	-0,37 (-1,12)	...	...	...
Desfase 2	...	...	...	-0,38 (-1,54)	...	...	...
Variable ficticia de desaceleración x impulso fiscal positivo x variable ficticia de nivel bajo de deuda x SPAC							
Desfase 1	...	...	...	0,65 (4,87)	...	...	...
Desfase 2	...	...	...	-0,53 (-5,50)	...	...	...
Desfase 2	...	...	...	-0,33 (-2,52)	...	...	...

Cuadro 5.7 (conclusión)

Variables de la derecha	Especificación de base	Diferencias entre países, economías avanzadas	Diferencias entre países, economías emergentes	Desaceleraciones	Componentes	Componentes, economías avanzadas	Componentes, economías emergentes
Variable ficticia de desaceleración x impulso fiscal negativo x variable ficticia de nivel elevado de deuda x SPAC	...	...	...	-0,40 (-1,93)	...	...	...
Desfase 1	...	...	...	0,34 (1,87)	...	...	...
Desfase 2	...	...	...	0,14 (1,29)	...	...	...
Variable ficticia de desaceleración x impulso fiscal negativo x variable ficticia de nivel bajo de deuda x SPAC	...	...	...	-0,46 (-3,24)	...	...	...
Desfase 1	...	...	...	0,30 (1,29)	...	...	...
Desfase 2	...	...	...	0,21 (1,69)	...	...	...
Variable ficticia de reactivación x impulso fiscal positivo x SPAC	...	...	...	-0,91 (-4,59)	...	...	...
Desfase 1	...	...	...	0,86 (3,67)	...	...	...
Desfase 2	...	...	...	0,19 (0,84)	...	...	...
Variable ficticia de reactivación x impulso fiscal negativo x SPAC	...	...	...	0,57 (4,27)	...	...	...
Desfase 1	...	...	...	-0,91 (-5,62)	...	...	...
Desfase 2	...	...	...	-0,37 (-2,04)	...	...	...
Crecimiento del dinero real	0,05 (1,92)	0,02 (1,06)	0,07 (2,41)	0,05 (1,92)	0,06 (2,19)	0,02 (1,11)	0,08 (2,65)
Desfase 1	0,01 (0,83)	0,01 (0,50)	0,03 (1,03)	-0,01 (-0,43)	0,01 (0,85)	0,01 (0,50)	0,03 (0,99)
Desfase 2	-0,02 (-1,37)	0,00 (0,15)	-0,02 (-0,97)	-0,02 (-1,03)	-0,02 (-1,34)	0,00 (0,27)	-0,02 (-0,94)
Tamaño del gobierno	-0,04 (-2,44)	-0,01 (-1,00)	-0,04 (-1,62)	-0,02 (-2,26)	-0,04 (-2,17)	-0,01 (-0,97)	-0,04 (-1,36)
Crecimiento de los socios comerciales ponderado según el comercio exterior	0,34 (1,93)	0,08 (0,60)	0,40 (1,77)	0,16 (1,29)	0,35 (1,93)	0,08 (0,54)	0,43 (1,69)
Variable ficticia de la UEM	-0,79 (-2,28)	-0,19 (-0,80)		-0,71 (-2,61)	-0,82 (-2,50)	-0,19 (-0,83)	...
Número de observaciones	796	487	309	650	796	487	309
Número de países	40	21	19	40	40	21	19
Valor <i>p</i> para la prueba de sobreidentificación de restricciones de Sargan	0,000	0,000	0,001	0,000	0	0,004	0,003
Valor <i>p</i> para la prueba de sobreidentificación de restricciones de Hansen	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Valor <i>p</i> para la prueba de no correlación serial de segundo orden	0,790	0,254	0,758	0,019	0,739	0,428	0,641

¹La variable dependiente es el crecimiento del PIB real. Todas las regresiones incluyen también un conjunto de variables ficticias temporales.

Referencias

- Andrés, Javier, Rafael Doménech y Antonio Fatás, 2008, “The Stabilizing Role of Government Size”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 32 (febrero), págs. 571–93.
- Balassone, Fabrizio, y Manmohan S. Kumar, 2007, “Cyclicality of Fiscal Policy”, en *Promoting Fiscal Discipline*, compilado por Manmohan S. Kumar y Teresa Ter-Minassian (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ball, Laurence, 1997, “A Proposal for the Next Macroeconomic Reform”, *Victoria Economic Commentaries*, vol. 14 (marzo), págs. 1–7.
- Barro, Robert J., 1974, “Are Government Bonds Net Wealth?”, *Journal of Political Economy*, vol. 82 (noviembre–diciembre), págs. 1095–1117.
- Blanchard, Olivier, y Roberto Perotti, 2002, “An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Deficit and Taxes on Output”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117 (noviembre), págs. 1329–68.
- Blinder, Alan S., 1981, “Temporary Income Taxes and Consumer Spending”, *Journal of Political Economy*, vol. 89 (febrero), págs. 26–53.
- , 2006, “The Case Against the Case Against Discretionary Fiscal Policy”, en *The Macroeconomics of Fiscal Policy*, compilado por Richard W. Kopcke, Geoffrey M.B. Tootell y Robert K. Triest (Cambridge, Massachusetts: The MIT Press).
- Calmfors, Lars, 2003, “Fiscal Policy to Stabilise the Domestic Economy in the EMU: What Can We Learn from Monetary Policy?”, *CESifo Economic Studies*, vol. 49, No. 3, págs. 319–53.
- Chung, Hess, y Eric M. Leeper, 2007, “What Has Financed Government Debt?”, NBER Working Paper No. 13425 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Cimadomo, Jacopo, 2008, “Fiscal Policy in Real Time”, ECB Working Paper No. 919 (Fráncfort: Banco Central Europeo).
- Congressional Budget Office (CBO), 2008, “Options for Responding to Short-Term Economic Weakness”, Congressional Budget Office Paper (Washington).
- Debrun, Xavier, David Hauner y Manmohan S. Kumar, 2008, “The Role for Fiscal Agencies”, en *The Quality of Public Finances: Findings of the Economic Policy Committee-Working Group (2004–2007)*, compilado por Servaas Deroose y Christian Kastrop, Occasional Paper 37 (Bruselas: Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission).
- Edelberg, Wendy, Martin Eichenbaum y Jonas D.M. Fisher, 1999, “Understanding the Effects of a Shock to Government Purchases”, *Review of Economic Dynamics*, vol. 2 (enero), págs. 166–206.
- Fatás, Antonio, y Ilian Mihov, 2001, “The Effects of Fiscal Policy on Consumption and Employment: Theory and Evidence”, CEPR Discussion Paper No. 2760 (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- Faust, Jon, John H. Rogers y Jonathan Wright, 2005, “News and Noise in G-7 GDP Announcements”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37 (junio), págs. 403–19.
- Favero, Carlo, y Francesco Giavazzi, 2007, “Debt and the Effects of Fiscal Policy”, NBER Working Paper No. 12822 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Galí, Jordi, 1994, “Government Size and Macroeconomic Stability”, *European Economic Review*, vol. 38 (enero), págs. 117–32.
- , 2006, “Fluctuating Macro Policies and the Fiscal Theory of the Price Level: Comment”, en *NBER Macroeconomic Annual 2006* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), págs. 299–305.
- , J. David López-Salido y Javier Vallés, 2007, “Understanding the Effects of Government Spending on Consumption”, *Journal of the European Economic Association*, vol. 5 (marzo) págs. 227–70.
- Galí, Jordi, y Roberto Perotti, 2003, “Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe”, *Economic Policy*, vol. 37 (octubre), págs. 533–72.
- Jaeger, Albert, y Ludger Schuknecht, 2007, “Boom-Bust Phases in Asset Prices and Fiscal Policy Behavior”, *Emerging Markets Finance and Trade*, vol. 43 (noviembre), págs. 45–66.
- Johnson, David S., Jonathan A. Parker y Nicholas S. Souleles, 2006, “Household Expenditure and the Income Tax Rebates of 2001”, *American Economic Review*, vol. 96 (diciembre), págs. 1589–610.
- Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart y Carlos A. Végh, 2004, “When It Rains, It Pours: Pro-cyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies”, NBER Working Paper No. 10780 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Krogstrup, Signe, 2002, “Should We Pay Attention to Indicators of Fiscal Impact on Demand?”, HEI Working Paper No. 01/2002 (Ginebra: Graduate Institute of International Studies).

- Kumhof, Michael, y Douglas Laxton, 2008, "The Global Integrated Monetary Fiscal Model" (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Leigh, Daniel, y Sven Jari Stehn, de próxima publicación, "Fiscal and Monetary Policy during Downturns: Evidence from the G7", Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Modigliani, Franco, y Charles Steindel, 1977, "Is a Tax Rebate an Effective Tool for Stabilization Policy?", *Brookings Papers on Economic Activity*: 1, Brookings Institution, págs. 175–209.
- Mountford, Andrew, y Harald Uhlig, 2002, "What Are the Effects of Fiscal Policy Shocks?", CEPR Discussion Paper No. 3338 (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- Musgrave, Richard A., 1959, *The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy* (Nueva York: McGraw-Hill).
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), *Monthly Economic Indicators* (París, varios números).
- Perotti, Roberto, 2007, "In Search of the Transmission Mechanism of Fiscal Policy", NBER Working Paper No. 13143 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ramey, Valerie A., 2008, "Identifying Government Spending Shocks: It's All in the Timing" (inédito).
- , y Matthew D. Shapiro, 1998, "Costly Capital Reallocation and the Effects of Government Spending", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 48 (junio), págs. 145–94.
- Ravn, Morten O., y Harald Uhlig, 2002, "On Adjusting the Hodrick-Prescott Filter for the Frequency of Observations", *Review of Economics and Statistics*, vol. 84 (mayo), págs. 371–76.
- Romer, Christina D., y David H. Romer, 2007, "The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks", NBER Working Paper No. 13264 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Seidman, Laurence S., 2003, *Automatic Fiscal Policies to Combat Recessions* (Armonk, Nueva York: M.E. Sharpe).
- Shapiro, Matthew D., y Joel B. Slemrod, 2002, "Did the 2001 Tax Rebate Stimulate Spending? Evidence from Taxpayer Surveys", NBER Working Paper No. 9308 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Solow, Robert M., 2005, "Rethinking Fiscal Policy", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 21 (primer trimestre), págs. 509–14.
- Talvi, Ernesto, y Carlos A. Végh, 2000, "Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy", NBER Working Paper No. 7499 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Taylor, John B., 2000, "Reassessing Discretionary Fiscal Policy", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14 (tercer trimestre), págs. 21–36.

En este capítulo se procura explicar el comportamiento divergente de las cuentas corrientes de las economías emergentes de Asia y Europa. Se observa que la liberalización financiera y la integración en la Unión Europea (UE) son los principales factores que han determinado los cuantiosos y persistentes déficits en las economías emergentes de Europa, pero también se señalan inquietudes con respecto al riesgo de que se produzcan desenlaces abruptos. En cambio, las cuentas de capital y los sectores financieros menos abiertos contribuyeron a los superávits registrados en las economías emergentes de Asia. Sin embargo, estos superávits aún carecen en gran medida de explicación, y de ahí que surjan interrogantes sobre la incidencia de los tipos de cambio y el interés demostrado por ciertos países en acumular abundantes reservas después de la crisis asiática.

Los saldos en cuenta corriente de las distintas economías emergentes han evolucionado de manera mucho más diversa en los últimos años que a comienzos de la década de 1990, con diferencias particularmente marcadas entre las economías emergentes de Asia y Europa¹. La mayoría de las economías emergentes de Asia (en especial después de las crisis de 1997–98), Oriente Medio y

Los autores principales de este capítulo son Stephan Danninger y Florence Jaumotte. Joshua Aizenman y Christopher Meissner brindaron asesoramiento, y Stephanie Denis y Patrick Hettinger colaboraron en la investigación. Jonathan Ostry supervisó la elaboración del capítulo.

¹El grupo de las economías emergentes de Asia comprende las economías de reciente industrialización, o ERI, de ese continente (Corea, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur), los tigres de Asia (Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia), China y otras economías de Asia (India, Pakistán, Sri Lanka y Vietnam). El grupo de economías emergentes de Europa comprende Europa central (Eslovenia, Hungría, Polonia, la República Checa y la República Eslovaca), Europa sudoriental (Albania, Bulgaria, Croacia, la ex República Yugoslava de Macedonia y Rumania) y los Estados bálticos (Estonia, Letonia y Lituania).

algunos miembros de la Comunidad de Estados Independientes han registrado ingentes superávits en cuenta corriente, en tanto que se han observado déficits cuantiosos principalmente en las economías emergentes de Europa y en otros países como Jordania, Pakistán, Sudáfrica, Turquía, Vietnam y varios países de América Central y el Caribe. Los déficits en cuenta corriente en América Latina y África permanecieron, en promedio, en niveles moderados. Cabe destacar que casi todas estas economías emergentes han logrado altas tasas de crecimiento en el último decenio, al margen de sus saldos en cuenta corriente.

La divergencia entre las cuentas corrientes de las economías emergentes de Asia y Europa ha revivido el antiguo debate sobre el vínculo entre desarrollo económico y flujos de capital, conocido como la paradoja de Lucas (Lucas, 1990). En teoría, el crecimiento debería generar déficits en cuenta corriente por dos razones. Por un lado, un crecimiento vigoroso y sus consiguientes oportunidades de inversión rentable deberían convertir a un país en destino interesante para los capitales extranjeros. Por otro, si las personas quieren que su consumo sea más regular a lo largo del tiempo, las perspectivas de un continuo crecimiento vigoroso deberían inducir un mayor consumo en el presente ante la expectativa de nuevos aumentos de los ingresos y del consumo en el futuro. La tesis convencional de que el capital fluye en sentido descendente hacia los países de crecimiento dinámico parece cumplirse en el caso de las economías emergentes de Europa, mientras que en las economías emergentes de Asia parece haber sucedido lo opuesto después de 1997–98.

Las dos tendencias también pueden tener implicaciones diferentes para la estabilidad macroeconómica. La trayectoria de los países asiáticos, en los que el crecimiento vigoroso se combina con superávits en cuenta corriente, da

la impresión de ser más seguro, al menos desde la perspectiva de la vulnerabilidad externa². Sin embargo, es posible que el crecimiento impulsado por las exportaciones, sobre todo si está vinculado a un tipo de cambio bajo, sea sostenible solo por un lapso limitado debido a riesgos relacionados con la asignación deficiente del capital, el recalentamiento y repuntes de la inflación. En cambio, los déficits sostenidos en cuenta corriente podrían provocar un consumo excesivo y ser vulnerables a “frenadas bruscas” de los flujos financieros, pero no tienen por qué desaparecer de forma súbita si se deben a una suavización del consumo o al financiamiento de inversiones productivas durante períodos de crecimiento vigoroso, como lo predice la teoría (véanse, por ejemplo, Ghosh y Ostry, 1995, y Ostry, 1997).

Con este telón de fondo, en el presente capítulo se estudian con mayor detalle los factores subyacentes de la reciente divergencia de los saldos en cuenta corriente entre las diferentes economías emergentes, y se trata de evaluar su sostenibilidad³. El análisis se centra en las diferencias entre las economías emergentes de Asia y Europa, y aborda las siguientes interrogantes:

- ¿Qué componentes de la cuenta corriente y la cuenta financiera han determinado las recientes tendencias en las distintas regiones emergentes? ¿Cómo han evolucionado el ahorro y la inversión? ¿Cómo se compara esta experiencia con anteriores períodos de crecimiento acelerado, como las de la fase emergente de las actuales economías avanzadas?
- ¿Cómo pueden explicarse los diferentes esquemas de crecimiento-cuenta corriente en las economías emergentes? ¿Obedecen a shocks económicos transitorios, políticas macroeconómicas o factores estructurales?

²No obstante, los abultados superávits en cuenta corriente pueden entrañar costos relacionados con el crecimiento o el bienestar, tema que no se aborda en este capítulo.

³Véanse análisis complementarios de los desequilibrios mundiales en distintas ediciones de *Perspectivas de la economía mundial* (abril de 2005, septiembre de 2005, abril de 2006, abril de 2007 y octubre de 2007).

Por ejemplo, ¿cómo influyen la liberalización financiera, las barreras de acceso al capital extranjero y el tipo de cambio?

- ¿Son los fuertes desequilibrios actuales inusualmente persistentes en comparación con episodios anteriores de superávits y déficits en cuenta corriente? ¿Cuánto durarán? ¿Hay factores o políticas particulares (como el crecimiento de las exportaciones o el régimen cambiario) que determinan que la corrección sea ordenada o abrupta?

En este capítulo se confirma que gran parte de las diferencias regionales son atribuibles a factores estructurales, pero también corrobora en cierta medida la tesis tradicional de que las perspectivas de un fuerte crecimiento atraen capital extranjero y reducen el saldo en cuenta corriente. En las economías emergentes de Europa, los principales factores que determinan los fuertes déficits en cuenta corriente son la liberalización del sector financiero y el proceso de integración en la UE. En las economías emergentes de Asia también revisten importancia los factores estructurales. Las escasas entradas netas de capital están vinculadas a una menor apertura de las cuentas de capital y los sectores financieros, a circunstancias demográficas (poblaciones más jóvenes) y a diferencias en las estructuras políticas. Pero estos factores explican solo una parte de los superávits en cuenta corriente en estas economías. Los superávits residuales en cuenta corriente están estrechamente vinculados a niveles bajos de los tipos de cambio y a la fuerte acumulación de reservas. No obstante, es difícil determinar si estas variables obedecen a medidas deliberadas de política o a otros factores fundamentales no identificados que provocaron el aumento del saldo en cuenta corriente y la depreciación del tipo de cambio después de la crisis asiática de 1997–98.

Los déficits en las economías emergentes de Europa parecen especialmente grandes y persistentes en comparación con episodios anteriores, y los prolongados superávits en las economías emergentes de Asia, como China y Malasia, son igualmente inusuales entre las economías de ese tipo. Teniendo en cuenta experiencias anteriores,

los persistentes déficits de las economías emergentes de Europa pueden atribuirse en parte a las buenas perspectivas de crecimiento, la notable apertura de las cuentas de capital, la liberalización financiera y los elevados niveles iniciales de la posición neta de activos externos. Pero en general estos episodios están llegando al tope de las expectativas de duración, y están surgiendo interrogantes acerca de su sostenibilidad. Según lo planteado en este capítulo, algunos de los factores regionales que pueden causar una corrección abrupta de estos déficits son los regímenes de tipo de cambio fijo y el carácter abierto de las cuentas de capital.

En la siguiente sección se examinan las tendencias de la cuenta corriente en las economías emergentes, y para ello se pasa revista a la evolución de la cuenta corriente, la cuenta financiera y el equilibrio entre ahorro e inversión. En la sección subsiguiente se emplean datos empíricos para determinar los principales factores económicos que dan lugar a los desequilibrios en cuenta corriente, centrándose una vez más en las economías emergentes de Europa y Asia. En la sección posterior se estudia la duración de los desequilibrios actuales desde una perspectiva histórica y se examinan los factores que determinan la duración de los episodios de desequilibrio. En la sección final se presentan algunas recomendaciones en materia de política.

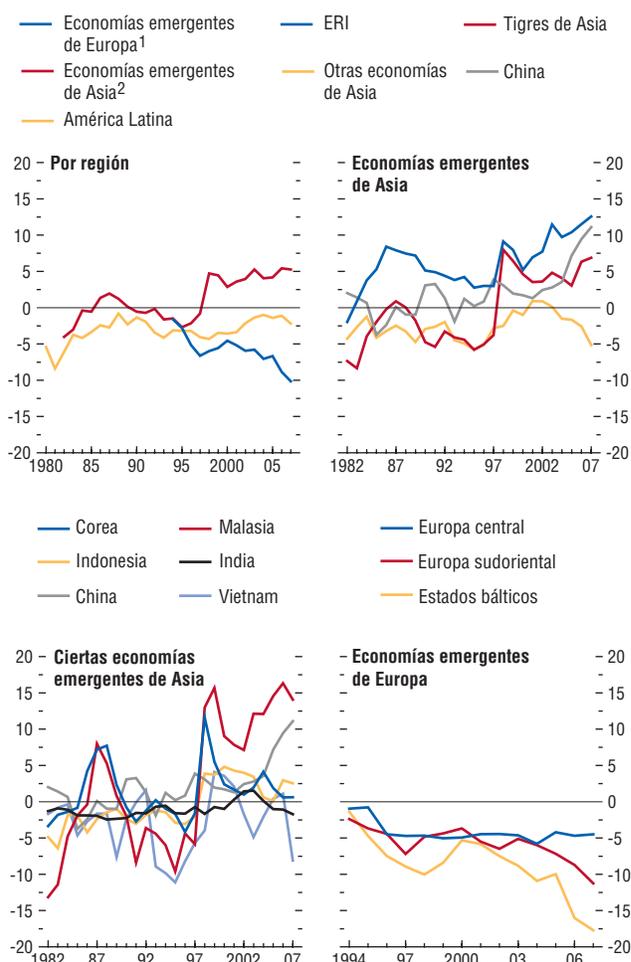
Tendencias recientes de la cuenta corriente en las economías emergentes

A mediados de los años noventa todas las regiones emergentes presentaban déficits moderados en cuenta corriente, pero ahora se observa una creciente disparidad entre los saldos en cuenta corriente de las distintas regiones (gráfico 6.1). En particular, las economías emergentes de Asia están acumulando cuantiosos y crecientes superávits en cuenta corriente, que en 2007 fueron del orden del 5% del PIB, en tanto que las economías emergentes de Europa están registrando grandes y crecientes déficits en cuenta corriente, que en 2007 equivalían en promedio a un 10% del PIB. La mayoría de los

Gráfico 6.1 Tendencias divergentes del saldo en cuenta corriente

(Porcentaje del PIB; promedio simple)

La creciente divergencia de los desequilibrios en cuenta corriente en las economías emergentes es el resultado de una tendencia homogénea hacia déficits más extensos en las economías emergentes de Europa y una transición más variada hacia los superávits en las economías emergentes de Asia después de la crisis asiática, con notables mejoras iniciales en los tigres de Asia y Corea, y cuantiosos superávits recientes en Malasia y China.



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹El grupo de economías emergentes de Europa comprende: Europa central (Eslovenia, Hungría, Polonia, la República Checa y la República Eslovaca), Europa sudoriental (Albania, Bulgaria, Croacia, la ex República Yugoslava de Macedonia y Rumanía) y los Estados bálticos (Estonia, Letonia y Lituania).

²El grupo de las economías emergentes de Asia comprende: las economías de reciente industrialización (ERI) de ese continente (Corea, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur), los tigres de Asia (Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia), China y otras economías de Asia (India, Pakistán, Sri Lanka y Vietnam).

otros grupos de países (América Latina y un grupo conformado por otras economías emergentes) presentan déficits moderados en cuenta corriente o pequeños superávits. Los países exportadores de petróleo también exhiben superávits abultados en cuenta corriente, pero que se deben a características propias de los países que dependen de recursos agotables y que se analizan por separado en el recuadro 6.1. Estos países fueron excluidos del análisis empírico que se expone a continuación porque sus saldos en cuenta corriente responden de manera diferente a los factores económicos, y la evolución de su ahorro e inversión depende de otras consideraciones (como la magnitud de las reservas).

La tendencia también es heterogénea entre las economías de Asia; se observan algunos superávits cuantiosos y persistentes y unos pocos déficits sustanciales. Los superávits agregados de la región son el resultado de contribuciones de distintos países en diferentes momentos. Tras la crisis asiática, los países afectados (Corea y los tigres de Asia) acumularon importantes superávits al ver cerrado su acceso a los flujos internacionales de capital, y en un esfuerzo por reconstituir sus reservas. Últimamente (a partir de 2002–03), los superávits en cuenta corriente de varios países afectados por la crisis se han reducido, con la notable excepción de Malasia, mientras que China empezó a acumular cuantiosos superávits. China y Malasia son los únicos dos casos de países con superávits voluminosos y persistentes (véase más adelante). En cambio, los países de bajo ingreso, como India, Pakistán, Sri Lanka y Vietnam, en general presentan déficits y, de conformidad con la teoría, importan capital. Las tres pequeñas economías de reciente industrialización, o ERI (la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur) presentan enormes superávits en cuenta corriente, muy superiores al 10% del PIB, pero se trata de casos muy especiales: las tres gozan de altos niveles de ingreso, y la RAE de Hong Kong y Singapur constituyen centros financieros, lo que significa que sus flujos internacionales de capital dependen de factores

diferentes. En general, estas economías se excluyen del resto del capítulo.

A diferencia de lo sucedido en Asia, en las economías emergentes de Europa las tendencias de la cuenta corriente son más homogéneas y presentan muchos desequilibrios fuertes y persistentes. En los Estados bálticos y en Europa sudoriental los déficits son de gran magnitud y están creciendo, con tamaños medios de 18% y 11% del PIB en 2007, respectivamente. Los déficits en Europa central se han estabilizado en niveles más moderados, que rondan el 5% del PIB en promedio.

La evolución de la cuenta corriente depende sobre todo de la balanza comercial (gráfico 6.2). En las economías emergentes de Asia, el superávit en la balanza comercial es lo que determina la mayor parte del aumento del superávit en cuenta corriente, aunque un incremento de las transferencias privadas netas ha agregado 1 punto porcentual al saldo en cuenta corriente desde 1997 (principalmente en Filipinas, Vietnam y Pakistán). En forma análoga, en las economías emergentes de Europa el déficit de la balanza comercial explica la mayor parte del aumento del déficit en cuenta corriente, al cual se le suman 1½ puntos porcentuales atribuibles a una disminución reciente de la renta neta de la inversión. Sin embargo, en los últimos años Hungría y la República Checa han registrado superávits comerciales, con déficits en cuenta corriente que se deben sobre todo a saldos de ingresos de signo negativo.

En cuanto a los flujos financieros, los abultados superávits de las economías emergentes de Asia han estado vinculados a fuertes salidas de capital no relacionadas con la inversión extranjera directa (IED) y a una acumulación de reservas sin precedentes. El nivel de las reservas ahora equivale al 39% del PIB y cubre 9,2 meses de importaciones. Una consecuencia de la enorme acumulación de reservas en las economías emergentes de Asia y los países exportadores de petróleo ha sido la creación de grandes fondos soberanos de inversión, con importantes implicaciones potenciales para los flujos mundiales de capital y los precios de los activos (recuadro 6.2).

Recuadro 6.1. Factores determinantes de la cuenta corriente de los países exportadores de petróleo

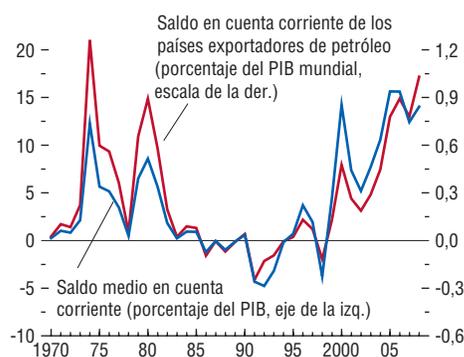
Los superávits en cuenta corriente de los países exportadores de petróleo han aumentado considerablemente en los últimos años gracias a la escalada de los precios del crudo. La cuenta corriente media de los países exportadores de petróleo ascendió de menos del 4% del PIB en 2002 a más del 13% en 2007 (primer gráfico). En el mismo período, la suma de las cuentas corrientes de esos países se elevó de menos de \$90.000 millones (0,3% del PIB mundial) a casi \$500.000 millones (0,9% del PIB mundial). Según las proyecciones, estos superávits aumentarán aún más en 2008 como consecuencia de la brusca subida de los precios del petróleo¹.

En este recuadro se examinan los factores a mediano plazo que determinan el saldo en cuenta corriente de los países exportadores de petróleo y las diferencias y similitudes con otros países. Se utiliza la metodología de equilibrio macroeconómico, que se basa en la relación de equilibrio entre los saldos en cuenta corriente y un conjunto de parámetros fundamentales (medidos, cuando es pertinente, como las diferencias con respecto a los valores medios de los socios comerciales). Estos parámetros comprenden variables como el saldo fiscal, datos demográficos, el saldo petrolero y el crecimiento económico, todas ellas determinantes robustos del saldo en cuenta corriente (Lee *et al.*, 2008). Antes de analizar la regresión, conviene señalar tres dimensiones macroeconómicas en que los países exportadores de petróleo difieren significativamente del resto del mundo:

- Los países exportadores de petróleo están expuestos a fluctuaciones bruscas de sus cuentas corrientes porque sus exportaciones son —por definición— relativamente poco diversificadas

Los autores principales de este recuadro son Rudolfs Bems e Irineu de Carvalho Filho.

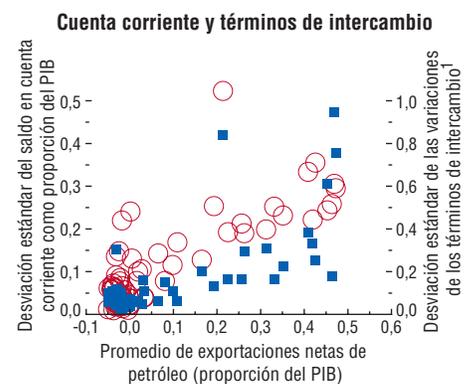
¹Los países exportadores de petróleo son: Angola, Arabia Saudita, Argelia, Azerbaiyán, Bahrein, Ecuador, los Emiratos Árabes Unidos, Gabón, Guinea Ecuatorial, Kazajstán, Kuwait, Libia, Nigeria, Noruega, Omán, Qatar, la República Árabe Siria, la República Bolivariana de Venezuela, la República del Congo, la República Islámica del Irán, la República del Yemen, Rusia y Turkmenistán.

Evolución de la cuenta corriente en los países exportadores de petróleo

Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Dependencia y volatilidad del petróleo; 1970–2006

- Desviación estándar de los saldos en cuenta corriente
- Desviación estándar de las variaciones de los términos de intercambio¹ (escala de la der.)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.
¹Términos de intercambio de bienes y servicios.

y los precios del petróleo varían considerablemente. Dicha volatilidad se ve directamente reflejada en una mayor volatilidad de los términos de intercambio y las cuentas corrientes como porcentaje del PIB (segundo gráfico).

- El saldo fiscal de los países exportadores de petróleo se caracteriza por los vaivenes de los

Recuadro 6.1 (continuación)

ingresos fiscales relacionados con el petróleo², y por lo tanto está estrechamente correlacionado con la cuenta corriente y es más volátil que el saldo fiscal de los países que no exportan petróleo.

- Dado que los ingresos petroleros provienen de la venta de un recurso agotable, las transferencias de una generación a otra resultan fundamentales para garantizar la equidad intergeneracional³. A fin de evitar caídas bruscas de la absorción una vez que mermen las exportaciones de petróleo, los países procuran acumular activos externos y utilizar las rentas que generan esos activos para compensar los menores ingresos provenientes del petróleo. Estas transferencias revisten más importancia para los países que prevén que su dotación de recursos naturales se agotará en las próximas décadas.

Para evaluar de manera más formal los factores que determinan la cuenta corriente de los países exportadores de recursos agotables, las regresiones según el método de equilibrio macroeconómico (EM) se estiman con base en los estudios de Lee *et al.* (2008). Para incorporar a los países exportadores de petróleo en la metodología, 1) se considera el saldo fiscal no petrolero como variable pertinente, para aislar los efectos de los ingresos petroleros y el saldo fiscal no petrolero en la cuenta corriente; 2) se adopta un coeficiente específico del saldo petrolero para los países exportadores de petróleo, así como para los países exportadores con reservas más limitadas, para tener en cuenta las transferencias intergeneracionales, y la reacción retardada del consumo y de la inversión a las fluctuaciones de los ingresos petroleros, y 3) se adopta un coeficiente retardado específico de la cuenta corriente para los países exportadores de petróleo, a fin de tener en cuenta las diferencias de persistencia. El

²Entre las otras fuentes de ingresos relacionadas con el petróleo se encuentran las regalías por la explotación de petróleo, los derechos de exportación, los impuestos sobre la renta de las empresas petroleras y los dividendos de las empresas petroleras estatales.

³Véanse Bems y de Carvalho Filho (de próxima publicación) y Thomas, Kim y Aslam (2008).

Factores determinantes de los saldos en cuenta corriente en los países exportadores de petróleo

	Muestra EM 1970–2004	Todos los países 1970–2004	Todos los países 1970–2006
Tasa de dependencia de la población anciana	-0,15***	-0,14*	-0,15
Crecimiento demográfico	-1,10**	-0,98	-1,29**
Crecimiento del producto	-0,20**	-0,19**	-0,15**
Variable ficticia de centros financieros	0,03***	0,03***	0,03***
Saldo fiscal no petrolero/PIB	0,20***	0,20***	0,21***
Saldo fiscal no petrolero/PIB (exportadores de petróleo)		0,45**	0,50***
Ingreso relativo	0,02*	0,03**	0,02
Ingreso relativo, exportadores de petróleo		0,08***	0,08***
Volatilidad de los términos de intercambio	0,01	0,07*	0,08*
Saldo petrolero/PIB	0,20***	0,28**	0,33***
Saldo petrolero/PIB (exportadores de petróleo)		0,49***	0,61***
Saldo petrolero/PIB (exportadores de petróleo, reservas limitadas)		0,59***	0,68***
Saldo petrolero rezagado/PIB		-0,11	-0,16
Cuenta corriente rezagada	0,37***	0,38***	0,42***
Cuenta corriente rezagada (exportadores de petróleo)		0,56***	0,59***
Observaciones	359	430	483
R ²	0,62	0,78	0,79

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Uno, dos y tres asteriscos denotan significación al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente.

análisis también comprende pruebas para medir las diferencias de los otros coeficientes.

Hay que señalar dos salvedades importantes con respecto a los resultados. En primer lugar, la calidad de los datos históricos de varios países exportadores de petróleo plantea problemas;

concretamente, la medición del saldo fiscal no petrolero está plagada de dificultades porque la definición de “sector petrolero” puede variar de un país a otro. En segundo lugar, el sector no petrolero de los países exportadores de petróleo puede abarcar actividades relacionadas con el petróleo (productos petroquímicos y fertilizantes). Esto puede significar que la cuenta corriente y los precios del petróleo están vinculados más estrechamente de lo que las meras ventas de petróleo harían pensar y, por lo tanto, que el coeficiente positivo del saldo petrolero en la regresión de cuentas corrientes es más alto.

En el cuadro se pueden apreciar los resultados de la regresión basada en el método de EM⁴. En la primera columna se presentan los coeficientes de un subconjunto de países desarrollados y de mercados emergentes que excluye los países exportadores de petróleo, salvo Noruega. En el subconjunto, que se basa en una muestra correspondiente al período 1970–2004, cada observación corresponde a un promedio de cuatro años. En la segunda y tercera columnas constan los resultados de la muestra completa de países (en la tercera figura una observación adicional correspondiente a 2005–06). Los coeficientes estimados son, en general, estadística y económicamente significativos, tienen los signos esperados y sus magnitudes son razonables. Además, el ajuste de la regresión es muy bueno, sobre todo si se considera que no están incluidos los efectos fijos por país.

Si se observan primero las variables que tienen efectos similares sobre el saldo en cuenta corriente en ambos grupos de países, las estimaciones implican que los efectos de la tasa de dependencia (la proporción entre la población de más de 65 años de edad y la población entre 30 y 64 años de edad), el crecimiento demográfico y el crecimiento del PIB per cápita son estadística y económicamente indistinguibles entre los países exportadores e importadores de petróleo. Con una tasa de dependencia más

alta, el saldo en cuenta corriente disminuye; un aumento de 1 punto porcentual en la tasa de crecimiento demográfico en relación con los socios comerciales reduce la cuenta corriente en aproximadamente 0,7%–1,0% del PIB, y un incremento de 1 punto porcentual en el crecimiento del PIB per cápita en relación con los socios comerciales hace bajar la cuenta corriente en aproximadamente un 0,2% del PIB.

Con respecto al efecto de otras variables en la cuenta corriente, existen diferencias estadística y económicamente significativas entre los exportadores de petróleo y otros países:

- Una mejora de 1 punto porcentual en el saldo fiscal (no petrolero) produce aumentos de la cuenta corriente expresada como porcentaje del PIB de entre 0,4 y 0,5 puntos porcentuales en el caso de los países exportadores de petróleo, y de aproximadamente 0,15 punto porcentual en otros países. Este resultado es consistente con el hecho de que, en los países financieramente menos desarrollados, la relación entre el saldo fiscal y el saldo en cuenta corriente es más robusta.
- El saldo en cuenta corriente es más sensible al saldo petrolero en los países exportadores de petróleo que en los países importadores de petróleo. Este resultado es consistente con la noción de que, como el petróleo es un recurso agotable, existe una mayor propensión a ahorrar los beneficios extraordinarios derivados de un aumento de su precio. Además, el petróleo suele desempeñar una función económica más protagónica en los países exportadores de petróleo que en los importadores, y por ese motivo un mismo shock del precio del petróleo implica una mayor variación del ingreso para los países exportadores de crudo. Si se tienen en cuenta los costos de ajuste en el consumo y la inversión, la reacción de la cuenta corriente frente a un shock del precio del petróleo probablemente será más marcada en los países exportadores de petróleo, por lo menos a corto plazo.
- Entre los exportadores de petróleo, la reacción de la cuenta corriente frente al saldo petrolero es más fuerte en los países con menores

⁴La muestra utilizada para la regresión no incluye Angola, Gabón, Guinea Ecuatorial, Nigeria y la República del Congo, debido al tamaño medio y al PIB per cápita durante el período de la muestra.

Recuadro 6.1 (conclusión)

reservas de crudo y gas (como Argelia y Noruega), y eso se condice con el hecho de que sus reservas de petróleo son de carácter más temporal que las de otros países exportadores.

- Un incremento del ingreso relativo eleva el saldo en cuenta corriente mucho más en los países exportadores de petróleo que en otros: un país exportador de petróleo con un nivel de ingresos equivalente a la mitad del nivel de ingresos de Estados Unidos tendrá, en promedio, un saldo en cuenta corriente entre 3 y 4 puntos porcentuales del PIB más pequeño que el de un país con un nivel de ingreso igual al de Estados Unidos (la diferencia es de entre $\frac{1}{2}$ y 1 punto porcentual en otros países). Una posible interpretación es que los países con ingresos relativos volátiles y recursos

agotables, como los exportadores de petróleo, ahorran una proporción mayor del ingreso en los “buenos tiempos” (y lo “desahorran” en los “malos tiempos”) porque los shocks que afectan al ingreso tienden a ser transitorios.

En conclusión, estos datos preliminares corroboran en términos generales las predicciones teóricas. Los países exportadores de petróleo suelen registrar cuantiosos superávits externos, sobre todo durante los auges de la producción y de los precios del petróleo. Esta situación es coherente con la necesidad de suavizar el consumo a lo largo del tiempo y entre generaciones, dado el carácter agotable del petróleo, y el carácter parcialmente transitorio de los auges de los ingresos petroleros y la presencia de costos de ajuste en el consumo y la inversión.

Las economías emergentes de Asia siguen siendo importadoras netas de IED, pero las entradas netas de este tipo de inversión (como porcentaje del PIB) son pequeñas en comparación con los flujos que reciben las economías emergentes de otras regiones, y no han variado mucho desde comienzos de los años noventa. En las economías emergentes de Europa, los crecientes déficits en cuenta corriente están cubiertos en gran medida por la IED neta, que es una fuente relativamente estable de financiamiento, aunque en los últimos años los déficits han crecido a un ritmo más acelerado que dicha inversión neta. Las economías emergentes de Europa también son fuertes importadoras de capital no relacionado con la IED, como por ejemplo la renta de bonos y acciones. En general, las reservas han ido acumulándose a un ritmo de entre 2% y 3% del PIB al año.

Para enfocar las variaciones del saldo en cuenta corriente desde otro ángulo, se puede observar la evolución del ahorro y de la inversión (gráficos 6.3 y 6.4)⁴. En las economías

emergentes de Asia, la crisis de 1997–98 ocasionó una caída drástica de (principalmente) la inversión privada en Corea y los tigres de Asia. El ahorro también disminuyó, en especial el público, pero en mucho menor grado. En cambio, el creciente superávit de China durante el período posterior (2003–06) estuvo impulsado por una marcada recuperación del ahorro privado (en su mayoría de empresas) y un aumento continuo del ahorro público⁵. La inversión privada y pública también se incrementó, pero en cantidades más pequeñas. En las economías emergentes de Europa, los déficits en cuenta corriente son consecuencia de la intensificación de la inversión privada (paralela al aumento de la IED) y, en menor grado, la inversión pública,

⁵Una tesis que se ha planteado para explicar el superávit de China es la de una elevada tasa de ahorro de los hogares, debida a la falta de redes de protección social o de consumo basado en hábitos. Sin embargo, el aumento reciente de la cuenta corriente de China está vinculado a una mayor tasa de ahorro en las empresas, no en los hogares. Aziz y Cui (2007) sostienen que la causa principal de la disminución del consumo como porcentaje del PIB en China se debe a la menor participación de la mano de obra en el ingreso, y no a la mayor tasa de ahorro de los hogares.

⁴El saldo en cuenta corriente es la diferencia entre el ahorro interno y la inversión bruta.

en especial en los Estados bálticos y Europa sudoriental. El ahorro público también experimentó una suba moderada en estos países (excepto en Europa central), en tanto que el ahorro privado permaneció relativamente invariable. Al igual que en las economías emergentes de Asia, el “desahorro” de los hogares se ha visto compensado por un mayor ahorro de las empresas, aunque en los últimos años se ha observado un cierto desahorro privado en términos netos.

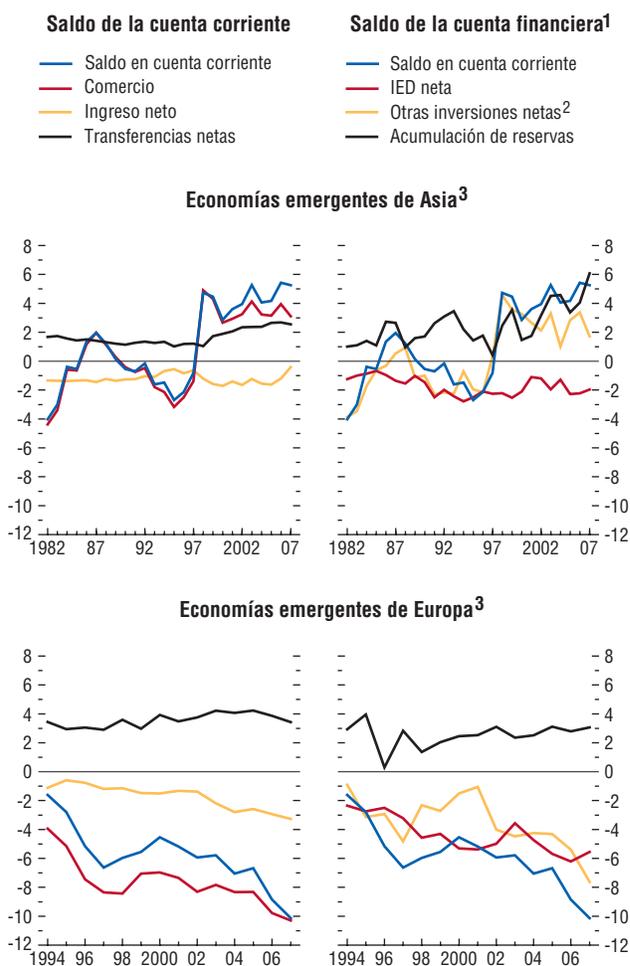
Comparados con otros episodios de aceleración del crecimiento, los recientes déficits en cuenta corriente observados en los países emergentes de Europa son de gran magnitud (gráfico 6.5)⁶. Las economías que experimentaron aceleraciones del crecimiento en algún momento durante los últimos 35 años presentaron déficits medios en cuenta corriente de alrededor del 3% del PIB durante los primeros ocho años posteriores a la aceleración, frente a déficits medios de entre 6% y 7% del PIB en las economías emergentes de Europa durante el período equivalente. Se observó una tendencia similar, pero con una diferencia más pequeña, durante los períodos de aceleración del crecimiento de varios países emergentes de Asia, excepto China⁷. En general, en todos los casos de aceleración del crecimiento, el empeoramiento del déficit en cuenta corriente estuvo relacionado con un repunte de la inversión y un pequeño aumento compensatorio del ahorro. En comparación, la aceleración del crecimiento en las economías emergentes de Europa significó un mayor repunte de la inversión, fenómeno comparable solo con los períodos de aceleración del crecimiento de los tigres de Asia a comienzos de los años setenta. Las economías emergentes de Europa se distinguen de los casos típicos de aceleración del crecimiento en un aspecto: las

⁶En el apéndice 6.1 se presentan con más detalle los criterios utilizados para determinar los períodos de aceleración del crecimiento, y los países y los años en que ocurrieron.

⁷Véase también el capítulo 2 de la edición de abril de 2004 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 6.2. Saldos externos por componente (Porcentaje del PIB; promedio simple)

La evolución de la cuenta corriente depende sobre todo de la balanza comercial. En las economías emergentes de Asia, el saldo de transferencias corrientes también mejoró a partir de 1997; en las economías emergentes de Europa, los crecientes déficits están vinculados a un deterioro del saldo de ingreso neto.



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Las transacciones de la cuenta financiera se multiplicaron por -1.

²Comprende inversiones de cartera netas y otras inversiones netas.

³Véanse los desgloses de países por región en las notas 1 y 2 del gráfico 6.1.

Recuadro 6.2. Fondos soberanos de inversión: Implicaciones para los mercados financieros mundiales

En este recuadro se analiza cómo los cuantiosos y persistentes superávits en cuenta corriente de varias economías, en su mayoría emergentes, han hecho que los fondos soberanos de inversión adquirieran un papel protagónico en el panorama financiero mundial (primer gráfico). Se examina también cómo la creciente importancia de esos fondos puede repercutir en los flujos mundiales de capital, los precios de activos clave y los mercados financieros en general¹.

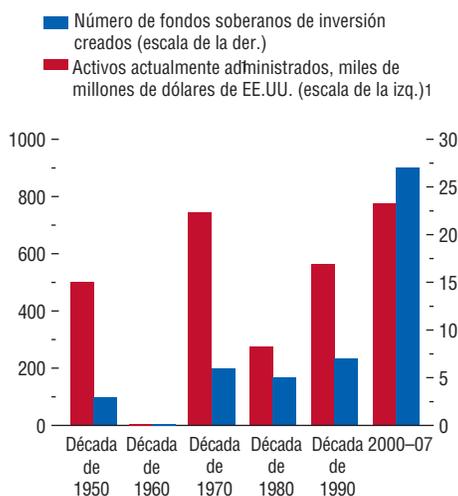
Muchos fondos soberanos de inversión han existido desde hace muchos años, si no décadas, pero es solo desde 2000 que se han multiplicado notablemente en número y en la cantidad estimada de activos administrados. La expansión de estos fondos es consecuencia de los persistentes y cuantiosos superávits en cuenta corriente de varias economías asiáticas y de los países exportadores de petróleo. Estos superávits —derivados de los altos precios de las materias primas y los saldos comerciales favorables— han dado lugar a una rápida acumulación de reservas internacionales por parte de los bancos centrales. Las reservas han alcanzado niveles que, a juicio de muchos países, brindan una protección suficiente contra los shocks financieros o económicos. Muchos de estos países aún acusan enormes necesidades de desarrollo, pero adolecen de una capacidad de absorción limitada. Por lo tanto, puede ser desaconsejado o inviable gastar rápidamente los ingresos provenientes del petróleo o de las exportaciones. Por otro lado, se está popularizando la opinión de que la transformación de los “recursos del suelo” en activos financieros es una estrategia importante para distribuir la riqueza entre las distintas generaciones.

Como resultado, muchos países están procurando potenciar los rendimientos de estas grandes reservas de fondos. En lugar de seguir invirtiendo de forma conservadora mediante la acumulación sostenida de reservas, los países están transfiriendo los activos a fondos

Los autores principales de este recuadro son Julie Kozack, Douglas Laxton y Krishna Srinivasan.

¹Véase Kozack, Laxton y Srinivasan (de próxima publicación).

El número de fondos soberanos de inversión ha aumentado notablemente



Fuentes: Informes de medios de comunicación y analistas, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹La estimación de activos administrados por los fondos soberanos se establece para cada período.

soberanos que tienen mandatos de inversión más amplios y ambiciosos. Según estimaciones del mercado, los activos administrados por los fondos soberanos ascienden a entre \$2 billones y \$3 billones —es decir, más que los activos administrados por los fondos de inversión de alto riesgo, o *hedge funds* (\$1,9 billones)— y representan entre un cuarto y un tercio de los activos externos en poder de entidades soberanas. Los activos de los fondos soberanos siguen siendo pequeños en comparación con el total de activos financieros a escala mundial (alrededor de \$190 billones), pero son importantes en relación con la capitalización bursátil de los mercados maduros y el tamaño de los mercados de deuda y capitales de las economías emergentes. No obstante, los fondos soberanos a menudo invierten parte de su cartera en activos no financieros, como bienes raíces. Se ha proyectado que los activos de los fondos soberanos de inversión superarán el saldo mundial de reservas de divisas en un futuro no muy lejano,

y que ascenderán a entre \$7 billones y \$11 billones en 2013. Es evidente entonces que los fondos soberanos de inversión desempeñarán una función cada vez más preponderante en las finanzas mundiales.

En este contexto, una cuestión fundamental es la manera en que la presencia cada vez más prominente de los fondos soberanos repercutirá en las tendencias de los flujos mundiales de capital, los precios de los activos y la estabilidad financiera en general. Los fondos soberanos de inversión suelen tener horizontes de inversión a mediano y largo plazo, y por eso es menos probable que realicen reorganizaciones súbitas de sus carteras que podrían afectar la estabilidad del mercado. De hecho, durante el actual período de agitación del mercado financiero, los fondos soberanos han inyectado fuertes sumas de capital en instituciones financieras de importancia sistémica, lo que hace pensar que dichos fondos pueden cumplir una función estabilizadora en los mercados financieros. Pero incluso una diversificación gradual de las carteras de activos de reserva de las entidades soberanas —por ejemplo, a través de fondos soberanos de inversión— podría tener implicaciones para los flujos de fondos entre países, los precios absolutos y relativos de los activos y la evolución de los desequilibrios mundiales².

El análisis del posible impacto de una diversificación de las reservas de las entidades soberanas a través de los fondos soberanos de inversión se complica por la falta de información fiable acerca de varios de esos fondos de gran tamaño, sobre todo en lo que se refiere a la manera en que se asignan sus activos. Con el fin de examinar las posibles implicaciones de la creciente presencia de los fondos soberanos, se elaboraron escenarios ilustrativos de asignación de activos para países que están disminuyendo sus tenencias de reservas en favor de una

²Se estima que los inversionistas oficiales extranjeros han mantenido los rendimientos nominales de las letras del Tesoro de Estados Unidos a 10 años 100 puntos básicos por debajo de lo normal (Warnock y Warnock, 2006).

diversificación de sus activos a través de fondos soberanos de inversión^{3,4}. Dos carteras diversificadas y estilizadas —una que imita la cartera del Fondo Global de Pensiones del Gobierno de Noruega (GPF - Global) y otra representativa de un reconocido fondo soberano de inversión— se calibran y se comparan con una cartera estilizada de activos de reserva en divisas, con el fin de evaluar cambios probables en la evolución de los flujos mundiales de capital y las repercusiones en los precios de los activos (segundo gráfico)⁵. Para complementar este análisis

³El análisis supone que los países que recientemente han creado fondos soberanos de inversión, o que han anunciado su intención de crearlos canalizarán una parte de los futuros ingresos de divisas hacia sus respectivos fondos. Los países que hace poco han creado o que están creando fondos soberanos de inversión o de tipo similar son Arabia Saudita, Brasil, China, Corea y Rusia; los que están considerando crearlos son (según información del mercado) India, Japón y Tailandia.

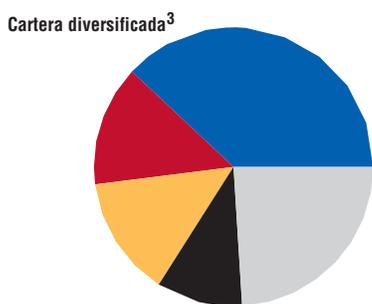
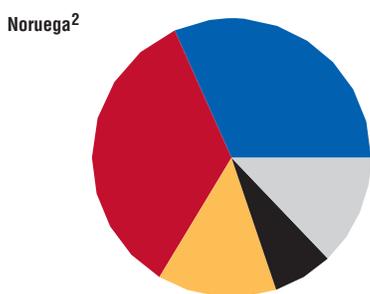
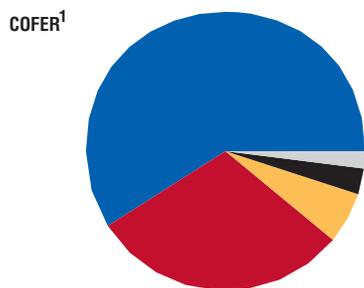
⁴Los nuevos flujos se calculan como la suma del saldo en cuenta corriente y los flujos netos de capital privado de cada país, de acuerdo con las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* correspondientes a 2008–13. El análisis fija un *límite inferior*—que supone que los países que crearon fondos soberanos de inversión recientemente invertirán un 50% de las nuevas entradas de divisas disponibles en sus propios fondos— y un *límite superior*, que supone además que los países que están considerando crear fondos soberanos (según información del mercado) invertirán un 50% de las nuevas entradas de divisas disponibles en sus propios fondos. El límite superior también supone que un 10% del saldo de reservas existentes de las 10 economías emergentes con mayores tenencias de reservas se transfiere a fondos soberanos de inversión durante 2008–13. Se supone que los nuevos flujos que reciben los fondos soberanos se invierten en el extranjero.

⁵La cartera estilizada de un fondo soberano de inversión representativo se basa en datos del mercado sobre la asignación de activos y la composición monetaria. La Composición de las Reservas Oficiales de Divisas (COFER, por sus siglas en inglés) es una base de datos del FMI en la que se registran datos trimestrales de final del período sobre la composición monetaria de las reservas oficiales de divisas. Los datos agregados de la COFER se utilizan para derivar una cartera estilizada de reservas, suponiendo que los activos se asignan exclusivamente a bonos públicos, de acuerdo con la composición monetaria de la COFER.

Recuadro 6.2 (continuación)

Composición monetaria de carteras estilizadas

■ Dólar de EE.UU. ■ Euro
■ Libra esterlina ■ Yen
■ Otras monedas



Fuentes: Base de datos de la COFER; Banco de Noruega, y estimaciones del personal técnico del FMI.

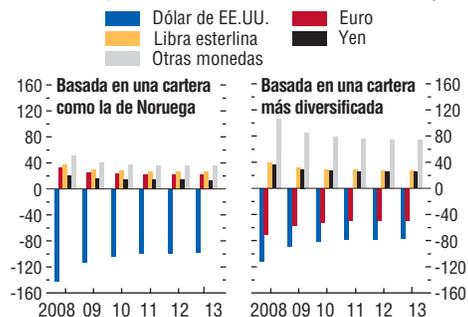
¹Datos agregados. La COFER es una base de datos del FMI sobre la composición monetaria de las reservas internacionales oficiales.

²En la actualidad, un 47% de la cartera de Noruega está invertida en acciones y un 53% en bonos.

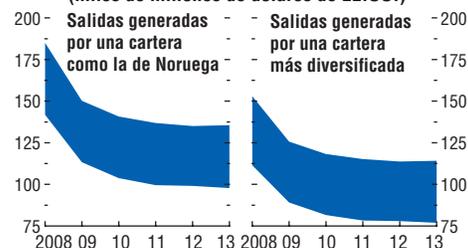
³Cartera estilizada de un fondo soberano de inversión representativo basado en informes del mercado sobre la asignación de activos y la composición monetaria.

Resultados de la simulación

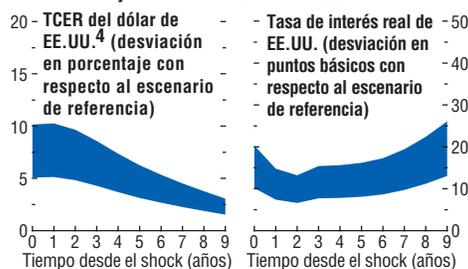
Possible variación en la composición monetaria de las salidas de capital de ciertos países con fondos soberanos de inversión (miles de millones de dólares de EE.UU.)^{1,2}



Rango de posibles salidas de capital de activos denominados en dólares de EE.UU. (miles de millones de dólares de EE.UU.)^{2,3}



Rango de posibles efectos en el tipo de cambio y las tasas de interés de EE.UU.^{2,3}



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Variación basada en la suposición de que un 50% de las divisas disponibles que fluyen a los países enumerados en la nota 2 se coloca en el fondo de inversión soberano y se invierte en activos externos

²Arabia Saudita, Brasil, China, Corea y Rusia (solo en el "National Wealth Fund").

³El límite inferior del rango se basa en el supuesto descrito en la nota 1. En el caso del límite superior se supone que los países que se prevé tendrán fondos soberanos de inversión (según informes de los medios de comunicación) también colocan un 50% de las divisas disponibles en los fondos para inversión en el extranjero. Para el límite superior también se supone que un 10% de las reservas existentes de las 10 economías emergentes con mayores tenencias de reservas se transfieren a fondos soberanos de inversión durante el período 2008-13.

⁴TCER = tipo de cambio real efectivo.

hipotético, en el ejercicio se estima el efecto de una disminución leve de los activos denominados en dólares en el nivel actual de reservas de las 10 economías emergentes con mayores tenencias de reservas. Aquí cabe hacer una advertencia: al igual que en muchos ejercicios de modelización, los resultados son muy sensibles a los supuestos subyacentes. Por ejemplo, si se supone que los fondos soberanos de inversión de larga trayectoria no reorganizan sus carteras, el ejercicio proporciona solo una visión parcial de la magnitud eventual del impacto de las posibles estrategias de diversificación sobre los flujos de capital y los precios de los activos. Además, otras entidades soberanas pueden optar por diversificar su actual cartera de activos de reserva (y no solo las 10 economías emergentes con mayores tenencias de reservas, como se supone en el ejercicio). Por último, si bien con las dos carteras estilizadas se busca ilustrar las posibles estrategias de asignación de activos, hay que reconocer que en la práctica los fondos soberanos de inversión constituyen un grupo diverso con distintos tipos de mandatos, transparencia y estructuras de gobierno. Pero aun así, este ejercicio limitado proporciona una idea de la dirección y la magnitud del posible impacto en los mercados.

El análisis indica que la estructura de los flujos de capital cambiaría significativamente: las economías avanzadas recibirían menos corrientes de capital y las economías emergentes atraerían flujos mucho más cuantiosos (tercer gráfico). En comparación con los activos de reserva, que en su mayoría se denominan en dólares y suelen ser letras del Tesoro de Estados Unidos o valores públicos, las carteras estilizadas de los fondos soberanos de inversión son más diversificadas en cuanto a clases de activos y exposición cambiaria. Esto apunta a una merma de los flujos que reciben los mercados de bonos públicos, con las consiguientes implicaciones para las tasas de interés. Este menor uso de los activos de reservas podría repercutir de manera más notable en los mercados de Estados Unidos, si los países diversifican sus carteras disminuyendo sus tenencias en dólares.

- Las estimaciones indican que los flujos que entran a Estados Unidos podrían disminuir en promedio entre un ½% y un 1% del PIB anual de ese país, en función del número de países en la muestra y del supuesto que se adopte con respecto a la composición monetaria de las reservas de las 10 economías emergentes con mayores tenencias de reservas. Los resultados también dependen de la estrategia de asignación de activos que se utilice para modelizar las inversiones de los eventuales fondos soberanos de inversión.
- Las carteras en que las economías emergentes tienen una mayor ponderación —como la cartera estilizada diversificada— generarán menos flujos hacia activos denominados en dólares y euros, en tanto que los flujos hacia las economías emergentes tenderán a aumentar considerablemente. En cambio, una cartera similar a la del fondo soberano de inversión de Noruega —en el que las inversiones en Europa tienen una ponderación mucho mayor— debería presentar una cierta reducción de las inversiones en activos denominados en dólares y flujos menos cuantiosos, pero todavía positivos, hacia los mercados emergentes.
- Para cuantificar las implicaciones de los posibles cambios en el patrón de los flujos de capital sobre las tasas de interés y los tipos de cambio en relación con el escenario de referencia, se realizaron simulaciones utilizando el modelo GIMF5 del FMI⁶. Los resultados se centran en las repercusiones en Estados Unidos, e indican un aumento de entre 10 y 25 puntos básicos de las tasas de interés real de ese país, y una depreciación de entre 2% y 4% del dólar a largo plazo.

⁶Las simulaciones se realizaron en una versión de cinco regiones del Modelo Global Monetario y Fiscal Integrado (GIMF5, por sus siglas en inglés). El GIMF5 es una versión ampliada del modelo de Kumhof y Laxton, y comprende modelos individuales para Estados Unidos, la zona del euro, Japón, las economías emergentes de Asia y el “resto de los países”. Véase Kumhof y Laxton (2007).

Recuadro 6.2 (conclusión)

El modelo predice una depreciación más marcada de dicha moneda a corto plazo, de entre 6% y 10%. El déficit en cuenta corriente de Estados Unidos podría mejorar entre $\frac{1}{2}$ y 1 punto porcentual del PIB de ese país, como consecuencia de un aumento de la prima de riesgo país debida a una menor demanda de activos de Estados Unidos. En el resto del mundo, las mayores entradas de capital provocarían un descenso de las tasas de interés real (y por consiguiente un aumento del diferencial con las tasas de interés de Estados Unidos) y una apreciación de las monedas (en términos efectivos reales), con un estímulo para la demanda interna.

Las estimaciones del modelo no apuntan ni a una depreciación desordenada del dólar de EE.UU. ni a una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales. Más bien, hacen pensar que el efecto de los reordenamientos graduales de las carteras sería moderado a largo plazo. Sin embargo, las estimaciones del modelo no tienen en cuenta los posibles efectos de segunda ronda, derivados de las reacciones de otros inversionistas ante los cambios en el comportamiento de los fondos soberanos de inversión. En general, los resultados indican que la menor demanda de activos de Estados Unidos ayudaría a reducir el déficit en cuenta corriente de ese país y el valor del dólar.

mayores entradas netas de IED y la mayor duración de los episodios de déficit.

Curiosamente, entre los casos de aceleración del crecimiento que se señalan aquí se encuentran varios países de Europa occidental que habían ingresado en la UE con anterioridad. Estos países también experimentaron considerables déficits en cuenta corriente y afluencias netas de IED, pero en una escala mucho menor que las economías emergentes de Europa. Esto podría deberse en parte al hecho de que sus cuentas de capital se liberalizaron por completo solo desde comienzos de los años noventa, en la mayoría de los casos después de que despegara el crecimiento.

Los cambios de sentido en la cuenta corriente de las economías emergentes de Asia observados durante la crisis de 1997–98 también llaman la atención en comparación con lo sucedido en otras crisis. A diferencia de las crisis cambiarias y bancarias ocurridas desde 1980, en la crisis asiática las economías emergentes presentaban déficits iniciales medios más profundos, y los ajustes en sus cuentas corrientes y niveles de inversión fueron mucho más sustanciales y abruptos (gráfico 6.6)⁸. Posteriormente, parte de esa tenden-

cia se revirtió, pero cinco años después de la crisis los superávits seguían siendo más altos que los de períodos posteriores de otras crisis.

Una característica común de las economías emergentes de Asia y Europa la constituyen sus vigorosas tasas de crecimiento. El gráfico 6.7 parece corroborar la teoría de que entre los países de fuerte crecimiento (es decir, crecimiento del PIB per cápita superior al 2% anual), aquellos con mayores tasas de crecimiento tienden a tener saldos más bajos en cuenta corriente. Esta correlación negativa es válida en todas las economías, pero también dentro de cada región emergente (China es una vez más la excepción)⁹. Los datos disponi-

⁸Las fechas de inicio de las crisis cambiaria y bancaria se obtuvieron de Laeven y Valencia (de próxima publicación).

⁹El resultado también es válido si se incluyen todas las economías emergentes y no solo las economías emergentes de fuerte crecimiento. Si se excluye China, el capital fluye en forma agregada hacia las economías emergentes. Esta observación contrasta con los resultados de estudios recientes, que detectaron una correlación positiva entre el crecimiento y la cuenta corriente (véanse, por ejemplo, Prasad, Rajan y Subramanian, 2007, y Gourinchas y Jeanne, 2007). Una posible explicación es que muchos de estos estudios no abarcan países emergentes de Europa y sí numerosos países africanos, en los cuales la mayor parte de las entradas de capital son flujos oficiales de ayuda y no flujos de capital privado basados en consideraciones de mercado. Investigaciones recientes indican que los flujos entrantes de ayuda pueden repercutir ambigua o incluso negativamente en el crecimiento si

bles sobre la evolución de la cuenta corriente en las economías avanzadas durante su fase emergente a finales del siglo XIX y comienzos del siglo XX indican que los capitales fluyeron hacia los países de fuerte crecimiento (recuadro 6.3).

Factores que han contribuido a la evolución reciente de la cuenta corriente

En la cuenta corriente de las economías emergentes influyen numerosos factores¹⁰. En esta sección se analizan con detenimiento datos de diversos países que relacionan el nivel de la cuenta corriente con un amplio conjunto de variables que pueden ser importantes a la hora de determinar los saldos en cuenta corriente de las economías emergentes de Europa y Asia. El análisis empírico primero busca explicar la evolución de la cuenta corriente solo a partir de factores estándar que han sido reconocidos en las investigaciones como determinantes clave de los saldos en cuenta corriente, tales como el balance del gobierno, las tasas de dependencia por población joven y anciana, la posición neta de activos externos, y las oportunidades de crecimiento medidas indirectamente en función del nivel inicial de ingresos y del crecimiento rezagado¹¹. Estas variables explican en gran medida

elevan el tipo de cambio y empañan las perspectivas de crecimiento en el sector de bienes transables (véase, por ejemplo, Rajan y Subramanian, 2005).

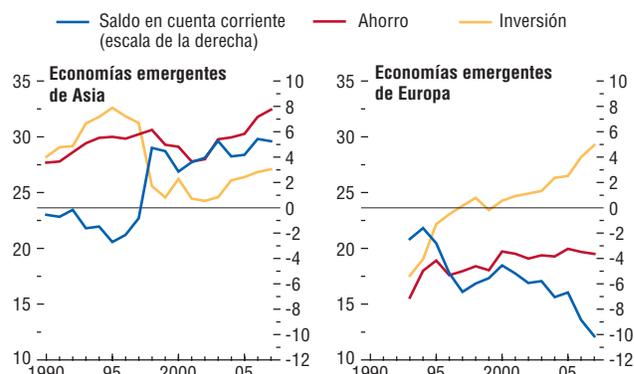
¹⁰Véanse, por ejemplo, Aristovnik (2006), Chinn e Ito (2006), Gruber y Kamin (2007, 2008), y Herrmann y Jochem (2005).

¹¹Véase Lee *et al.* (2008). Lo que se espera es que las oportunidades de crecimiento reduzcan el saldo en cuenta corriente gracias a un aumento de la inversión y una disminución del ahorro. De manera similar, las altas tasas de dependencia harán bajar la cuenta corriente porque restringirán el ahorro. En cambio, un superávit en el balance del gobierno elevará la cuenta corriente si no se ve plenamente compensado por una reducción del ahorro o un aumento de la inversión privada. Por último, se prevé que un nivel más alto de activos externos netos hará subir el nivel de la cuenta corriente al incrementar la renta neta de la inversión. En el análisis también se incorporan una variable ficticia correspondiente a los centros financieros (ya que estos suelen exportar capital), el saldo petrolero y los efectos temporales, para tener en cuenta acontecimientos que afectan de manera uniforme a todos los países en un período determinado.

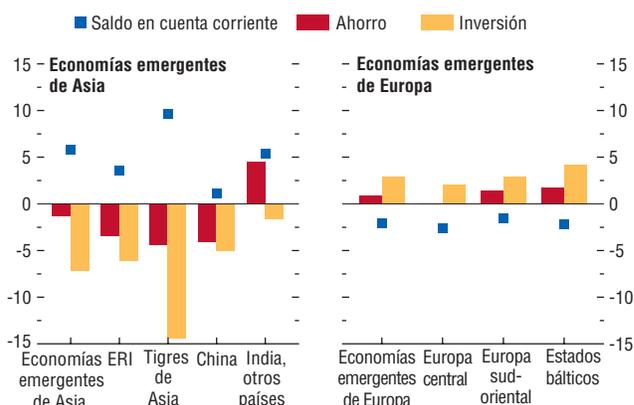
Gráfico 6.3. Saldo en cuenta corriente, ahorro e inversión¹

(Porcentaje del PIB; promedio simple)

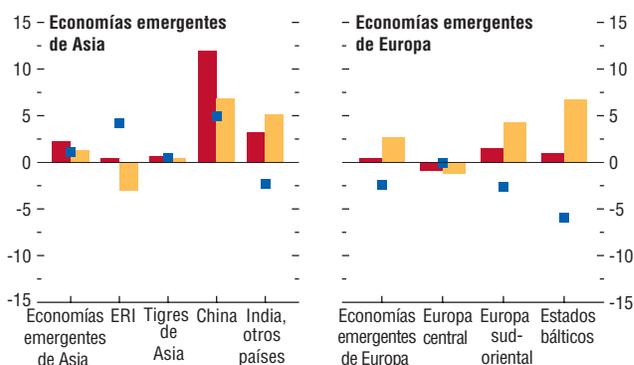
En Asia, el ahorro y la inversión disminuyeron después de 1997, y en los tigres de Asia la caída de la inversión fue drástica. Si bien la inversión permaneció por debajo de los niveles previos a la crisis, el ahorro y la inversión han aumentado últimamente gracias a repuntes en China, India y otros países. En cambio, la inversión creció rápidamente en las economías emergentes de Europa, sobre todo en los países de bajo ingreso, y estuvo acompañada de aumentos moderados del ahorro.



Variaciones en la cuenta corriente, el ahorro y la inversión: 1999–2002 frente a 1994–96



2003–07 frente a 1999–2002



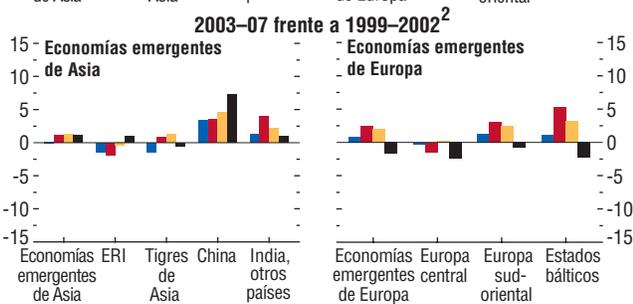
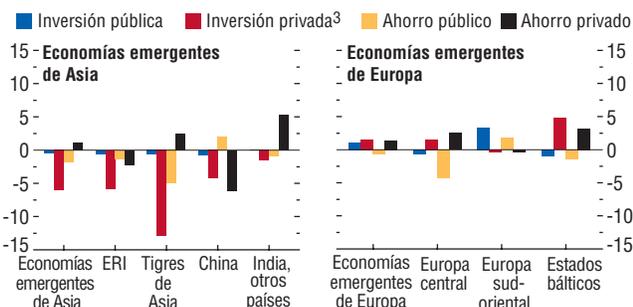
Fuentes: CEIC Data Company Limited; *National Accounts Statistics* de las Naciones Unidas, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Véanse los desgloses de países por región en las notas 1 y 2 del gráfico 6.1.

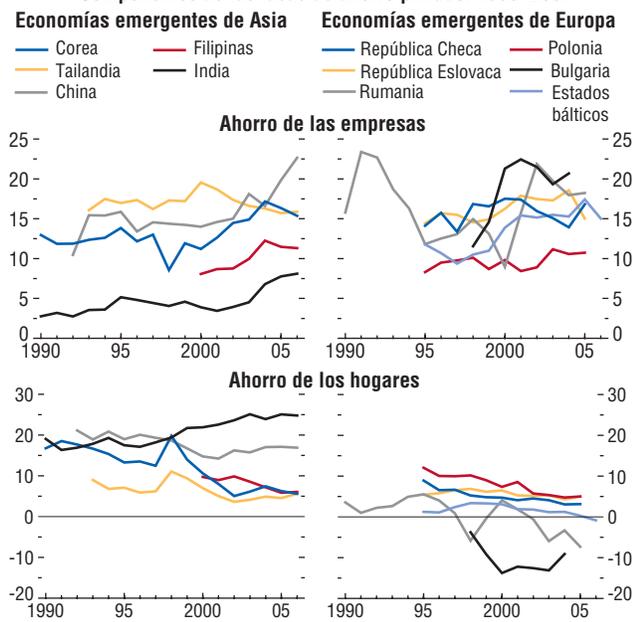
Gráfico 6.4. Ahorro e inversión por componente¹
(Porcentaje del PIB; promedio simple)

Los cuantiosos superávits en cuenta corriente registrados en China en los últimos años obedecen a un marcado aumento del ahorro empresarial. El ahorro de los hogares disminuyó en ambas regiones a lo largo del último decenio, y es especialmente bajo en las economías emergentes de Europa.

Variación del ahorro y de la inversión en los sectores público y privado: 1999–2002 frente a 1994–96



Componentes de las tasas de ahorro privado: 1990–2007



Fuentes: CEIC Data Company Limited; FMI, *Balance of Payments Statistics*; *National Accounts Statistics* de las Naciones Unidas, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Véanse los desgloses de países por región en las notas 1 y 2 del gráfico 6.1.

²Eslovenia, Indonesia y Polonia se excluyen de los promedios de los grupos por falta de datos. Por lo tanto, la suma de los datos del gráfico 6.4 no es igual a la del gráfico 6.3.

³La inversión privada incluye variaciones en las existencias.

las tendencias mundiales de la cuenta corriente, pero no justifican los abultados superávits en las economías emergentes de Asia y los ingentes déficits en las economías emergentes de Europa. A continuación, el análisis empírico refuerza los factores estándar con un conjunto de variables adicionales que caracterizan el sector financiero y que pueden haber incidido decisivamente en la evolución de la cuenta corriente en años recientes.

En los últimos 10 años, las economías emergentes de Europa han liberalizado rápidamente sus sistemas financieros internos y han abierto sus cuentas de capital (gráfico 6.8)¹². Juntos, estos dos factores propiciaron una multiplicación del número de bancos extranjeros en estos países¹³. Las economías emergentes de Asia también dieron algunos pasos hacia la liberalización financiera interna, pero sus sistemas financieros aún son mucho menos abiertos, excepto en las ERI. Además, durante la crisis asiática los tigres de Asia y las ERI impusieron restricciones a las transacciones de la cuenta de capital. Más de 10 años después, las cuentas de capital de estas economías permanecen en general muy cerradas, salvo en las ERI.

¹²En este capítulo se emplea un índice de liberalización financiera interna que combina información sobre controles de las tasas de interés, controles del crédito, restricciones a la competencia, propiedad estatal, calidad de la supervisión y regulación bancaria, políticas para incentivar el desarrollo de los mercados de bonos y acciones, y políticas que permiten el acceso de extranjeros a la bolsa de valores interna (Abiad, Detragiache y Tressel, de próxima publicación). El índice de apertura de la cuenta de capital se obtuvo de Chinn e Ito (2006). Los dos índices están muy correlacionados, en parte porque la liberalización financiera interna incluye un indicador de las barreras a la entrada de inversionistas extranjeros. Por lo tanto, las pruebas relativas a la significación de estas variables se efectúan de manera conjunta en las regresiones.

¹³Otro motivo de la mayor participación de los bancos extranjeros es que las casas matrices, cuyos ingresos enfrentan condiciones más difíciles en sus propios mercados, detectan oportunidades de crecimiento comparativamente mejores. Ayden (de próxima publicación) señala que los apretados márgenes —la diferencia entre las tasas de interés activa y pasiva— de las casas matrices en sus propios mercados están vinculados a un mayor volumen de préstamos concedidos por sus filiales en Europa central y oriental.

La teoría es ambigua en cuanto a si la liberalización del sector financiero y la apertura de la cuenta de capital tienen un efecto neto positivo o negativo en la cuenta corriente. Una cuenta de capital más abierta y un sistema financiero más desarrollado tienden a mejorar el acceso al capital extranjero para financiar la inversión interna, lo cual reduce el saldo en la cuenta corriente¹⁴. Pero un sistema financiero más liberalizado y con mayores oportunidades de intermediación también puede incentivar el ahorro interno, con un efecto opuesto en la cuenta corriente. Por otro lado, la liberalización financiera interna también puede ampliar el acceso al crédito y a nuevos productos financieros, lo cual tiende a reducir el ahorro interno y la cuenta corriente. Por eso, el efecto neto de la liberalización del sector financiero y la apertura de la cuenta de capital sobre la cuenta corriente resulta incierto y sigue siendo una cuestión empírica.

Otro factor financiero que puede incidir en la cuenta corriente es la profundidad financiera de la economía, medida en función del crédito al sector privado y la capitalización bursátil como proporción del PIB¹⁵. Una mayor profundidad financiera podría indicar que el sistema financiero está desarrollado, lo cual elevaría el saldo de la cuenta corriente si estimulara el ahorro interno; no obstante lo reduciría si, al atraer más ahorro extranjero, fomentara la inversión interna. La profundidad financiera parece ser mucho mayor en las economías emergentes de Asia que en las de Europa, aunque ha ido en aumento en ambas regiones (excepto en el caso de los tigres de Asia).

Un factor que ha acaparado mucha atención en el contexto de los superávits en cuenta corriente en Asia es la política cambiaria y la

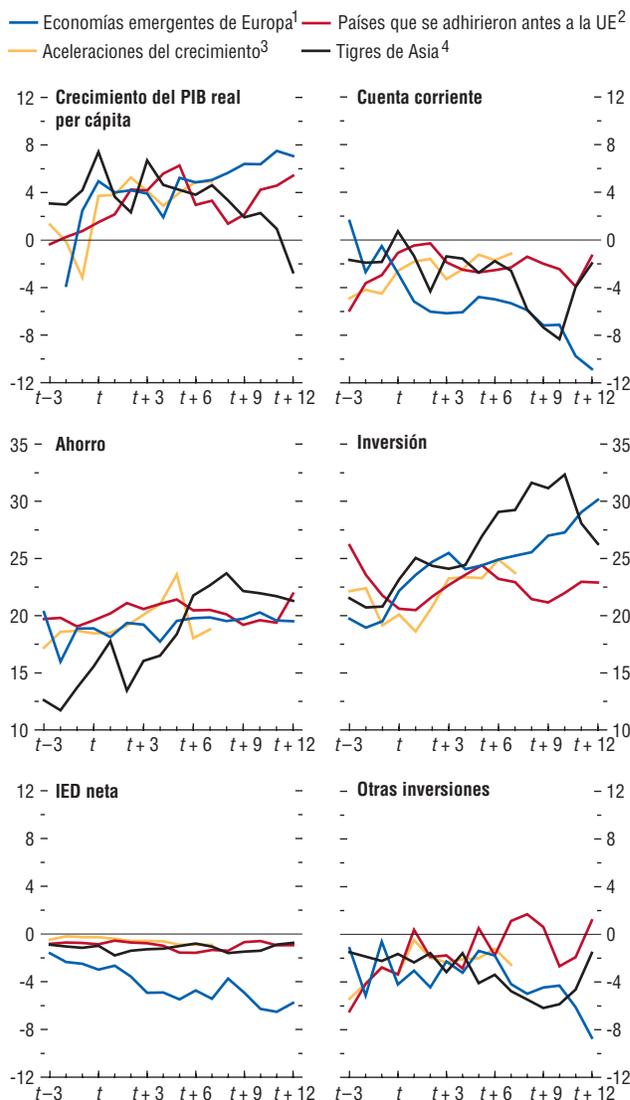
¹⁴En el caso de una crisis o de una conducción desacertada de la economía de un país, una cuenta de capital más abierta también podría estar relacionada con una mayor salida de capitales.

¹⁵Pueden consultarse análisis en los que se emplea este indicador (y la apertura de la cuenta de capital) en Chinn y Prasad (2003), Gruber y Kamin (2007, 2008) y Chinn e Ito (2006).

Gráfico 6.5. Aceleraciones del crecimiento

(Porcentaje del PIB; promedio simple; años anteriores y posteriores a la crisis en el eje de las abscisas)

La aceleración del crecimiento en las economías emergentes de Europa a partir de 1995 estuvo vinculada a fuertes déficits en cuenta corriente y entradas netas de IED mucho más cuantiosas que las registradas en aceleraciones similares del crecimiento en otros países.



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Se supone que la aceleración de las economías emergentes de Europa comenzó en 1995. ²En los casos de los países que se adhirieron antes a la UE, los años de inicio de la aceleración fueron los siguientes: España, 1984; Grecia, 1996; Irlanda, 1985, y Portugal, 1985.

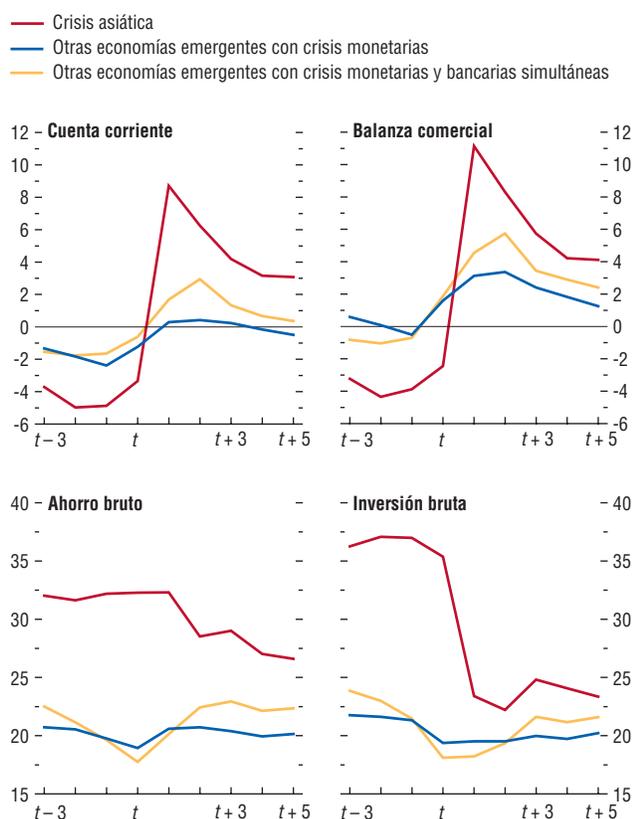
³Una aceleración del crecimiento se define como un aumento del crecimiento del PIB real per cápita de por lo menos 2% y una tasa media de crecimiento de por lo menos 3,5% sostenido a lo largo de un horizonte de ocho años, según Hausmann, Pritchett y Rodrik (2005). El gráfico muestra la mediana de cada variable en los distintos periodos de aceleración del crecimiento (excluidos los de las economías emergentes de Europa).

⁴El grupo de los tigres de Asia comprende: Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia, cuyo crecimiento empezó a acelerarse en 1973.

Gráfico 6.6. Cambios de signo de la cuenta corriente durante episodios de crisis¹

(Porcentaje del PIB; promedio simple; años anteriores y posteriores a la crisis en el eje de las abscisas)

El ajuste de la cuenta corriente durante la crisis asiática fue más brusco que en otros episodios de crisis. Cinco años más tarde, el superávit de Asia seguía siendo mayor que el de otras regiones.



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Los países de Asia afectados por la crisis fueron: Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. Las otras economías emergentes afectadas fueron: Argentina, Brasil, México, Rusia y Turquía, en el caso de las cuales se identificaron 15 episodios de crisis entre 1980 y 2007, sobre la base de Laeven y Valencia (de próxima publicación).

tendencia a acumular reservas. No obstante, resulta difícil encontrar un indicador exógeno de estas políticas, dado que el tipo de cambio y las reservas se determinan juntamente con el saldo en cuenta corriente. Por lo tanto, estos factores no forman parte de este análisis formal, aunque se presentan algunos datos sobre su posible efecto en el volumen de los superávits de las economías emergentes de Asia. Por último, el régimen de tipo de cambio (fijo o flexible) también podría afectar el saldo de la cuenta corriente; los regímenes fijos podrían dar lugar a desequilibrios (temporales) más fuertes debidos a shocks económicos. Sin embargo, no está clara la dirección que tendría el efecto, ya que dependería de la naturaleza del shock inicial en el saldo de la cuenta corriente.

Análisis empírico

El análisis empírico se centra en los factores que determinan el saldo de la cuenta corriente a mediano plazo (promedios de datos de períodos de cuatro años) y comprende un panel de 58 economías avanzadas y emergentes (no exportadoras de petróleo) durante 1983–2006, incluidas economías emergentes de Europa en el subperíodo 1995–2006 (por razones relacionadas con la calidad de los datos; véanse más detalles en el apéndice 6.2)¹⁶. Primero se estima un modelo estándar de la cuenta corriente y posteriormente se lo refuerza con un conjunto de variables financieras y un indicador de la estructura política¹⁷. Por último, se introducen factores especiales que influyeron en las eco-

¹⁶El panel está desequilibrado porque no siempre se obtuvieron variables correspondientes a todos los subperíodos para todos los países.

¹⁷El índice de estructura política es la variable “Polity2” del proyecto Polity IV (Marshall, Jaggers y Gurr, 2004). Abarca varias dimensiones, como la existencia de instituciones y procedimientos que permiten a los ciudadanos expresar su preferencia real con respecto a las políticas y los gobernantes, y la existencia de restricciones institucionalizadas sobre el ejercicio del poder por parte del Poder Ejecutivo.

nomías emergentes de Europa para tener en cuenta sus circunstancias específicas¹⁸.

Si bien en general se ajusta con precisión a los datos, el modelo estándar solo explica una parte de la tendencia de los saldos en cuenta corriente de las economías emergentes de Asia y Europa (cuadro 6.1, columna a)¹⁹. Para el subperíodo 2003–06, el modelo predice que en las economías emergentes de Asia el saldo en cuenta corriente se situaría 1,4 puntos porcentuales del PIB por debajo del promedio de la muestra, cuando en realidad el saldo en cuenta corriente fue 3,3 puntos porcentuales superior al promedio de la muestra²⁰. En el caso de las economías emergentes de Europa, el modelo también predice un saldo en cuenta corriente inferior al promedio de la muestra en tan solo 1,8 puntos porcentuales del PIB, en tanto que el saldo en cuenta corriente efectivo correspondiente al período 2003–06 fue inferior al promedio de la muestra en 7,4 puntos porcentuales del PIB.

El modelo preferido, incluidos los factores financieros y las circunstancias especiales de Europa emergente, se ajusta con mucha más precisión a los datos, sobre todo en el caso de las economías de esta última región²¹. Según el modelo preferido (que puede observarse en la columna (e) del cuadro 6.1), los factores que

¹⁸En primer lugar, tras el colapso del Consejo de Asistencia Económica Mutua (CAEM), la mayoría de estos países se embarcó en un proceso de integración en la UE que implicaba mayor estabilidad macroeconómica y mejores políticas. Por lo tanto, al avanzar en el proceso de integración, es posible que estos países hayan conseguido acceso privilegiado a capitales extranjeros. En segundo lugar, las necesidades de financiamiento en las economías emergentes de Europa pueden haber sido de una magnitud especialmente grande, ya que el colapso del CAEM provocó una importante depreciación del stock de capital; además, la fuerza de trabajo es muy calificada.

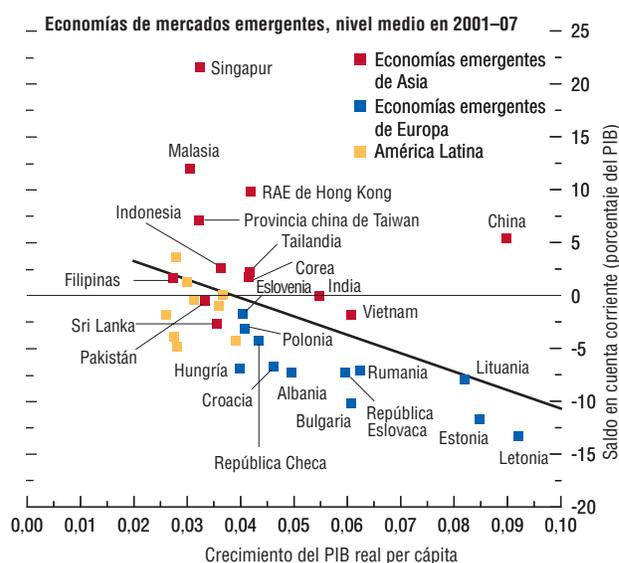
¹⁹Las variables ficticias correspondientes a los períodos posteriores a la crisis de las economías emergentes de Asia y Europa siguen siendo sustanciales y muy significativas.

²⁰Este cálculo se basa en el modelo final que figura en la columna e del cuadro 6.1, y es la suma de las contribuciones de los factores estructurales estándar.

²¹Se mantiene una variable ficticia importante y estadísticamente significativa correspondiente a las economías emergentes de Asia después de la crisis de 1997–98.

Gráfico 6.7. Saldo en cuenta corriente y crecimiento del PIB real per cápita¹

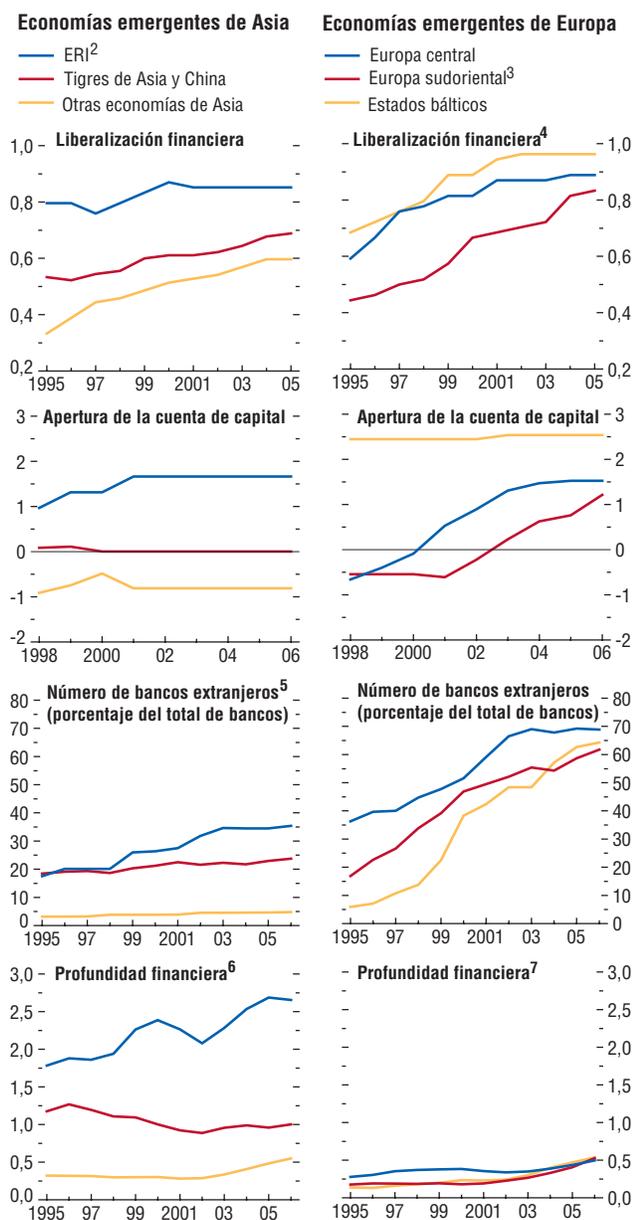
Las economías emergentes de rápido crecimiento suelen tener saldos en cuenta corriente más bajos.



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.
¹No se muestran los países con un crecimiento del PIB real per cápita inferior al 2%.

Gráfico 6.8. Tendencias de desarrollo financiero¹

En las economías emergentes de Europa, la liberalización del mercado financiero interno avanzó más rápidamente que en las economías emergentes de Asia (con la excepción de las economías de reciente industrialización (ERI), que ya estaban en una etapa más adelantada). La apertura de las cuentas de capital estuvo vinculada a una rápida llegada de bancos extranjeros.



Fuentes: Abiad, Detragiache y Tresselt (de próxima publicación); Beck, Demirgüç-Kunt y Levine (2000, actualización); Chinn e Ito (2006, actualización); Claessens *et al.* (2008), y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Véase la definición de las variables en el apéndice 6.1. Véanse los desgloses de países por región en las notas 1 y 2 del gráfico 6.1.

²Excluye la provincia china de Taiwan.

³Excluye la ex República Yugoslava de Macedonia.

⁴Excluye Croacia, Eslovenia y la República Eslovaca.

⁵Excluye Pakistán y Sri Lanka.

⁶Excluye Vietnam.

⁷Excluye Albania.

más han contribuido a los cuantiosos déficits en las economías emergentes de Europa son las variables financieras, con 4,6 puntos porcentuales (aproximadamente 60%) de la diferencia de 7,4 puntos porcentuales (desviación con respecto al promedio de la muestra) (gráfico 6.9). Entre estas variables, la liberalización financiera interna es el factor que por lejos ha tenido la mayor incidencia²². Las oportunidades de crecimiento —definidas como la posibilidad de convergencia basada en un nivel inicial bajo de ingreso per cápita y un sólido desempeño reciente del crecimiento— agregaron otro punto porcentual a la diferencia. Otros factores menos importantes abarcan los activos externos netos, el saldo fiscal y un saldo petrolero negativo. Una vez tenidas en cuenta las circunstancias especiales de Europa (descritas más adelante), la diferencia no explicada de la región en general es de menos de medio punto porcentual.

En las economías emergentes de Asia, los factores estructurales ayudaron a incrementar la cuenta corriente, pero el efecto se vio contrarrestado por otros factores (en particular las sólidas oportunidades de crecimiento). Así, aproximadamente un 75% del superávit en cuenta corriente carece de explicación. Algunos de los factores estructurales que han contribuido al superávit en cuenta corriente son la falta de liberalización financiera, las poblaciones más jóvenes y los niveles más bajos del índice de estructura política, que tuvieron una contribución de 1,6, 0,9 y 0,6 puntos, respectivamente. Estos factores fueron parcialmente neutralizados por las sólidas oportunidades de crecimiento, que ayudaron a reducir el saldo en cuenta corriente en 1,8 puntos, y por un saldo petrolero negativo (además de varios otros factores secundarios).

²²El efecto de la liberalización financiera interna también comprende la eliminación de las barreras a la entrada de capital extranjero. La marcada apertura de la cuenta de capital también reduce la cuenta corriente, al igual que el nivel relativamente bajo de desarrollo financiero en las economías emergentes de Europa (presumiblemente porque deprime el ahorro). Sin embargo, la magnitud de ambos efectos es muy pequeña.

Recuadro 6.3. Perspectiva histórica sobre el crecimiento y la cuenta corriente

La cuenta corriente y los flujos de capital: Fuentes, volumen y duración

La economía mundial vivió una época dorada de integración desde mediados del siglo XIX hasta la primera guerra mundial. Los cambios se debieron a varios factores: mejores comunicaciones gracias a la difusión del telégrafo y los ferrocarriles, enormes reducciones de los costos del transporte, migraciones masivas sin precedentes, la adopción generalizada del patrón oro, la consolidación del imperio británico y la creciente sofisticación de los mercados financieros de Londres. El principal proveedor de fondos era Gran Bretaña, punto de origen de mucho más del 50% de todo el capital que salía de los países superavitarios¹. Otros exportadores de capital eran Alemania, Francia y los Países Bajos.

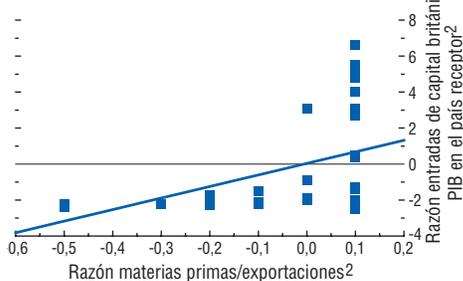
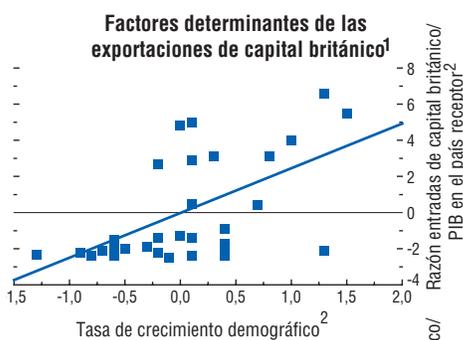
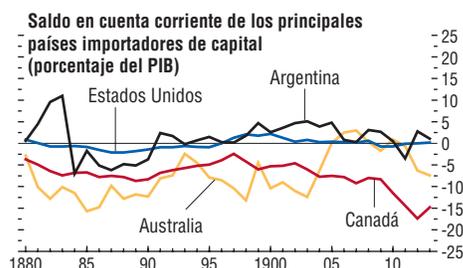
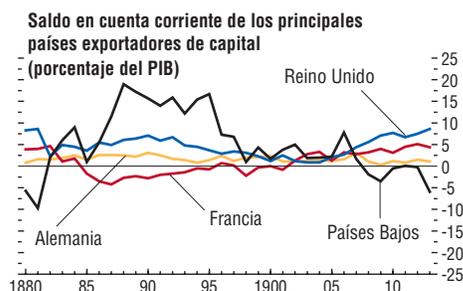
Los controles sobre las entradas de capital aún no existían. Y eran básicamente los inversionistas los que debían decidir el destino de sus capitales, aunque en algunos casos los intereses políticos de los países superavitarios determinaban el rumbo de los flujos. Los paneles del gráfico muestran la cuenta corriente de dichos países (o las salidas brutas de capital) entre 1870 y 1913, y de los principales países importadores de capital: Argentina, Australia, Canadá y Estados Unidos (véase Stone, 1999).

Las entradas de capital con frecuencia fueron muy persistentes. Muchos de los principales países importadores de capital registraron déficits sostenidos en cuenta corriente por una década o incluso más tiempo. Otros países con bases financieras más frágiles experimentaron déficits más efímeros. Meissner y Taylor (2006) estiman que los importadores intensivos de

El autor principal de este recuadro es Christopher M. Meissner.

¹Véanse una descripción del panorama a largo plazo de los mercados de capital en Obstfeld y Taylor (2004); un examen histórico del primer período de globalización en O'Rourke y Williamson (1999); una reseña sobre el patrón oro y el comercio en López Córdova y Meissner (2003), y una reseña sobre el imperio británico y el comercio en Mitchener y Weidenmier (de próxima publicación).

Flujos de capital y factores que incentivan las exportaciones de capital, 1865–1913



Fuentes: Clemens y Williamson (2004), y Bordo, Cavallo y Meissner (2007).

¹Comprende Argentina, Australia, Austria, Brasil, Canadá, Chile, Dinamarca, Egipto, España, Estados Unidos, Finlandia, Grecia, India, Italia, Japón, Noruega, Nueva Zelandia, Países Bajos, Portugal, Rusia, Sudáfrica, Suecia y Uruguay.

²Diferencia con respecto a la media.

Recuadro 6.3 (conclusión)

capital, como Argentina, Australia, Canadá y Estados Unidos, mantuvieron déficits en cuenta corriente por períodos prolongados, con vidas medias de alrededor de tres años, en comparación con las vidas medias de aproximadamente tres cuartos de año de los países receptores más pequeños (como Chile, Finlandia, Japón y Uruguay).

Factores determinantes de los flujos de capital

Argentina, Australia, Canadá y Estados Unidos fueron los principales beneficiarios de los flujos de capital británico. Los principales destinos de los capitales de Alemania y Francia fueron Rusia, Turquía y otros países europeos. Según investigaciones recientes de Clemens y Williamson (2004) sobre los factores que motivaban las salidas de capital británico, lo que más interesaba a los inversionistas eran las perspectivas de crecimiento a largo plazo. Los capitales tendían a dirigirse hacia zonas con altas tasas de crecimiento demográfico y de inmigración neta, zonas que se dedicaban a la exportación de materias primas derivadas de importantes dotaciones de recursos naturales, y en las que la población gozaba de un mejor nivel de instrucción (véanse los paneles del gráfico inferior). Una pequeña fracción de los ingresos era atribuible a factores tales como las relaciones con el imperio, los antecedentes de incumplimiento y la estabilidad de la moneda. Motivaciones económicas similares fueron decisivas para otros exportadores de capital, como Alemania (Esteves, 2008)².

En los principales países receptores, como Canadá, Argentina y Australia, las entradas de capital compensaban las bajas tasas de ahorro. La inversión se dirigía sobre todo a proyectos de infraestructura básica (ferrocarriles, puertos, servicios municipales) y ayudaba a potenciar la capacidad productiva. Los países que recibían menores entradas tendían a destinar el capital

²Esta conclusión contradice la inveterada opinión de que los flujos de capital de Alemania y Francia dependían en gran medida de las exigencias políticas de Berlín o París.

extranjero al consumo y a complementar o nivelar ingresos públicos escasos³. Muchos de estos países también destinaban montos considerables provenientes de emisiones de bonos a fines no especificados.

La sostenibilidad de los flujos de capital y las crisis financieras

Algunas de estas grandes afluencias de capital cesaron repentinamente debido a crisis financieras que redujeron por un tiempo el crecimiento a tasas inferiores a las de la tendencia a largo plazo (Catão, 2007). Bordo, Cavallo y Meissner (2007) demuestran que las frenadas bruscas o los cambios de sentido de los flujos de capital están vinculados a elevados niveles previos de entradas de capital y exposición cambiaria. En cambio, la solidez de las reservas, el dinamismo de las exportaciones y los lazos políticos estrechos con el prestamista hacen menos probable que las entradas de capital cesen de repente en un cierto año. Concretamente, los prestatarios importantes con buena credibilidad financiera o con vínculos con el imperio británico (como Canadá) podían seguir recibiendo flujos de capital aun durante períodos de escasa liquidez internacional.

Las experiencias posteriores a una crisis difieren mucho, pero han sido más severas en los países con economías menos abiertas y con sectores financieros menos desarrollados, como lo demuestran los casos de Argentina y Australia a comienzos de la década de 1890. Argentina

³Los inversionistas de la primera ola de globalización recurrieron a muchas fuentes públicas para informarse sobre la calidad de sus inversiones. En el manual para inversionistas *Fenn on the Funds* se resumían antiguos prospectos de emisiones de bonos que beneficiaron a todas las entidades soberanas en busca de financiamiento en el mercado de Londres. Algunos de los resúmenes eran sobre países que habían obtenido fondos para cubrir brechas en los ingresos o para financiar guerras costosas, como el caso de Rusia (una emisión para reforzar el fondo especial de reserva), Japón (pago de cargos sobre pensiones), Egipto (préstamo Pasha para reembolsar la deuda pendiente) y Austria (emisión en 1851 para reforzar el valor del florín).

sufrió una grave crisis bancaria, cambiaria y de deuda en 1890, conocida como la crisis Baring⁴. El proceso de liquidación de los incumplimientos duró varios años, y la debilidad del sistema financiero y la poca credibilidad frente a los inversionistas internacionales suprimieron la inversión extranjera durante otra década. Más o menos al mismo tiempo, Australia también sufrió una grave crisis bancaria que se prolongó por varios años⁵. Sin embargo, las colonias que conformaban el territorio nunca incumplieron sus obligaciones externas, y su credibilidad como prestatarias las ayudó a evitar una crisis cambiaria⁶. La recuperación de la economía australiana fue lenta, pero

⁴La crisis se inició a raíz de las inversiones excesivamente optimistas del Baring Brothers Bank de Londres, pero también se debió a un auge previo del crédito provocado por un sector bancario interno pequeño y poco regulado. El desenlace fue una grave crisis bancaria, el desplome de la moneda y el impago de la deuda.

⁵La crisis en Australia se desencadenó debido a una sequía, precedida por un auge del crédito.

⁶En esa época Australia no emitía su propia moneda, pero se permitió que los pagarés de los

un repunte del ahorro interno permitió pagar deudas anteriores y estimuló la inversión.

Conclusiones

Entre 1870 y 1913 los flujos de capitales internacionales alcanzaron niveles sin precedentes. En general se trató de flujos de larga duración que sirvieron para financiar proyectos de infraestructura básica en muchos países prestatarios de gran tamaño que gozaban de credibilidad. En su mayoría, los flujos estuvieron motivados por el interés de los inversionistas de países industriales en invertir en países dinámicos con sólidas perspectivas de crecimiento, y no se han observado casos en los que el capital haya fluido hacia los países industriales. Se registraron varias crisis financieras graves debidas a frenadas bruscas de los flujos, en especial en los países de escaso desarrollo financiero y menos abiertos al comercio.

bancos privados sirvieran como moneda de curso legal durante la crisis.

Al descomponer la variación de las cuentas corrientes a lo largo del tiempo se obtiene un panorama similar: la liberalización financiera y las oportunidades de crecimiento explican en gran medida los crecientes déficits en cuenta corriente de las economías emergentes de Europa, pero el aumento de los superávits en cuenta corriente de los países emergentes de Asia sigue mayormente sin tener explicación. En ambas regiones, la evolución del resto del mundo contribuyó a incrementar el saldo de la cuenta corriente.

Factores especiales en las economías emergentes de Europa

A fin de estudiar los factores especiales que afectan a las economías emergentes de Europa, el modelo de preferencia admite coeficientes de regresión para el caso específico de dichas economías, con lo que la variable ficticia corres-

pondiente a ellas se reduce a cero (cuadro 6.1, columna c). Los principales efectos diferenciados se derivan del saldo fiscal y de la liberalización financiera. En primer lugar, se observó que la liberalización financiera incidió en los saldos en cuenta corriente de manera más marcada en las economías emergentes de Europa que en el resto de la muestra. Por lo tanto, la fuerte contribución de la liberalización financiera a los déficits en cuenta corriente en las economías emergentes de Europa se debe tanto a un mayor grado de liberalización financiera como al efecto más pronunciado que ejerce sobre la cuenta corriente un nivel dado de liberalización financiera. En segundo lugar, un superávit en el saldo del gobierno eleva la cuenta corriente de toda la muestra (aunque no muy significativamente desde el punto de vista estadístico), pero la reduce en las economías emergentes de Europa.

Cuadro 6.1. Factores determinantes del saldo en cuenta corriente¹

(Porcentaje del PIB)

	Modelo estándar (a)	Modelo estándar más factores financieros (b)	Modelo estándar más factores financieros y de las economías emergentes de Europa		
			(c)	(d)	(e)
VARIABLES ESTÁNDAR					
Activos externos netos (porcentaje del PIB, rezagado)	0,040 (5,29)***	0,035 (4,37)***	0,036 (4,47)***	0,035 (4,32)***	0,035 (4,45)***
Saldo del gobierno general (porcentaje del PIB)	0,055 (0,87)	0,07 (1,08)	0,108 (1,59)	0,115 (1,66)*	0,118 (1,77)*
Saldo petrolero	0,247 (3,17)***	0,226 (3,07)***	0,229 (3,11)***	0,232 (3,13)***	0,231 (3,16)***
Tasa de dependencia por tercera edad	-0,234 (-3,04)***	-0,178 (-2,27)**	-0,143 (-1,80)*	-0,136 (-1,69)*	-0,134 (-1,68)*
Crecimiento demográfico	-0,755 (-1,77)*	-0,755 (-1,88)*	-0,727 (-1,80)*	-0,682 (-1,65)	-0,681 (-1,69)*
Oportunidades de crecimiento:					
Ingreso per cápita relativo (rezagado)	5,162 (3,33)***	6,693 (3,69)***	5,679 (3,06)***	5,622 (3,00)***	5,582 (3,03)***
Crecimiento del PIB per cápita (rezagado)	-0,135 (-1,89)*	-0,181 (-2,64)**	-0,173 (-2,58)**	-0,162 (-2,25)**	-0,167 (-2,59)**
Factores financieros y estructura política					
Profundidad financiera (porcentaje del PIB, rezagado)		0,839 (1,66)*	0,795 (1,58)	0,804 (1,59)	0,820 (1,64)
Liberalización financiera		-3,034 (-1,85)*	-2,699 (-1,64)	-2,719 (-1,65)	-2,743 (-1,68)*
Apertura de las cuentas de capital		-0,278 (-1,49)	-0,239 (-1,24)	-0,233 (-1,20)	-0,229 (-1,25)
Significancia conjunta de las variables financieras (valor de <i>p</i>)		0,01**	0,04**	0,04**	0,03**
Estructura política		-0,140 (-3,45)***	-0,145 (-3,55)***	-0,145 (-3,50)***	-0,146 (-3,54)***
Factores de las economías emergentes de Europa					
Saldo del gobierno general en interacción con variable ficticia de economías emergentes de Europa			-0,642 (-4,58)***	-0,108 (-0,28)	
Liberalización financiera en interacción con variable ficticia de economías emergentes de Europa			-4,739 (-0,82) ²	-3,883 (-1,54)	-4,484 (-4,47)***
Saldo del gobierno general en interacción con integración en la UE				-1,123 (-1,62)	-1,319 (-5,32)***
Liberalización financiera en interacción con integración en la UE				-0,077 (-0,01)	
Integración en la UE				-1,182 (-0,09)	
Factores regionales (efectos no explicados)					
Variable ficticia de economías emergentes de Europa	-4,096 (-4,45)***	-3,515 (-3,94)***	0,074 (0,01) ²		
Reorientación tras la crisis asiática	2,921 (3,66)***	2,352 (2,79)***	2,430 (2,90)***	2,479 (2,89)***	2,518 (3,03)***
Observaciones	215	215	215	215	215
<i>R</i> ² ajustado	0,54	0,57	0,58	0,58	0,59

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Las estadísticas *t* robustas están entre paréntesis; uno, dos y tres asteriscos denotan significación al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente. Todas las regresiones incluyen una constante, una variable ficticia correspondiente a centros financieros y efectos de tiempo fijo. Las regresiones se estiman mediante mínimos cuadrados ordinarios.

²Significancia conjunta al nivel de 1%.

Una posible explicación de estos efectos diferenciados es el proceso de integración en la UE en el que se embarcó la mayoría de los países emergentes de Europa después de que se desmoronaran sus lazos comerciales con la antigua Unión Soviética²³. La integración en la UE fue uno de los principales motivos de la liberalización financiera, y así lo evidencia la importante y creciente presencia de Europa occidental en la propiedad de los bancos de la región. Los avances hacia la integración en la UE también supusieron una mayor disciplina fiscal —uno de los criterios de Maastricht—, la cual puede haber brindado a estos países acceso privilegiado a capitales extranjeros, ya que denota mayor estabilidad macroeconómica y la adopción de mejores políticas. Para probar estas hipótesis, se introduce un indicador del grado de integración europea cuyo valor depende del grado de avance del país en el cumplimiento de las diferentes etapas del proceso formal de integración, a saber: la solicitud de ingreso en la UE, el inicio de las negociaciones de ingreso, la adhesión, el acceso al mecanismo de tipos de cambios II (MTC II) y la adopción del euro.

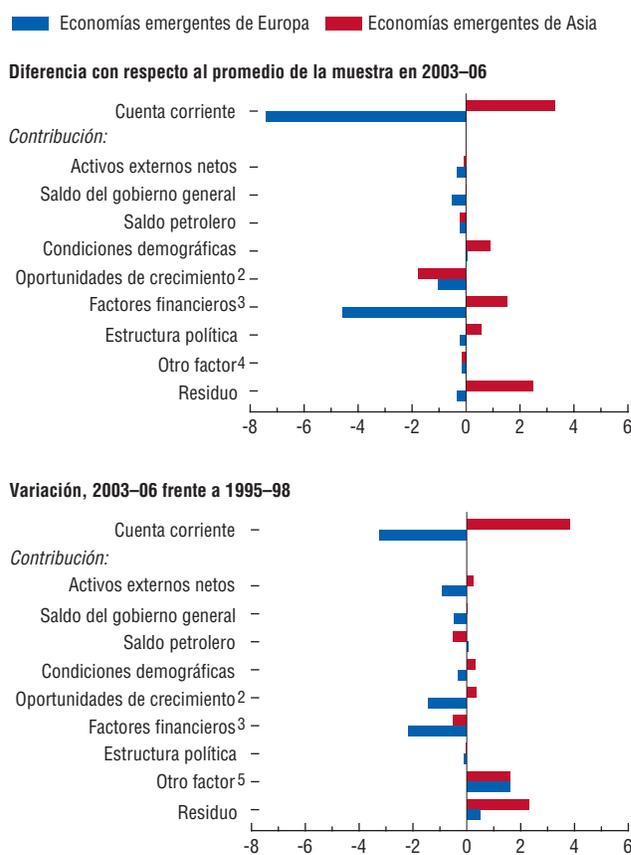
La interacción de la variable del saldo del gobierno con este indicador del grado de integración en la UE corrobora esta interpretación: el efecto negativo de un superávit fiscal en la cuenta corriente es más fuerte cuanto más próxima es la adhesión del país a la UE (torna insignificante la interacción con una variable ficticia simple correspondiente a las economías emergentes de Europa) (cuadro 6.1, columna d). Un déficit fiscal más reducido hace que los inversionistas confíen más en el progreso hacia la adhesión a la UE y reduce la prima de riesgo conforme avanza el proceso de integración²⁴. La

²³Véase en Herrmann y Winkler (2008) un análisis de la incidencia de la integración económica europea en los déficits en cuenta corriente de las economías emergentes de Europa. Al igual que en el presente análisis, en dicho estudio se determinan los efectos específicos de cada región que han propiciado la aparición de los denominados “clubes de convergencia”.

²⁴Otra posible explicación es la reacción procíclica del saldo fiscal frente al auge económico propiciado por la afluencia de capitales extranjeros, que pueden ser especialmente cuantiosos en los países emergentes de Europa.

Gráfico 6.9. Factores que explican los saldos en cuenta corriente de las economías emergentes de Asia y Europa¹
(Porcentaje del PIB)

Los déficits en cuenta corriente de las economías emergentes de Europa obedecen sobre todo a factores financieros, mientras que una proporción importante de los superávits en Asia no es atribuible a factores estándar.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹La contribución de cada variable en el panel superior (inferior) se calcula como la desviación de la variable con respecto a la media de la muestra (el cambio de la variable entre 1995-98 y 2003-06) multiplicada por el coeficiente de regresión de la variable que figura en la columna e del cuadro 6.1. Véase el desglose de países por región en el apéndice 6.2.

²La contribución de las oportunidades de crecimiento es la suma de las contribuciones del ingreso per cápita relativo y del crecimiento del PIB per cápita.

³La contribución de los factores financieros es la suma de las contribuciones de la liberalización financiera, la apertura de la cuenta de capital y la profundidad financiera.

⁴“Otro factor” denota la contribución de la variable ficticia correspondiente a centros financieros.

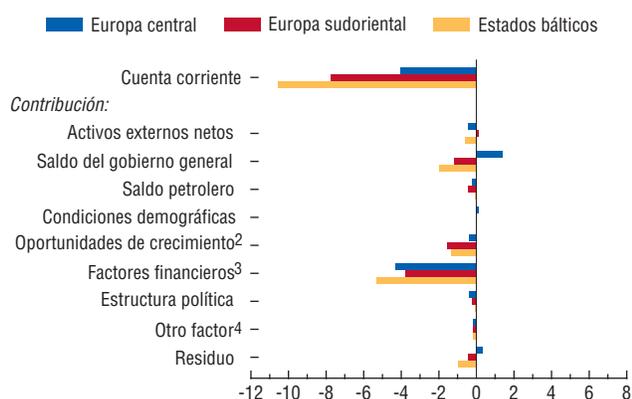
⁵“Otro factor” denota la contribución de efectos fijos de tiempo.

Gráfico 6.10. Factores que explican los saldos en cuenta corriente: Resultados por subregión¹

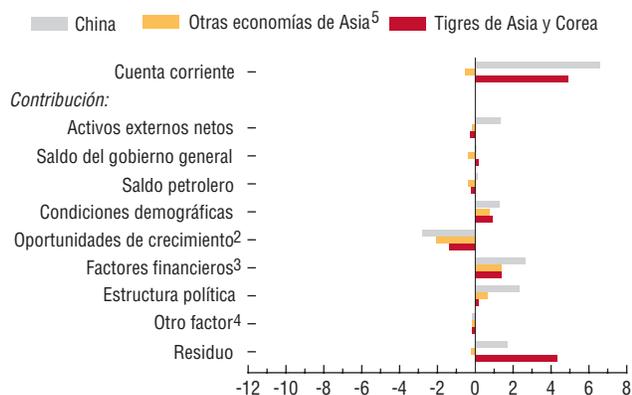
(Porcentaje del PIB, diferencia con respecto a la media de la muestra en 2003–06)

En las economías emergentes de Europa, las diferencias se deben principalmente a la divergencia de los resultados fiscales. En las economías emergentes de Asia, gran parte de las diferencias regionales no es atribuible a factores estructurales.

Economías emergentes de Europa



Economías emergentes de Asia



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹La contribución de cada variable se calcula como la desviación de la variable con respecto a la media de la muestra multiplicada por el coeficiente de regresión de la variable que figura en la columna e del cuadro 6.1. Véase el desglose de países por región en el apéndice 6.2.

²La contribución de las oportunidades de crecimiento es la suma de las contribuciones del ingreso per cápita relativo y del crecimiento del PIB per cápita.

³La contribución de los factores financieros es la suma de las contribuciones de la liberalización financiera, la apertura de la cuenta de capital y la profundidad financiera.

⁴“Otro factor” es la contribución de la variable ficticia correspondiente a centros financieros.

⁵Se excluye Vietnam por falta de datos.

evolución fiscal divergente entre los Estados bálticos y Europa sudoriental, cuya situación fiscal ha mejorado, y Europa central, cuya situación fiscal se ha deteriorado, explica gran parte de la variación de la cuenta corriente dentro las economías emergentes de Europa (gráfico 6.10)²⁵.

En cambio, el efecto diferenciado de la liberalización financiera en el saldo en cuenta corriente de las economías emergentes de Europa no está directamente relacionado con el indicador institucional de integración europea. No obstante, ciertos datos indican que la llegada masiva de bancos extranjeros, que caracterizó el proceso de liberalización financiera en estos países, puede ser un motivo del impacto más pronunciado en la cuenta corriente, dado que dichos bancos pueden haber arrastrado más capital extranjero y, en términos más generales, pueden haber facilitado el acceso al capital extranjero (apéndice 6.2)²⁶.

Explicación del superávit residual en cuenta corriente en las economías emergentes de Asia

El modelo explica en cierta medida los déficits en cuenta corriente en las economías emergentes de Europa en función de factores estructurales, en particular la liberalización financiera, pero deja prácticamente sin justificación los superávits registrados en las economías emergentes de Asia después de la crisis, incluso si los factores estructurales se refuerzan con variables financieras²⁷.

²⁵Debido a que en las varias subregiones de Europa emergente la situación fiscal evolucionó en sentido opuesto, este factor no es uno de los que más contribuyó al déficit agregado de las economías emergentes de Europa.

²⁶Abiad, Leigh y Mody (2007) sostienen que la integración financiera es un factor clave de los déficits en cuenta corriente en los países emergentes de Europa. Herrmann y Winkler (2008) también observan que la presencia de bancos extranjeros es un factor que explica en gran medida la diferencia entre los saldos en cuenta corriente de las economías emergentes de Asia y Europa. Mihaljek (2007) concluye que los bancos extranjeros tuvieron una influencia decisiva en el mayor crecimiento del crédito en las economías de Europa central y oriental, gracias a que introdujeron nuevos productos, mejoraron la eficiencia del sector financiero y reforzaron la gestión del riesgo.

²⁷Se probaron otras variables que no resultaron estadísticamente significativas, tales como la proporción del empleo en el sector agrícola y el diferencial de productividad entre

En las economías emergentes de Asia, la mayoría de los factores estructurales —como las oportunidades de crecimiento, la liberalización financiera, la estructura política y las condiciones demográficas— mostraron una incidencia similar en los saldos en cuenta corriente de las distintas subregiones, aunque se observó un impacto algo más fuerte en el saldo en cuenta corriente de China (gráfico 6.10). Sin embargo, los factores estructurales no bastan para explicar una parte importante de los superávits en cuenta corriente de los tigres de Asia (incluida Corea) y, en menor medida, de China. Un factor que suele mencionarse para justificar los ingentes superávits de las economías emergentes de Asia es la valoración de los tipos de cambio. Según un indicador de la desviación del tipo de cambio efectivo real con respecto a su nivel previsto, desde la crisis asiática los tipos de cambio de China y de los tigres de Asia han ido disminuyendo en relación con los niveles pronosticados, si bien se han corregido en cierta medida desde 2003 (gráfico 6.11)²⁸. En cambio, los bajos tipos de cambio de los países asiáticos de bajo ingreso han ido apreciándose durante la mayor parte del período. Se han planteado varias razones

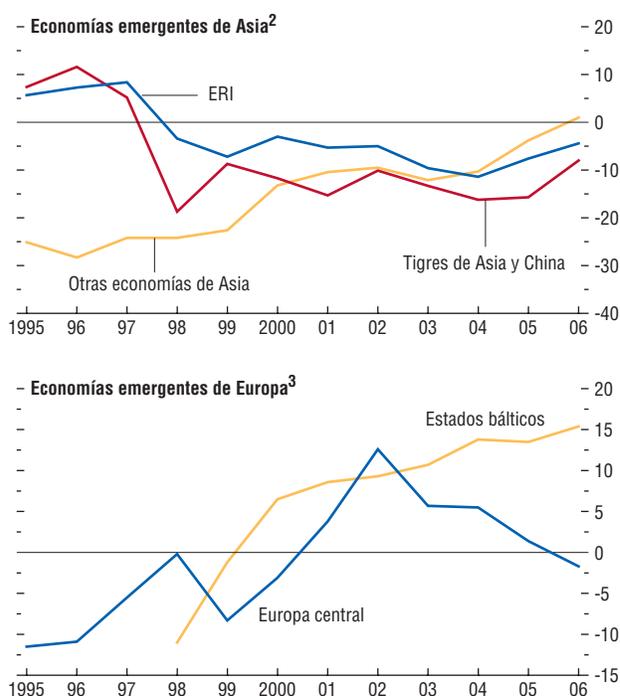
el sector agrícola y el resto de la economía (para tener en cuenta la gran cantidad de mano de obra subempleada en las economías emergentes de Asia), los subsidios y las transferencias sociales como proporción del PIB (como variable sustitutiva de las redes de protección social), un índice de los términos de intercambio y la desviación estándar de dicho índice (como motivación del ahorro precautorio), una medida de la apertura comercial, el régimen cambiario y una variable indicativa del inicio de las crisis bancarias.

²⁸La desviación del tipo de cambio efectivo real se basa en el método de tipo de cambio real de equilibrio formulado como parte de la evaluación del Grupo Consultivo sobre Tipos de Cambio (CGER, por sus siglas en inglés), y se calcula como el residuo de una regresión del tipo de cambio efectivo real basado en el índice de precios al consumidor (IPC) sobre el diferencial de productividad entre los bienes transables y no transables (para captar el efecto Balassa-Samuelson), otros factores que afectan los precios relativos (consumo del gobierno, índice de restricción del comercio, controles de precios y los términos de intercambio de las materias primas) y los activos externos netos (véase Lee *et al.*, 2008). La ventaja de usar el residuo del método de tipo de cambio real de equilibrio es que, a diferencia de un indicador cuantitativo de desvío con respecto al equilibrio, no se recurre a información sobre el tamaño de la cuenta corriente.

Gráfico 6.11. Desviación con respecto a los niveles previstos del tipo de cambio efectivo real¹

(Porcentaje)

Con respecto a los niveles previstos, los tipos de cambio en las economías emergentes de Asia están subvalorados y los de las economías emergentes de Europa están sobrevalorados. Últimamente, los tipos de cambio han retornado a niveles de equilibrio en Europa central, mientras que en los Estados bálticos ha aumentado la desviación con respecto a los niveles previstos.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

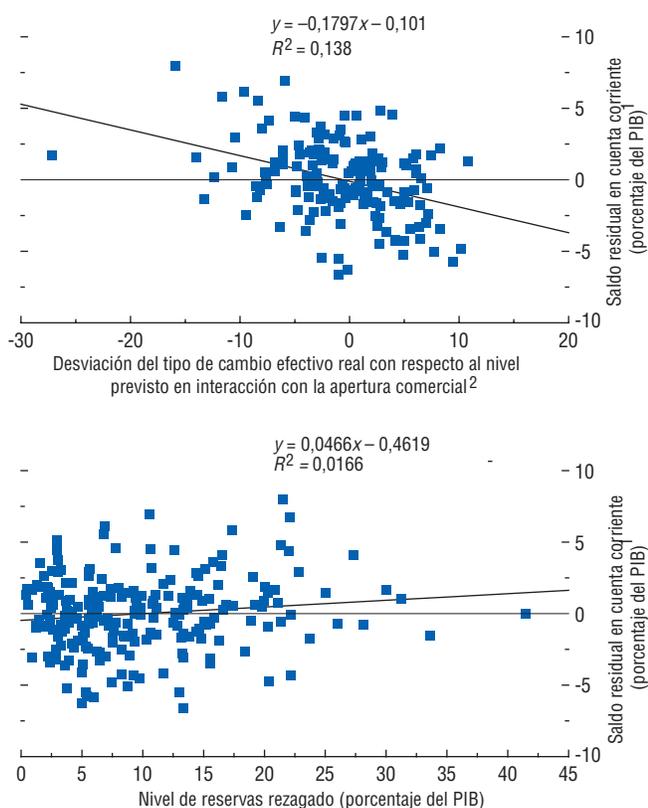
¹Basada en el método de tipo de cambio real de equilibrio formulado como parte de la evaluación del CGER del FMI (Lee *et al.*, 2008).

²Las ERI abarcan: Corea, la RAE de Hong Kong y Singapur. Los tigres de Asia comprenden: Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. Las otras economías de Asia son India y Pakistán.

³Europa central comprende: Hungría, Polonia, la República Checa y la República Eslovaca. No se dispuso de datos comparables de Europa sudoriental.

Gráfico 6.12. Saldos residuales en cuenta corriente, desviación del tipo de cambio efectivo real con respecto al nivel previsto y al nivel de reservas
(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

Un tipo de cambio bajo y un alto nivel de reservas, posiblemente debidos a la preferencia por acumular reservas, están vinculados a un nivel más alto de saldos residuales en cuenta corriente.



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*; FMI, *International Financial Statistics*; Lee *et al.* (2008), y cálculos del personal técnico del FMI.

¹El saldo residual en cuenta corriente es el saldo en cuenta corriente que carece de explicación una vez tenidos en cuenta los factores estructurales, de acuerdo con la regresión que figura en la columna e del cuadro 6.1.

²La apertura comercial se mide como el coeficiente que se obtiene al dividir la suma de exportaciones e importaciones (ajustada en función del comercio de productos intermedios) entre el PIB.

del reducido nivel de los tipos de cambio y su tendencia bajista, como por ejemplo la acumulación de reservas precautorias —que por algún tiempo después de la crisis asiática pueden haber sido una razón válida en los países perjudicados— y un modelo de crecimiento basado en las exportaciones (Aizenman, 2006, 2007; Becker *et al.*, 2007; Cheung y Qian, 2007, y Jeanne, 2007)²⁹.

Se observa una clara correlación inversa entre el componente no explicado del saldo en cuenta corriente —tras descontar los factores estructurales— y la desviación del tipo de cambio con respecto a su nivel previsto, lo cual hace pensar que un tipo de cambio bajo está vinculado a un saldo más alto en cuenta corriente (gráfico 6.12)³⁰. Se observa también una correlación directa, pero más tenue, entre el nivel de reservas (una variable sustitutiva de las preferencias en cuanto a la acumulación de reservas) y el saldo en cuenta corriente. Una regresión simple (que no se presenta aquí) confirma que la desviación del tipo de cambio con respecto a su nivel previsto y (en menor medida) el elevado nivel de reservas reducen a la mitad el saldo en cuenta corriente no explicado en las economías emergentes de Asia, es decir, a aproximadamente 1 punto porcentual del PIB.

Sin embargo, estas regresiones simples no arrojan resultados fiables sobre la causalidad, ya que la desviación del tipo de cambio con respecto a su nivel previsto no es verdaderamente de tipo

²⁹Cheung y Qian (2007) observaron un acaparamiento competitivo de reservas en las economías emergentes de Asia con el fin de impedir la apreciación del tipo de cambio real para evitar una pérdida de competitividad. Tras descontar los efectos de las variables convencionales, estimaron que un aumento de \$1 en las reservas internacionales de un país está vinculado a un aumento de alrededor de \$0,6 en el resto de los países de la región. Zhang (de próxima publicación) sostiene que el aumento de la cuenta corriente china y, en particular, del ahorro empresarial se debe en parte a entradas de capital simuladas (mediante la sobrefacturación de las exportaciones) previas a una apreciación de la moneda.

³⁰La semielasticidad del coeficiente cuenta corriente/PIB frente al tipo de cambio es proporcional al grado de apertura comercial del país (Lee *et al.*, 2008). Por lo tanto, se efectuó una interacción del indicador de la desviación del tipo de cambio con el coeficiente suma de exportaciones e importaciones (ajustado en función del comercio de bienes intermedios)/PIB.

exógeno, sino que también depende de la cuenta corriente. Por lo tanto, es difícil discernir si el bajo nivel de los tipos de cambio y su tendencia bajista en las economías emergentes de Asia se deben a medidas deliberadas de política o si son el resultado endógeno de factores fundamentales no identificados que se omitieron en el modelo sobre la cuenta corriente, y que repercutieron tanto en esta última como en el tipo de cambio. Es difícil obtener un indicador exógeno de la política cambiaria.

Sostenibilidad de los desequilibrios en cuenta corriente

Los fuertes y persistentes desequilibrios en la cuenta corriente de las economías emergentes de Europa y Asia plantean interrogantes sobre su sostenibilidad y sobre si su corrección tenderá a ser abrupta u ordenada. Los déficits en cuenta corriente de las economías emergentes de Europa pueden atribuirse en gran medida a variables estructurales y financieras, pero eso no significa que dichos déficits puedan sostenerse de manera indefinida. La rápida apertura del sector financiero en las economías emergentes de Europa no solo ha acelerado el acceso al capital sino que también ha propiciado un auge del crédito, con el consiguiente riesgo de que los fondos se destinen a actividades menos productivas (Duenwald, Gueorguiev y Schaechter, 2005, y Rioja y Valev, 2004). En el capítulo se presentan y analizan varios episodios históricos de superávits y déficits cuantiosos y persistentes con el fin de extraer enseñanzas acerca de la probable persistencia de los desequilibrios en cuenta corriente en las economías emergentes de Europa y Asia³¹.

Los desequilibrios fuertes y persistentes en cuenta corriente se definen como déficits o superávits en dicha cuenta que superan el 3% del PIB durante por lo menos tres años, siem-

³¹Hay pocos estudios empíricos sobre la persistencia de los episodios de desequilibrio en cuenta corriente en las economías emergentes. Edwards (2007) observa que los cuantiosos superávits en cuenta corriente no son muy persistentes. Aizenman y Sun (2008) sostienen que la duración de los déficits en cuenta corriente está inversamente relacionada con el tamaño relativo del déficit.

pre que durante ese lapso no se produzcan correcciones significativas³². De acuerdo con este criterio, ha habido 69 episodios de déficit y 15 episodios de superávit entre 1960 y 2007, con una frecuencia mayor entre 1990 y 2005 (gráfico 6.13; en el apéndice 6.2 figura una lista completa de los episodios). Curiosamente, mientras que la gran mayoría de los déficits en cuenta corriente de las economías emergentes de Europa pueden considerarse desequilibrios fuertes y persistentes, en el caso de los superávits solo pueden calificarse de fuertes y persistentes los ocurridos en Malasia y China después de la crisis asiática³³. Los episodios de déficit se dividen además en función de si se resuelven abruptamente o no, considerándose que una resolución abrupta es una mejora de la cuenta corriente equivalente a 4 puntos porcentuales del PIB en el año posterior al final del episodio³⁴. Aproximadamente un tercio de los episodios de déficit concluyó de manera abrupta.

Los episodios de superávit en China y Malasia son atípicos desde una perspectiva histórica. Se han registrado pocos superávits importantes y persistentes en cuenta corriente —solo un cuarto de todos los episodios de desequilibrio persistente—, y ocurrieron principalmente en las economías avanzadas. Según estudios anteriores, los ajustes bruscos de los episodios de superávit resultan poco frecuentes (Edwards, 2007)³⁵. Por lo tanto, el resto de esta sección se

³²En el apéndice 6.2 se describe en forma detallada la metodología, que se basa en un ajuste del algoritmo formulado en el capítulo 3 de la edición de abril de 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*. Los criterios son similares a los que se emplean en las investigaciones para definir las correcciones significativas (véase, por ejemplo, Freund y Warnock, 2005).

³³También se observan superávits cuantiosos y persistentes en algunas ERI. Sin embargo, se trata de economías que ya no se consideran emergentes, y los casos de Singapur y la RAE de Hong Kong son diferentes porque se trata de centros financieros.

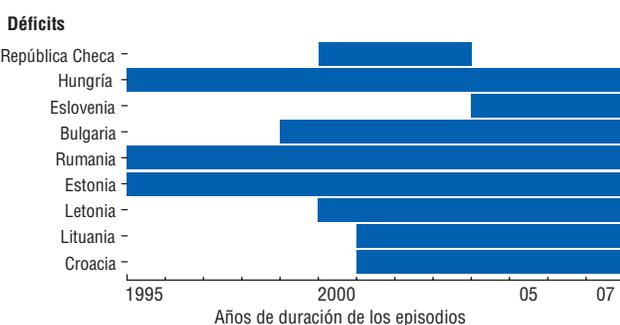
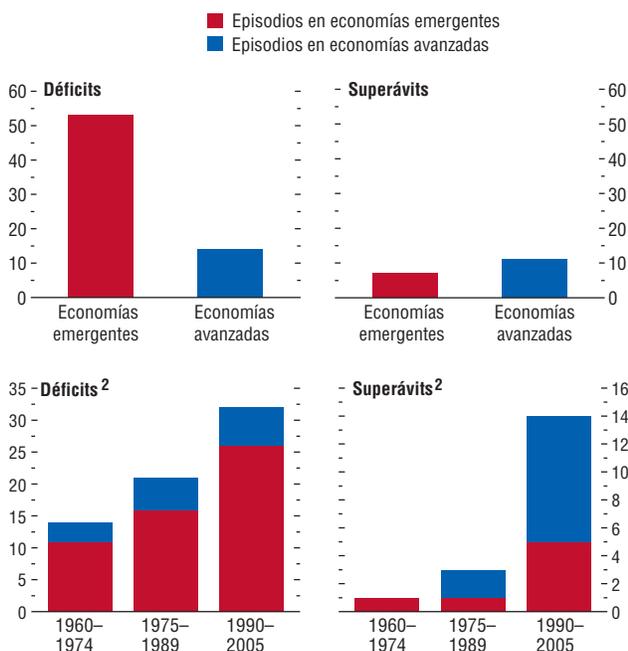
³⁴Puede consultarse una definición similar en Edwards (2007).

³⁵En el capítulo 3 de la edición de abril de 2007 de *Perspectivas de la economía mundial* se observa que las correcciones de los superávits en las economías avanzadas y emergentes estaban vinculadas a aceleraciones en el crecimiento del PIB y apreciaciones del tipo de cambio real.

Gráfico 6.13. Episodios de déficits y superávits cuantiosos y persistentes; 1960–2007¹

(Número de episodios, salvo indicación en contrario)

La mayoría de los episodios de desequilibrio en las economías emergentes son déficits y se han vuelto más frecuentes desde 1990.



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.
¹ Los episodios de déficits y superávits cuantiosos y persistentes se definen como saldos en cuenta corriente que superan el 3% del PIB por lo menos durante tres años consecutivos, sin que se registren ajustes sustanciales (mejoras o deterioros) durante el episodio, conforme a la definición que figura en el capítulo 3 de la edición de abril de 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*.
² Año de inicio de los episodios.

concentra en los episodios de déficit, que son por lejos los desequilibrios fuertes y persistentes más comunes, sobre todo en las economías emergentes³⁶.

Los actuales déficits en las economías emergentes de Europa se destacan por su duración y su magnitud (gráfico 6.14). En promedio, los déficits en cuenta corriente en las economías emergentes de Europa han durado 9½ años, o aproximadamente 3 años más que en otras economías emergentes, y la mayoría de estos episodios están todavía en evolución. Curiosamente, los datos históricos demuestran que los déficits más prolongados no son necesariamente más leves que los déficits más cortos (y los episodios actuales en las economías emergentes de Europa sin duda coinciden con esta tendencia); tampoco son más propensos a resolverse de forma abrupta³⁷. Esto quizás obedezca al hecho de que los déficits persistentes también pueden ser un síntoma de solidez económica, derivada de una abundancia de oportunidades de inversión o de un repunte de la productividad que atrae mayores flujos de capital extranjero y que a la larga propicia una resolución fluida³⁸.

Las diferencias regionales en la persistencia de los desequilibrios resultan evidentes en las funciones de supervivencia del análisis de duración (gráfico 6.15), que indica la probabilidad estimada de que un déficit cuantioso persista dentro un lapso determinado, según un análisis estadístico de observaciones basado en el estimador Kaplan-Meier de curvas de supervivencia. La curva más achatada correspondiente

³⁶ Esta tendencia coincide con la noción de que el capital fluye en sentido descendente hacia los países en los que hay mayores oportunidades de crecimiento, y con las conclusiones de estudios recientes (véanse *Perspectivas de la economía mundial*, abril de 2007, y Edwards, 2007).

³⁷ Esta observación es robusta frente a ajustes de distinta magnitud, y un ajuste se considera abrupto si es igual o superior a 2% o 3% del PIB.

³⁸ Otra posible causa de correlación directa entre la duración y la magnitud de los episodios es que los períodos más largos de endeudamiento en el extranjero tienden a perjudicar las posiciones netas de activos externos, lo cual a su vez incide negativamente en el componente de ingreso neto de la cuenta corriente. Véase también Lane y Milesi-Ferretti (2007).

a las economías emergentes de Europa (panel superior izquierdo) denota mayores probabilidades de que persista un déficit cuantioso, con la implicación de que las duraciones serán más largas que en otras regiones³⁹. Al comparar las funciones de supervivencia por subgrupos y por características se observa que los déficits duran más si la economía tiene una posición neta inicial más alta de activos externos, una cuenta de capital más abierta, un ingreso real per cápita más bajo y un mayor crecimiento del PIB. No parece haber muchos indicios directos de que el tipo de régimen cambiario influya en la duración de los episodios de déficit.

Un análisis más formal sobre la duración de los desequilibrios revela que las oportunidades de crecimiento, la apertura de la cuenta de capital, la liberalización del sistema financiero y un nivel inicial alto de activos externos netos son factores que contribuyen en gran medida a explicar la duración de los episodios de déficit en las economías emergentes de Europa (cuadro 6.2; véanse más detalles en el apéndice 6.2)⁴⁰. Se trata en general de los mismos factores que justifican la mayor magnitud de los déficits de estas economías (gráficos 6.9 y 6.10). Las mayores oportunidades de crecimiento, reflejadas en un nivel inicial más bajo del ingreso per cápita y un crecimiento vigoroso durante los períodos de déficit, brindan más oportunidades de inversión productiva y, por ende, tienden a prolongar el acceso de la economía al capital

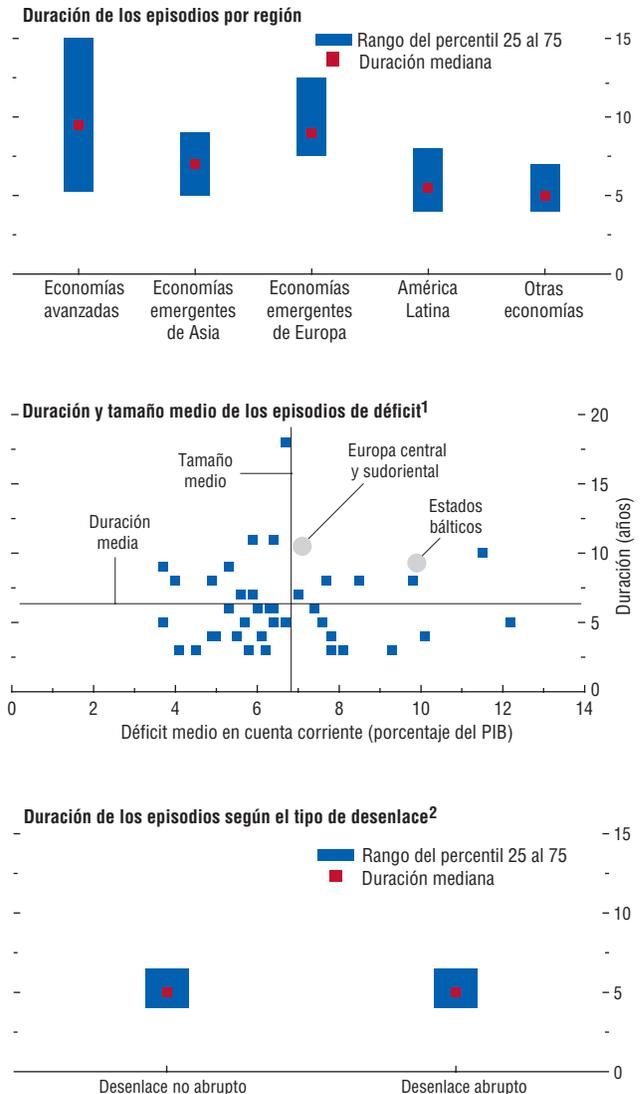
³⁹Berg, Ostry y Zettelmeyer (2008) emplean un método empírico similar, pero analizan la duración y los índices de supervivencia de las rachas de crecimiento.

⁴⁰El modelo predice correctamente que en las economías emergentes de Europa los episodios durarán en promedio entre dos y tres años más que en otras economías emergentes, lo cual coincide con las observaciones actuales. Además, si se descuenta el efecto de los factores estructurales, los factores regionales dejan de ser significativos (cuadro 6.2, columnas a y e). El análisis de regresión confirma que la profundidad del déficit en cuenta corriente durante el episodio no influye en su duración. Otros factores que prolongan los déficits son una actividad floja en las economías avanzadas, ya que aumenta la cantidad de capital que puede fluir a las economías emergentes, y un valor más alto en el índice de estructura política.

Gráfico 6.14. Duración de los déficits en cuenta corriente cuantiosos y persistentes; 1960–2007

(Años)

Los episodios en las economías emergentes de Europa tienden a durar más que en otras economías emergentes. Los episodios más largos no son más superficiales, medidos en función del déficit medio en cuenta corriente; tampoco terminan de manera más abrupta.



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

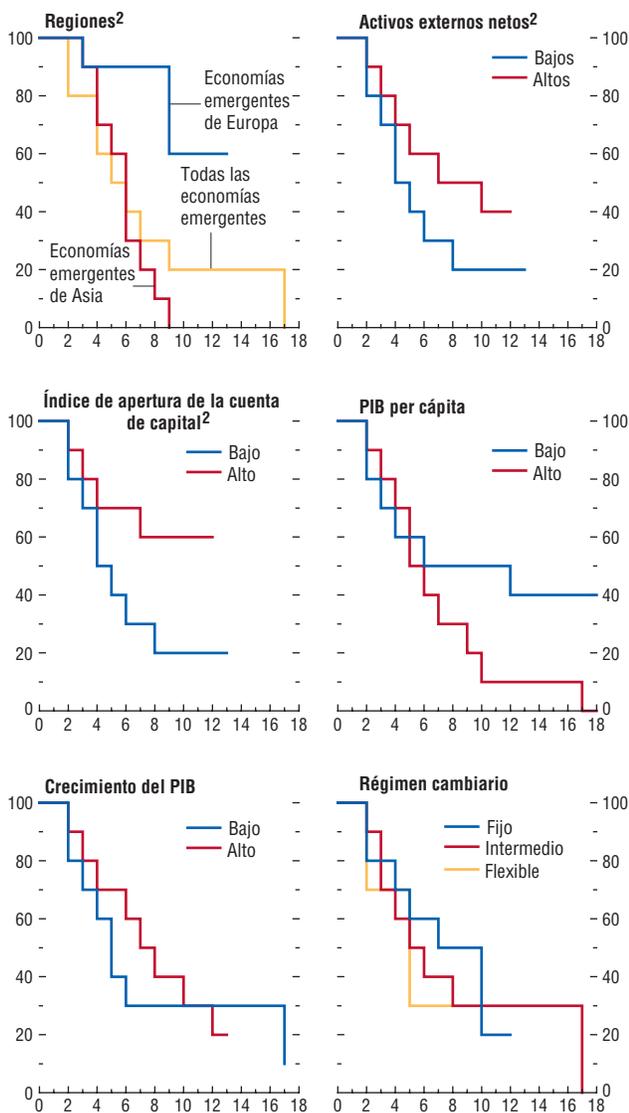
¹ La muestra comprende solo episodios concluidos en economías emergentes. Los episodios no concluidos en las economías emergentes de Europa se incluyen para fines de comparación. No hay correlación entre la duración y el tamaño del déficit.

² Un desenlace abrupto se define como una mejora del saldo en cuenta corriente de más del 4% del PIB en el año posterior a la conclusión del episodio.

Gráfico 6.15. Funciones de supervivencia de los episodios de déficit¹

(Número de años en el eje de las abscisas; porcentaje en el eje de las ordenadas)

Los principales factores vinculados a períodos de endeudamiento prolongado en el extranjero (es decir, altas tasas de supervivencia) son los niveles iniciales elevados de la posición de activos externos netos, la apertura de la cuenta de capital y las oportunidades de crecimiento favorables.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Estimaciones de la función de supervivencia Kaplan-Meier. Los niveles altos y bajos se definen con respecto al nivel mediano.

²Las diferencias en las funciones de supervivencia son estadísticamente significativas a un nivel del 10% o menos (prueba de rango logarítmico).

extranjero. La apertura de la cuenta de capital facilita el acceso al capital extranjero, y la liberalización financiera puede mejorar la intermediación de fondos y por lo tanto hacer que el déficit sea más sostenible⁴¹. El análisis empírico también demuestra que una contribución escasa de las exportaciones netas al crecimiento del PIB real tiende en general a reducir duración de los desequilibrios⁴².

El modelo estimado y los factores fundamentales observados pueden usarse para predecir la duración de los episodios de déficit en las economías emergentes de Europa. Según los pronósticos, la mayoría de estos déficits ha durado más de lo previsto (gráfico 6.16)⁴³. Dado que la mayoría de los episodios de déficit en las economías emergentes de Europa aún no ha concluido, la especificación que se emplea para pronosticar la duración se basa en parámetros que excluyen a esos países (cuadro 6.2, columna f); esto también garantiza que las características específicas no determinen los resultados. Se prevé que los episodios más largos ocurrirán en Estonia, la República Eslovaca y Rumania, con una duración media de 8,9 años. Para el resto

⁴¹Hay tres factores de interés que no muestran una correlación empírica con la duración de los déficits cuantiosos: 1) la profundidad de los déficits en cuenta corriente durante el episodio, aunque las menores obligaciones de pago por pasivos externos —medidas en función del saldo de ingreso neto— aumentan la capacidad para seguir obteniendo préstamos en el extranjero; 2) el tipo de entradas de capital, en particular, el volumen medio de las entradas de IED, y 3) el tipo de régimen cambiario (fijo o flexible), aunque este último factor sí ayuda a explicar la manera en que se resuelven los desequilibrios (véase más adelante). En el apéndice 6.2 se analizan con más detalle las conclusiones relativas a la liberalización financiera interna.

⁴²Las limitaciones de los datos complicaron la elaboración de una muestra lo suficientemente grande como para medir directamente el efecto de las desviaciones del tipo de cambio real con respecto a su nivel previsto. Los resultados obtenidos a partir de una muestra pequeña indican que una sobrevaloración del tipo de cambio tiende a acortar la duración de los episodios de déficit, pero el coeficiente respectivo no fue estadísticamente significativo.

⁴³La globalización financiera, que incide positivamente en la disponibilidad de financiamiento externo, también podría justificar la duración más larga de lo previsto de estos episodios de endeudamiento.

Cuadro 6.2. Regresiones de la duración de los déficits en cuenta corriente cuantiosos y persistentes¹

	Solo factores regionales (a)	Factores regionales y estándar (b)	Factores regionales, estándar y otros (c)	Factores regionales, estándar y otros (d)	Referencia con factores estándar y otros (e)	Referencia con factores estándar y otros, excluidas economías emergentes de Europa (f)
VARIABLES ESTÁNDAR						
Nivel inicial de activos externos netos (porcentaje del PIB)		1,00 (-0,16)	0,98 (-1,02)	0,98 (-1,37)	0,98* (-1,79)	0,96** (-2,21)
Logaritmo de nivel inicial del PIB per cápita		1,08 (0,16)	1,96 (1,13)	8,33*** (2,86)	3,13*** (2,74)	4,84*** (3,24)
Saldo medio en cuenta corriente		0,97 (-0,25)	1,03 (0,29)	1,09 (0,70)	1,17 (1,23)	1,02 (0,13)
Saldo medio de ingreso neto		0,67* (-1,89)	0,68* (-1,68)	0,74 (-1,60)	0,83 (-1,22)	0,83 (-1,01)
Brecha media del producto (economías avanzadas)		1,01** (2,33)	1,01*** (3,18)	1,01*** (3,16)	1,02*** (4,07)	1,01*** (3,42)
Factores financieros y estructura política²						
Apertura media de la cuenta de capital			0,62*** (-2,68)	0,52*** (-3,58)	0,58*** (-3,14)	0,47*** (-3,91)
Estructura política media			0,92** (-1,99)	0,93 (-1,61)	0,89*** (-2,90)	0,92** (-2,13)
Factores de evolución del crecimiento						
Crecimiento medio del PIB real per cápita				0,84 (-1,15)	0,77** (-2,11)	1,01 (0,11)
Contribución media del crecimiento neto de las exportaciones ³				0,58** (-2,99)	0,75* (-1,94)	0,67** (-2,51)
Factores regionales						
Economías emergentes de Europa ⁴	0,13* (-1,87)	0,07** (-2,26)	0,04** (-2,48)	0,13 (-1,41)		
Economías emergentes de Asia ⁴	2,72* (1,70)	2,34 (0,89)	0,9 (-0,09)	11,2 (1,58)		
América Latina	2,35* (1,66)	1,28 (0,29)	0,57 (-0,53)	3,49 (0,96)		
Otras economías emergentes	5,49** (1,98)	6,13** (2,04)	2,03 (0,74)	4,52 (1,50)		
Episodios	48	48	48	48	48	49
Número de fallas	31	31	31	31	31	30
Error cuadrático medio ⁵	22,3	12,7	14,4	6,8	7,3	3,3

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹Nota: Las estadísticas *t* están entre paréntesis; uno, dos y tres asteriscos denotan significación al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente. Los promedios se calculan como valores medios respecto al período de déficit. Regresión de Weibull. Los coeficientes indican un cociente de disparidad con valores inferiores (superiores) a 1 que denotan un menor (mayor) riesgo de que concluya un episodio, lo que implica una mayor (menor) duración de los déficits persistentes.

²El efecto de la liberalización financiera interna se analiza en el apéndice 6.2.

³La contribución del crecimiento neto de las exportaciones se define como la tasa media de crecimiento anual del PIB real durante el episodio atribuible a variaciones en el saldo neto de exportaciones.

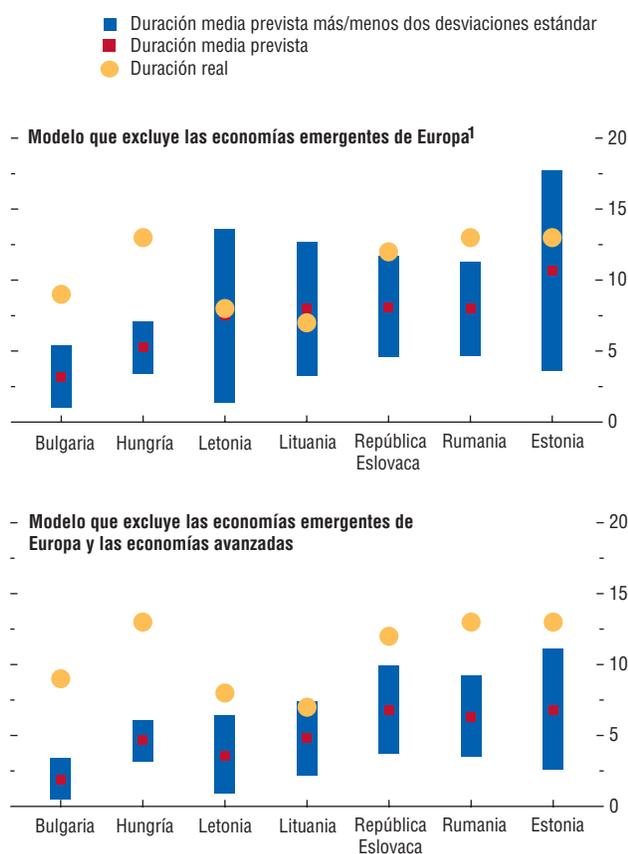
⁴Véase la lista de países desglosada por región en el cuadro 6.4 del apéndice 6.2.

⁵Error cuadrático medio de la duración de episodios completos.

Gráfico 6.16. Duración prevista y real de episodios de déficit en curso

(Años)

En relación con el pronóstico de un modelo basado en parámetros fundamentales, los actuales episodios en las economías emergentes de Europa parecen ser muy largos, sobre todo en comparación con los datos de otras economías emergentes.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
 1Basado en la columna (f) del cuadro 6.2.

de los Estados bálticos (Letonia y Lituania) se estima una persistencia de los déficits de 7,8 años, y para Bulgaria y Hungría, una duración mucho menor (4,2 años)⁴⁴.

Las economías emergentes de Europa han podido atraer capitales por períodos sostenidos en parte gracias a condiciones iniciales favorables (por ejemplo, un nivel alto de activos externos en comparación con otros episodios de déficits persistentes) y, en la mayoría de los casos, a una rápida apertura de las cuentas de capital. Sin embargo, la contribución media de las exportaciones netas al crecimiento ha sido escasa en comparación con otros episodios de endeudamiento en otras economías emergentes. Esto probablemente se deba a la solidez de los tipos de cambio en varios de estos países, y quizá también a un débil crecimiento de la productividad en el sector de bienes transables, ya que una proporción importante de la inversión se ha destinado al sector de bienes no transables (gráfico 6.11)⁴⁵. Hay indicios de que en los Estados bálticos y Bulgaria el crecimiento de la productividad se ha desacelerado (aunque a partir de niveles iniciales altos) y que ha sido particularmente lento en el ámbito industrial desde 2003 (gráfico 6.17).

Una extensión del modelo empírico con el que se examina cómo se han resuelto los desequilibrios en el pasado indica que en los Estados bálticos y Bulgaria hay un mayor riesgo de que los déficits se corrijan de manera brusca debido a la marcada apertura de sus cuentas de capital y a sus regímenes de tipo de cambio fijo⁴⁶. Este factor de vulnerabilidad se ve

⁴⁴Si las predicciones se hicieran “en la muestra”, es decir, basándose en un modelo estimado que también incluyera datos de las economías emergentes de Europa, las duraciones previstas de los déficits serían significativamente más largas, y alcanzarían más del doble en el caso de los Estados bálticos.

⁴⁵Si bien es cierto que las mejoras en el transporte, los servicios financieros y los sectores de servicios públicos fomentan la productividad, se están realizando fuertes inversiones en los sectores inmobiliario y de comercio minorista, que contribuyen de forma menos clara a la productividad (Rahman, 2008). Véase también Bems y Schellekens (2007).

⁴⁶Los factores determinantes y las implicaciones de los cambios de signo de la cuenta corriente se analizaron en

exacerbado por la solidez de los tipos de cambio, sobre todo en los Estados bálticos. En general, una cuenta de capital más abierta está vinculada a episodios prolongados de déficit que tienden a concluir de manera abrupta. Los regímenes de tipo de cambio fijo también están vinculados a correcciones abruptas, pero los episodios tienden a ser más cortos (véanse detalles en el apéndice 6.2)⁴⁷. Uno de los países con una cuenta de capital muy abierta y que sufrió una corrección del déficit brusca fue Malasia (1995), en tanto que Tailandia (1982) experimentó una corrección abrupta con un régimen de tipo de cambio fijo. En cambio, un valor más alto en el índice de estructura política está asociado a episodios más prolongados y con desenlaces más ordenados.

Conclusiones e implicaciones de política económica

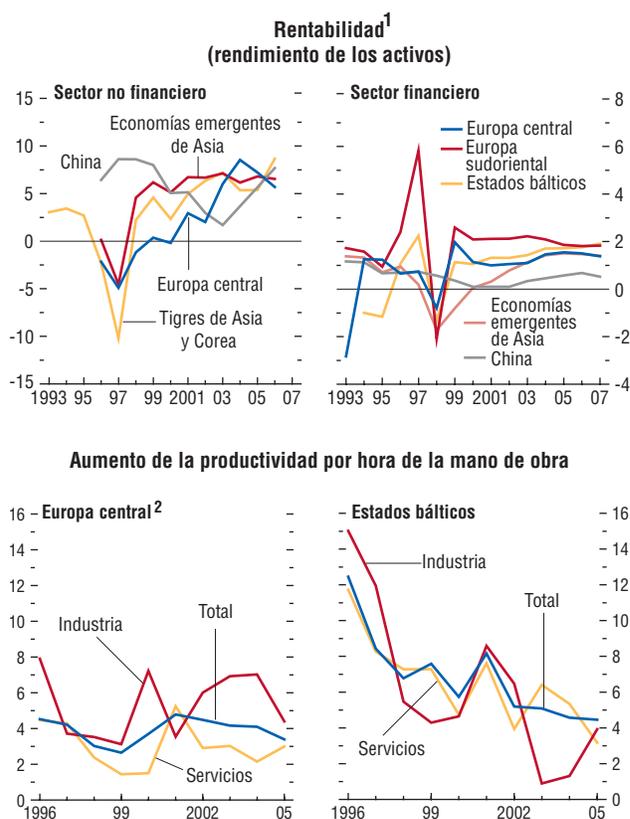
La creciente divergencia de los desequilibrios en cuenta corriente entre las economías emergentes ha dado lugar a un intenso debate sobre las causas fundamentales de los desequilibrios y las implicaciones para el crecimiento y la sostenibilidad. Hay quienes afirman que los abultados superávits en las economías emergentes de Asia podrían indicar que es posible lograr la convergencia de los ingresos sin necesidad de tomar en préstamo grandes cantidades de

el capítulo 3 de la edición de abril de 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*. Según el análisis, los cambios de signo de la cuenta corriente estuvieron precedidos por una brecha positiva del producto e incidieron de diversas maneras en el crecimiento del mismo: los casos de contracción estuvieron vinculados a una escasa apertura al comercio y cuantiosos déficits iniciales; mientras que los casos de expansión estuvieron vinculados a depreciaciones reales totales superiores al promedio y aumentos de las tasas de ahorro (sobre todo el ahorro público), que permitieron mantener las tasas de inversión.

⁴⁷Estos resultados complementan observaciones empíricas recientes sobre la persistencia de los desequilibrios en cuenta corriente bajo diferentes regímenes cambiarios. Chinn y Wei (2008) no detectaron ningún vínculo directo entre los regímenes cambiarios y la persistencia de la cuenta corriente. Ghosh, Terrones y Zettelmeyer (2008) señalan una salvedad, al indicar que las correcciones significativas parecen estar correlacionadas con regímenes de tipo de cambio fijo.

Gráfico 6.17. Rentabilidad empresarial y aumento de la productividad
(Porcentaje)

La rentabilidad empresarial es sólida en las economías emergentes de Asia y Europa, pero hay indicios de desaceleración de la productividad en los Estados bálticos.



Fuentes: Brooks y Ueda (2005, actualizado en julio de 2008), y Groningen Growth and Development Centre, base de datos de 60 industrias, septiembre de 2006.

¹Europa central comprende: Hungría, Polonia, la República Checa y la República Eslovaca. Europa sudoriental abarca: Albania, Bulgaria, Croacia, la ex República Yugoslava de Macedonia y Rumania. Los Estados bálticos son: Estonia, Letonia y Lituania. Las economías emergentes de Asia incluyen: China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán y Tailandia. Los tigres de Asia son: Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

²Europa central comprende: Eslovenia, Hungría, Polonia, la República Checa y la República Eslovaca.

capital extranjero y obviando así los factores de vulnerabilidad vinculados a la estabilidad externa. En cambio, la capacidad de las economías emergentes de Europa para obtener préstamos de capital extranjero por períodos prolongados hace pensar que continúa siendo válido el modelo convencional de crecimiento, en el que el capital de los países avanzados fluye en sentido descendente hacia los emergentes. En este capítulo se estudian los motivos de estas tendencias divergentes y se evalúa la sostenibilidad de los crecientes desequilibrios en cuenta corriente.

Según el análisis empírico, los cambios estructurales son un importante factor determinante de las diferentes tendencias regionales. En las economías emergentes de Europa, los ingentes déficits en cuenta corriente están vinculados a un rápido proceso de liberalización de los mercados financieros internos y a la apertura de las cuentas de capital, que propiciaron la afluencia de capital y un rápido aumento de la participación extranjera en la propiedad de los bancos. El proceso de integración en la UE también potenció las entradas de capital porque afianzó las perspectivas de estabilidad económica y política.

En las economías emergentes de Asia, las cuentas de capital tienden a ser menos abiertas, y la liberalización de los mercados financieros internos ha estado a la zaga de otras regiones. Además, varios países emergentes de Asia tienen estructuras políticas diferentes y poblaciones más jóvenes. Estos factores, y en particular la falta de liberalización financiera, explican una parte sustancial de los superávits en cuenta corriente de la región. En el futuro, una mayor liberalización financiera puede ayudar a estos países a reducir sus superávits mediante un aumento del consumo y un mayor financiamiento extranjero de la inversión. Sin embargo, una gran proporción de los persistentes superávits en cuenta corriente en estas economías emergentes aún carece de justificación. Una posible explicación es la infravaloración de los tipos de cambio. Pero es difícil afirmar con certeza si los bajos niveles de los tipos de cambio obedecen a políticas deliberadas —por ejemplo,

un intento de algunos países de acumular altos niveles de reservas internacionales después de las crisis asiática— o a otros factores no detectados que indujeron decisivamente los superávits en las cuentas corrientes después de 1997–98.

El aumento de los desequilibrios en cuenta corriente ha ido acompañado de una mayor duración de los episodios de desequilibrio, lo que ha despertado inquietudes con respecto a su sostenibilidad. De hecho, los casos de déficits cuantiosos y persistentes en cuenta corriente se han multiplicado rápidamente desde los años noventa, y muchos de ellos han ocurrido en las economías emergentes de Europa. Los principales factores económicos a los que se atribuyen los déficits prolongados son un elevado nivel inicial de la posición neta de activos externos, oportunidades de crecimiento y la apertura de las cuentas de capital. En cambio, los superávits prolongados son poco frecuentes en las economías emergentes.

Un análisis de las tendencias históricas hace pensar que los actuales déficits en las economías emergentes de Europa durarán más que en otras regiones, si bien la mayoría de ellos ya ha llegado al tope máximo de las expectativas de duración o lo ha rebasado. Las características básicas de las economías emergentes de Europa explican la prolongada duración de sus déficits, pero no las protegen contra aterrizajes bruscos. Dos de los factores de riesgo de correcciones bruscas de los déficits que se desprenden del análisis empírico son los regímenes de tipo de cambio fijo y la apertura de las cuentas de capital, ambos característicos de muchas de estas economías. La decisión de estos países de adoptar un régimen cambiario fijo puede obedecer a numerosas razones, y en particular al interés por ingresar en la zona del euro, pero los países que han seguido este camino tienen que protegerse de los factores de vulnerabilidad externos, y para ello deben cerciorarse de que los mercados de productos y de trabajo sean flexibles, que se apliquen marcos sólidos de regulación y supervisión financiera, y que las políticas macroeconómicas sean

coherentes con los saldos internos y externos (véase FMI, 2007).

Los cuantiosos superávits en las economías emergentes de Asia pueden ofrecer más seguridad desde el punto de vista de la vulnerabilidad externa. Pero también pueden implicar un nivel insuficiente de consumo a corto plazo y una asignación menos eficiente del capital, dado que las decisiones de ahorro e inversión se efectúan en el marco de sistemas financieros y de gestión de gobierno que deben responder mejor a las fuerzas del mercado⁴⁸. Un retorno gradual de los tipos de cambio a niveles de equilibrio ayudaría a calmar estas preocupaciones y a prevenir los efectos negativos en la productividad y el crecimiento observados en otros países que han crecido con rapidez por períodos prolongados con tasas elevadas de inversión. Al mismo tiempo, tal como lo destacó la Consulta Multilateral sobre los Desequilibrios Mundiales dirigida por el FMI, para hacer más fluido el proceso de ajuste convendría contar con un conjunto más amplio de políticas, que comprenda, por ejemplo, el reequilibrio de los componentes de la demanda agregada y una mayor liberalización financiera para mejorar tanto el acceso al crédito como la calidad de la intermediación financiera.

Apéndice 6.1. Definiciones de las variables y fuentes de datos

Los autores principales de este apéndice son Stephan Danninger y Florence Jaumotte.

En este apéndice se amplían los detalles sobre la construcción de las variables que se emplean en el capítulo 6 y las fuentes de datos. El análisis se basa en datos anuales desde 1980 hasta los más actualizados. Abarca países que en 2006 tenían un PIB real per cápita de más de \$2.000 y una población de por lo menos 2 millones de

habitantes, y excluye los países exportadores de petróleo (según la definición de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI).

Datos de balanza de pagos

La principal fuente de datos de balanza de pagos es *Balance of Payments Statistics* del FMI, complementada con información de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI y la base de datos *External Wealth of Nations Mark II* elaborada por Lane y Milesi-Ferretti (2006) (datos sobre saldos de activos y pasivos externos).

Ahorro e inversión

Los datos sobre ahorro e inversión se obtuvieron de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI. El desglose del ahorro y de la inversión en sus componentes público y privado proviene de las bases de datos de *National Accounts Statistics* de las Naciones Unidas y de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI. El ahorro privado se desagrega además en las tasas de ahorro de las empresas y los hogares, para lo cual se utiliza la base de datos *National Accounts Statistics* de las Naciones Unidas y, de ser necesario, la base de datos de CEIC para Asia. Los datos posteriores a 2003 sobre las tasas de ahorro de las empresas y los hogares de China se basan en estimaciones del personal técnico.

Determinantes estándar

El saldo del gobierno general, el saldo petrolero (definido como la diferencia entre las exportaciones y las importaciones de petróleo) y el crecimiento del PIB real per cápita provienen de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI, en tanto que el producto per cápita en términos constantes de la paridad del poder adquisitivo (PPA) se obtuvo de *World Development Indicators* del Banco Mundial. Este último se divide por el nivel en Estados Unidos para obtener el ingreso relativo per cápita. Por último, el crecimiento demográfico y la tasa

⁴⁸Véanse el recuadro 3.2 en la edición de septiembre de 2006 de *Perspectivas de la economía mundial* y el recuadro 2.3 en la edición de abril de 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*.

de dependencia por población anciana provienen de *World Development Indicators* del Banco Mundial.

Otros factores

Factores financieros

La profundidad financiera es la suma del crédito de los bancos captadores de depósitos y otras instituciones financieras al sector privado más la capitalización bursátil dividida por el PIB. La fuente es una versión actualizada en 2007 de la base de datos *Financial Structure* elaborada por Beck, Demirgüç-Kunt y Levine (2000). Los datos de China se basan en estimaciones del personal técnico del FMI. El índice de apertura de la cuenta de capital se obtuvo de una actualización de Chinn e Ito (2006), y se basa en los componentes principales de indicadores desagregados sobre restricciones de la cuenta de capital y la cuenta corriente, de la publicación *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* del FMI. La liberalización financiera es un índice que combina información sobre controles de las tasas de interés, controles del crédito, restricciones a la competencia, propiedad estatal, calidad de la supervisión y regulación bancaria, políticas para incentivar el desarrollo de los mercados de bonos y acciones, y políticas que permiten el acceso de extranjeros a la bolsa de valores interna. El índice se obtuvo de Abiad, Detragiache y Tressel (de próxima publicación). Por último, la proporción de bancos extranjeros procede de Claessens *et al.* (2008). Se considera que un banco es de propiedad extranjera si por lo menos el 50% de sus acciones se encuentra en poder de personas extranjeras en un año determinado (solo se considera la propiedad directa).

Tipo de cambio

La desviación del tipo de cambio efectivo real con respecto a su nivel previsto se basa en el método de tipo de cambio real de equilibrio formulado como parte de la evaluación del Grupo Consultivo sobre Tipos de Cambio

(CGER, por sus siglas en inglés) del FMI, y se calcula como el residuo de una regresión del tipo de cambio efectivo real basado en el IPC sobre el diferencial de productividad entre los bienes transables y no transables (el denominado efecto Balassa-Samuelson), otros factores que afectan los precios relativos (consumo del gobierno, índice de restricción del comercio, controles de precios y los términos de intercambio de las materias primas) y los activos externos netos (véase Lee *et al.*, 2008). Las mediciones de las desviaciones del tipo de cambio de los Estados bálticos que no están disponibles en la evaluación del CGER del FMI son estimaciones basadas en una metodología similar. La clasificación de los regímenes cambiarios como fijos, intermedios y flexibles es un índice del FMI sobre regímenes cambiarios “de facto” gentilmente proporcionada por Harald Anderson, funcionario del FMI.

Factores políticos

El índice de estructura política es la variable “Polity2” del proyecto Polity IV (Marshall, Jaggers y Gurr, 2004). Abarca varias dimensiones, como la existencia de instituciones y procedimientos que permiten a los ciudadanos expresar su preferencia real con respecto a las políticas y los gobernantes, y la existencia de restricciones institucionalizadas sobre el ejercicio de poder por parte del Poder Ejecutivo.

El indicador de integración en la UE describe el grado de avance de los países emergentes de Europa (y Turquía) en el cumplimiento de las diferentes etapas del proceso formal de integración europea, a saber: la solicitud de ingreso en la UE, el inicio de las negociaciones de ingreso, la adhesión, el acceso al mecanismo de tipos de cambio II (MTC II) y la adopción del euro. Cada etapa equivale a 0,2, por lo que el valor máximo del indicador es 1.

Indicadores de vulnerabilidad

La rentabilidad del sector no financiero se calcula como el ingreso neto más gastos por concepto de intereses con respecto a los activos del año anterior, ajustado en función de la inflación del

IPC. La rentabilidad del sector financiero consiste en las utilidades antes de partidas extraordinarias e impuestos como porcentaje de los activos totales. Los datos se obtuvieron de una actualización de julio de 2008 de Brooks y Ueda (2005), basada en datos extraídos de Worldscope y Datastream.

Los datos sobre el aumento de la productividad por hora del trabajo en la industria, los servicios y la economía agregada en los Estados bálticos y Europa central provienen de las bases de datos sobre 60 sectores del Groningen Growth and Development Centre, septiembre de 2006.

Análisis de sucesos: Aceleraciones del crecimiento y evolución de la cuenta corriente

Para comparar la evolución de la cuenta corriente en las economías emergentes de Europa con la experiencia de episodios anteriores de aceleración del crecimiento se efectuó un análisis de sucesos basado en la definición de aceleración del crecimiento propuesta por Hausmann, Pritchett y Rodrik (2005). Un suceso se define como el surgimiento de un episodio de aceleración del crecimiento a partir de una fecha determinada de acuerdo con dos criterios:

- El crecimiento es rápido: $g_{t,t+n} \geq 3,5\%$ por año, siendo $g_{t,t+n} = \ln(y_{t+n}) - \ln(y_t)$ la tasa de crecimiento del PIB real per cápita en el momento t con un horizonte de ocho años.
- El crecimiento se acelera: $\Delta(g_t) = (g_{t,t+8}) - (g_{t-8,t}) \geq 2,0\%$, siendo $\Delta(g_t)$ la variación de la tasa de crecimiento en el momento t .

Una vez que la aceleración del crecimiento está en curso, el final de la aceleración se determina en función de dos criterios: la tasa media de crecimiento se reduce a menos del 2%, y el crecimiento en el año posterior al final del suceso disminuye a menos del 3%.

Estos criterios se aplicaron a la muestra de economías emergentes y avanzadas no exportadoras de petróleo de este capítulo entre 1960 y 2007⁴⁹. Se detectó un total de 63 episodios, de los cuales

10 correspondientes a economías emergentes de Europa se descartaron por superposición con los países compradores. Las limitaciones de los datos obligaron a excluir otros 38 episodios —29 aceleraciones habían arrancado antes de 1970—, de tal manera que el grupo final de episodios consistía en 15 episodios de aceleración del crecimiento en los siguientes países: Camerún, Chile, China, Egipto, Finlandia, Grecia, India, Indonesia, Irlanda, Portugal, la República Democrática Popular Lao y la República Dominicana. La tasa media de crecimiento antes del surgimiento de los episodios de aceleración es $-1,1\%$.

Apéndice 6.2. Enfoque econométrico

Los autores principales de este apéndice son Stephan Danninger y Florence Jaumotte.

En este apéndice se describe con más detalle el modelo en el que se basa el análisis econométrico de los factores que determinan los saldos en cuenta corriente y su estimación. Se presentan además otros resultados sobre la heterogeneidad de los coeficientes entre las distintas regiones. Por último, se presentan detalles técnicos del análisis de duración.

Factores determinantes del saldo en cuenta corriente

El modelo empleado en el análisis empírico relaciona el saldo en cuenta corriente (expresado como porcentaje del PIB) con varios factores determinantes estándar y diversos factores nuevos. Para especificar el análisis se adoptó la siguiente ecuación:

$$\begin{aligned} \frac{CA}{Y} = & \alpha_1 + \alpha_2 \left(\frac{NFA}{Y} \right) + \alpha_3 \left(\frac{GGB}{Y} \right) + \alpha_4 \left(\frac{NX_{oil}}{Y} \right) \\ & + \alpha_5 \left(\frac{Pop_{old}}{Pop_{wa}} \right) + \alpha_6 g_{pop} + \alpha_7 \left(\frac{y}{y_{US}} \right) + \alpha_8 (g_y) \\ & + \sum_k \beta_k X_k + \gamma_1 EE + \gamma_2 APC + \gamma_3 FC \\ & + \sum_l \delta_l + \varepsilon, \end{aligned} \quad (1)$$

⁴⁹Jeromin Zettelmeyer y Jean Salvati proporcionaron gentilmente el algoritmo con el que se determinan las aceleraciones del crecimiento.

donde CA el saldo en cuenta corriente, Y el PIB nominal, NFA los activos externos netos, GGB el saldo del gobierno general, NX_{oil} el saldo petrolero, Pop_{old} la población de 65 años o más, Pop_{wa} la población en edad laboral, g_{pop} la tasa de crecimiento demográfico, y el PIB per cápita en términos constantes de la PPA, g_y la tasa de crecimiento del ingreso real per cápita, EE una variable ficticia cuyo valor es 1 en el caso de las economías emergentes de Europa y 0 en el resto de los casos, APC una variable ficticia cuyo valor es 1 en el caso de las economías emergentes de Asia a partir de 1999 (después de los años de la crisis asiática), FC una variable ficticia cuyo valor es 1 en el caso de los centros financieros, t los efectos fijos de tiempo y X una gama de factores nuevos incorporados en el modelo estándar en varias etapas (véase el texto principal). Se trata de variables de la estructura financiera (profundidad financiera, liberalización financiera interna, apertura de la cuenta de capital) y un indicador de la estructura política.

De conformidad con otras investigaciones (véase, por ejemplo, Lee *et al.*, 2008), se calculan diversas variables como desviaciones con respecto al promedio del resto del mundo, a saber: el coeficiente saldo del gobierno general/PIB, las variables demográficas, el crecimiento del PIB per cápita y un indicador de la estructura política. Los datos se promedian sobre un período de cuatro años para enfocar los factores que determinan las fluctuaciones de la cuenta corriente a mediano plazo. Para reducir al mínimo los problemas de endogeneidad, los activos externos netos, el ingreso relativo per cápita y la profundidad financiera se miden en el año que precede al período de cuatro años considerado; la tasa de crecimiento del PIB real per cápita se mide en los cuatro años que preceden al actual período de cuatro años. Las ecuaciones no incluyen los efectos fijos del país y conservan la información de corte transversal, ya que se usarán para explicar las diferencias entre los países. Los efectos fijos de tiempo se incluyen para tener en cuenta los acontecimientos que afectan de manera similar a todos los

países en un año determinado (por ejemplo, el saldo agregado de ahorro e inversión). El modelo se estima utilizando mínimos cuadrados ordinarios y errores estándar robustos frente a la heteroscedasticidad⁵⁰.

La muestra de países que presentaban todas las variables utilizadas en las regresiones estuvo conformada por 58 economías, 21 avanzadas y 37 emergentes. De acuerdo con la disponibilidad de datos, se incluyeron los siguientes países:

- Economías avanzadas: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Japón, Nueva Zelandia, Noruega, los Países Bajos, Portugal, el Reino Unido, Suecia y Suiza.
- Economías emergentes: Argentina, Bolivia, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Corea, Costa Rica, Egipto, El Salvador, Estonia, Filipinas, Georgia, Hungría, India, Indonesia, Israel, Jamaica, Jordania, Letonia, Lituania, Malasia, Marruecos, México, Pakistán, Paraguay, Perú, Polonia, la República Checa, Rumania, Sri Lanka, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía y Uruguay.

Los resultados de las estimaciones se presentan en el texto.

Otros resultados: Heterogeneidad entre regiones

Dadas las circunstancias especiales de Europa emergente, en el análisis empírico se admitieron y probaron diferentes coeficientes de este grupo de países con respecto al resto de la muestra. La ecuación (1) se amplió para incluir en ella términos de interacción entre las distintas variables y una variable ficticia correspondiente a las economías emergentes de Europa. La hipótesis de que la variable ficticia de dichas economías y todos los términos de interacción son iguales

⁵⁰Los resultados no varían cuando se incluye el coeficiente cuenta de capital/PIB como variable explicativa, que sirve para tener en cuenta las variaciones a lo largo del tiempo en la clasificación de las transferencias de capital.

a cero (es decir, que los efectos de las variables son similares para las economías emergentes de Europa y otras muestras de países) no pudo ser descartada, excepto para los términos de interacción relativos al saldo del gobierno general y la liberalización financiera interna⁵¹.

Si bien en el texto del capítulo se demuestra que el efecto diferenciado del saldo fiscal puede atribuirse directamente al proceso de integración en la UE, en esta sección se explica con más datos por qué la liberalización financiera tiene un efecto diferenciado. El efecto negativo de la liberalización financiera en la cuenta corriente es más marcado en las economías emergentes de Europa que en el resto de las economías de la muestra. Esto probablemente se deba a la presencia mucho mayor de bancos extranjeros. Ciertos datos sobre la proporción de bancos extranjeros obtenidos en Claessens *et al.* (2008) corroboraron esta hipótesis (el tamaño de la muestra se reduce a 77 observaciones). El efecto de la liberalización financiera interna (en interacción con la variable ficticia de las economías emergentes de Europa) eclipsa al efecto de la proporción de bancos extranjeros cuando se consideran en forma conjunta, pero la magnitud y significación del coeficiente de la proporción de bancos extranjeros son similares a los de la liberalización financiera interna (en interacción con la variable ficticia de las economías emergentes de Europa) cuando dicha proporción se considera por separado (cuadro 6.3, columnas c y d). Esto corrobora en cierta medida la hipótesis de que la mayor presencia de bancos extranjeros en las economías emergentes de Europa puede haber contribuido a que la liberalización financiera interna tuviese más incidencia en la cuenta corriente.

Análisis de duración y desequilibrios en cuenta corriente

En esta sección se explica con más detalle la detección de desequilibrios fuertes y persistentes en cuenta corriente, y se describen la meto-

dología econométrica y resultados adicionales del análisis de duración descrito en el texto principal.

El método que se emplea para determinar los casos de desequilibrios fuertes y persistentes en cuenta corriente se basa en el método formulado en el capítulo 3 de la edición de abril de 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*, pero con parámetros modificados. En este capítulo, los umbrales que determinan la existencia de un desequilibrio fuerte en cuenta corriente son un déficit o un superávit de 3% del PIB o más, con una duración de por lo menos tres años, sin que se registren cambios de signo en la cuenta corriente⁵². Este último criterio sirve para garantizar que la fecha del final de un episodio se fije en el momento de producirse un ajuste importante, al margen de que se cruce o no el umbral del 3% del PIB. En el cuadro 6.4 se enumeran todos los episodios de desequilibrios fuertes y persistentes en cuenta corriente que cumplen estos criterios.

Análisis de duración

A fin de relacionar los distintos factores determinantes fundamentales con la persistencia de los actuales desequilibrios en cuenta corriente, se realizó un análisis de duración. En vista de los pocos casos de superávits persistentes, el análisis se limitó a los casos de déficit.

El método empírico modeliza la función de riesgo relativa a la duración de un episodio de desequilibrio, que equivale a la probabilidad condicional de que un episodio termine en el período siguiente, dado un conjunto de factores determinantes x :

$$\lambda(t, x(t)) = \lim_{h \geq 0} F(t \leq T < t+h \mid x) / h = f(t \mid x) / (1 - F(t \mid x)).$$

Formalmente, la función de riesgo se define como el coeficiente de la función de densidad

⁵²En el apéndice 3.1 de la edición de abril de 2007 de *Perspectivas de la economía mundial* se describe el método empleado para determinar cambios de signo en la cuenta corriente y desequilibrios persistentes.

⁵¹El valor de p para esta prueba es 11%.

Cuadro 6.3. Explicación de los efectos diferenciados en las economías emergentes de Europa

	Muestra completa	Muestra restringida	Más presencia de bancos extranjeros	
	(a)	(b)	(c)	(d)
Factores financieros y estructura política				
Profundidad financiera (porcentaje del PIB, rezagado)	0,82 (1,64)	0,217 (0,27)	0,207 (0,25)	0,186 (0,21)
Liberalización financiera	-2,743 (-1,68)*	-3,757 (-0,64)	-3,823 (-0,64)	-6,186 (-1,17)
Apertura de la cuenta de capital	-0,229 (-1,25)	-0,435 (-1,07)	-0,444 (-1,11)	-0,423 (-1,05)
Significación conjunta de las variables financieras (valor de p)	0,03**	0,23	0,22	0,1
Estructura política	-0,146 (-3,54)***	-0,033 (-0,36)	-0,03 (-0,32)	-0,038 (-0,39)
Factores de las economías emergentes de Europa				
Balance del gobierno general en interacción con la integración en la UE	-1,319 (-5,32)***	-1,348 (-3,43)**	-1,371 (-3,33)***	-1,443 (-3,35)***
Liberalización financiera en interacción con la variable ficticia de las economías emergentes de Europa	-4,484 (-4,47)***	-3,533 (-1,85)*	-3,287 (-1,35)	
Proporción de bancos extranjeros			-0,476 (-0,26)	-3,128 (-2,27)**
Factores regionales (efectos no explicados)				
Reorientación tras la crisis asiática	2,518 (3,03)***	4,2 (3,21)***	4,192 (3,19)***	4,509 (3,76)***
Observaciones	215	77	77	77
R^2 ajustada	0,59	0,66	0,65	0,64

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las estadísticas t robustas están entre paréntesis; uno, dos y tres asteriscos denotan significación al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente. En todas las regresiones se neutralizan los efectos de los activos externos netos, el saldo del gobierno general, el saldo petrolero, la tasa de dependencia por tercera edad, el crecimiento demográfico, el ingreso per cápita relativo, el crecimiento del PIB per cápita, una variable ficticia correspondiente a los centros financieros, una constante y efectos fijos de tiempo. Las regresiones se estiman por el método de mínimos cuadrados ordinarios. Véanse los desgloses por región en las notas 1 y 2 del gráfico 6.1.

$f(t|x)$ de la duración T , y la función de supervivencia $1 - F(t, x)$, siendo $F(t, x)$ la función de distribución acumulativa de T^{53} . El método empírico que se utiliza para estimar la función de riesgo se basa en un modelo proporcional de función de riesgo:

$$\lambda(t, x(t)) = \exp(\beta x(t)) \lambda_0(t),$$

con una especificación de Weibull para la función de riesgo de referencia $\lambda_0 = p t^{p-1}$. Los parámetros p y β se estiman a través de la probabilidad máxima y determinan la forma de la función de riesgo de referencia λ_0 y el tamaño de los movimientos proporcionales de la función de riesgo relacionados con los factores determinantes $x(t)$. Debido a inquietudes relativas a la endogeneidad de los

factores fundamentales con respecto a la duración de un episodio, en el modelo se utilizan controles x que no varían con el tiempo⁵⁴.

El análisis empírico se basa en 48 déficits cuantiosos y persistentes en cuenta corriente, y abarca episodios en economías avanzadas (35%) y emergentes (65%). Los resultados principales se presentan en el texto del capítulo. Se estudiaron otras variables explicativas y especificaciones —por ejemplo, el efecto de la apertura de la cuenta de capital es más fuerte cuanto más alto es el ingreso per cápita—, pero no se logró un ajuste más preciso del modelo. Los resultados adicionales que figuran en el cuadro 6.5,

⁵³Véanse detalles sobre el análisis de duración en Kiefer (1988) y Wooldridge (2002).

⁵⁴Se estimó una especificación con controles que varían con el tiempo y se obtuvieron resultados similares a los presentados en el texto principal del capítulo.

Cuadro 6.4. Lista de episodios de desequilibrios en cuenta corriente persistentes y fuertes

País	Año de inicio	Año de conclusión	Duración en años	Saldo medio en cuenta corriente (porcentaje del PIB)	País	Año de inicio	Año de conclusión	Duración en años	Saldo medio en cuenta corriente (porcentaje del PIB)
Economías avanzadas					Economías emergentes (continuación)				
<i>Episodios de déficit</i>					<i>Episodios de déficit (continuación)</i>				
Estados Unidos	1999	2007	9	-4,8	Egipto	1970	1975	6	-5,3
Dinamarca	1979	1986	8	-3,7	Sri Lanka	1986	1994	9	-5,3
Noruega	1974	1977	4	-8,8	Indonesia	1967	1971	5	-3,7
Canadá	1989	1993	5	-3,7	Corea	1965	1974	10	-11,5
Grecia	1979	1985	7	-4,6	Malasia	1991	1995	5	-6,4
Grecia	1996	2007	12	-6,8	Pakistán	1988	1996	9	-3,7
Irlanda	1969	1981	13	-6,2	Filipinas	1976	1982	7	-5,6
Portugal	1996	2007	12	-8,0	Singapur	1977	1980	4	-7,8
España	1974	1976	3	-3,8	Tailandia	1977	1981	5	-6,4
España	1990	1992	3	-3,5	Tailandia	1990	1996	7	-7,0
España	2000	2007	8	-5,8	Túnez	1980	1984	5	-6,7
Australia	1981	2007	27	-4,6	Albania	1999	2007	9	-6,6
Nueva Zelanda	1979	1984	6	-6,4	Bulgaria	1999	2007	9	-9,1
Nueva Zelanda	1992	2007	16	-5,4	República Checa	2000	2003	4	-5,5
Economías emergentes					República Eslovaca	1996	2007	12	-7,3
Bolivia	1983	1987	5	-7,6	Estonia	1995	2007	13	-9,6
Bolivia	1990	1992	3	-6,2	Letonia	2000	2007	8	-12,2
Bolivia	1995	1998	4	-6,1	Hungría	1995	2007	13	-6,5
Brasil	1971	1974	4	-4,9	Lituania	2001	2007	7	-7,9
Brasil	1977	1982	6	-6,4	Croacia	2001	2007	7	-6,7
Brasil	1999	2001	3	-4,1	Macedonia, ex República Yugoslava de	1994	2004	11	-5,9
Chile	1981	1984	4	-10,1	Rumania	1995	2007	13	-6,3
Chile	1996	1998	3	-4,5	<i>Episodios de superávit</i>				
Costa Rica	1967	1974	8	-8,5	Economías avanzadas				
Costa Rica	1977	1981	5	-12,2	Bélgica	2001	2007	7	3,5
Costa Rica	1987	1989	3	-5,8	Dinamarca	2001	2007	7	2,8
Costa Rica	1997	2007	11	-4,5	Países Bajos	1988	1997	10	4,1
República Dominicana	1967	1973	7	-5,9	Países Bajos	2001	2007	7	5,7
República Dominicana	1978	1980	3	-7,8	Noruega	1991	1997	7	4,3
El Salvador	2003	2007	5	-4,8	Noruega	2001	2007	7	14,7
Guatemala	1987	1990	4	-5,0	Suecia	1999	2007	9	5,4
Guatemala	1996	2007	12	-5,3	Suiza	1984	2007	24	8,3
Honduras	1975	1980	6	-7,4	Japón	1991	2007	17	2,9
Honduras	1991	1996	6	-6,3	Finlandia	2005	2007	3	4,3
Honduras	1999	2007	9	-3,9	Economías emergentes				
México	1974	1981	8	-4,0	Argentina	2004	2007	4	2,8
Panamá	1997	1999	3	-8,1	Egipto	2004	2007	4	3,2
Panamá	2003	2007	5	-5,6	Hong Kong, RAE de	1967	1975	9	11,9
Paraguay	1967	1974	8	-9,8	Hong Kong, RAE de	1985	1989	5	7,4
Paraguay	1977	1987	11	-6,4	Malasia	2002	2007	6	12,7
Perú	1990	1995	6	-6,0	Singapur	1998	2007	10	20,2
Jamaica	1967	1984	18	-6,7	Namibia	1993	2007	15	5,7
Jamaica	2002	2007	6	-11,0	China	2002	2007	6	6,1
Israel	1962	1964	3	-9,3					
Israel	1968	1975	8	-7,7					
Israel	1978	1982	5	-5,7					

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los desequilibrios fuertes y persistentes se definen como desequilibrios en cuenta corriente equivalentes a por lo menos el 3% del PIB que duran como mínimo tres años de acuerdo con el método expuesto en el apéndice 3.1 de la edición de abril de 2007 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Cuadro 6.5. Análisis de duración y liberalización del sector financiero interno¹

	Factores estándar y otros factores (a)	Factores estándar y otros factores (b)	Factores estándar y otros factores (c)
Factores estándar			
Nivel inicial de activos financieros netos (porcentaje del PIB)	0,97* (-1,80)	0,97* (-1,92)	0,97* (-1,90)
Logaritmo del nivel inicial del PIB per cápita	2,44** (2,12)	3,47*** (2,65)	3,19** (2,36)
Saldo medio en cuenta corriente	1,16 (1,47)	1,22 (1,53)	1,11 (0,76)
Brecha media del producto (economías avanzadas)	0,96 (-0,26)	0,9 (-0,62)	0,8 (-1,19)
Brecha media del producto (economías avanzadas)	1,01*** (2,92)	1,01*** (3,66)	1,01*** (3,47)
Factores financieros y estructura política			
Liberalización media del sector financiero interno	0,03*** (-3,35)	0,26 (-1,02)	2,61 (0,59)
Variación en la liberalización del sector financiero interno			0,02*** (-2,59)
Apertura media de la cuenta de capital		0,63** (-2,18)	0,48** (-2,85)
Estructura política media		0,92** (-2,16)	0,92** (-1,98)
Factores de evolución del crecimiento			
Crecimiento medio del PIB real per cápita	0,9 (-0,90)	0,83 (-1,39)	1,00 (0,01)
Crecimiento medio de las exportaciones reales	0,81 (-1,34)	0,78 (-1,58)	0,76* (-1,69)
Observaciones	43	43	43

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las estadísticas Z están entre paréntesis; uno, dos y tres asteriscos denotan significación al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente. Los promedios se calculan como valores medios respecto del período de déficit, las variaciones se calculan como la diferencia media del valor de la variable entre el inicio y el final del episodio. Los coeficientes indican un cociente de disparidad con valores inferiores (superiores) a 1 que denotan un menor (mayor) riesgo de que concluya un episodio, lo que implica una mayor (menor) duración esperada de los episodios.

que denotan la incidencia de la liberalización financiera interna en la duración de los episodios, fueron omitidos en el texto principal para reducir la cobertura de países. Según el análisis, la liberalización del sector financiero interno alarga la duración de un episodio (columna a),

pero el efecto desaparece cuando se incluyen los indicadores de estructura política y apertura de la cuenta de capital (columna b). No obstante, se observó que la velocidad de la liberalización incrementa la duración del episodio (columna c), pero que la velocidad a la que se liberaliza la cuenta de capital y se reforman las instituciones no surte el mismo efecto (datos omitidos). Esta observación coincide con la interpretación de los resultados del panel de regresión que se presentan en el texto principal, y que ponen de manifiesto lo mucho que ha incidido la liberalización del sector financiero interno en las entradas de capital en los últimos 10 años.

Episodios de déficit y resolución de los desequilibrios

Para estudiar el vínculo entre la duración de los déficits persistentes y la manera en que se resuelven, se estimó un modelo de riesgos opuestos a partir del mismo conjunto de factores determinantes indicados en el cuadro 6.2. La especificación empírica se basa en un método propuesto por Lunn y McNeil (1995), y analiza las funciones de riesgo de los diferentes tipos de resoluciones (abruptas y no abruptas). El modelo supone que en cada período el riesgo total de resolución puede dividirse en dos riesgos aditivamente separables: uno relativo a resoluciones abruptas y otro relativo a resoluciones no abruptas. El método incorpora términos de interacción entre los factores determinantes fundamentales y una variable sobre el tipo de resolución, que permite estimar las diferencias de las funciones de riesgo según el tipo de resolución. La ejecución se realiza mediante un modelo semiparamétrico de la función de riesgo proporcional de Cox.

En el cuadro 6.6 se presentan los resultados de la estimación de las especificaciones de referencia y de dos modelos de riesgos opuestos. Los coeficientes de los factores determinantes estándar (columna a) son similares a los que se presentan en el texto principal del capítulo de acuerdo con una especificación de Weibull (cuadro 6.2). Sin embargo, cabe señalar que el número de observaciones es el doble que el de la especificación

del modelo original de duración, ya que cada observación se considera dos veces para tener en cuenta los efectos de los diferentes riesgos (opuestos). En las columnas (b) y (c) se indican los resultados de modelos de función de riesgo correspondientes a una función de riesgo común de referencia (panel superior) y a las diferencias de las funciones de riesgo con resoluciones abruptas (panel inferior). La especificación de los efectos de interacción supone que la función de riesgo total de las resoluciones abruptas se determina mediante la suma de los efectos directos y los efectos de interacción.

La mayoría de las variables explicativas no presentan factores significativos de riesgo aditivo (panel inferior), y por lo tanto no implican funciones de riesgo diferentes según el tipo de resolución. Sin embargo, se observaron efectos significativos de interacción en los casos de los activos externos netos, la apertura de la cuenta de capital y la estructura política⁵⁵. Al combinar los efectos directos y de interacción, los resultados indican que los episodios más largos que se deben a una mayor apertura de la cuenta de capital conllevan un riesgo mayor de que la resolución sea abrupta (cuadro 6.6, columna b). Los resultados son distintos en los casos de los activos externos netos y la estructura política, debido a los signos opuestos de los efectos directos y de interacción. Ello implica que los valores más altos de ambos indicadores aumentan la duración de los episodios con resoluciones no abruptas, pero no se detecta ningún efecto en el caso de las resoluciones abruptas.

En la columna (c) del cuadro 6.6 se introduce una variable que describe la flexibilidad del régimen cambiario. El efecto directo de esta variable en la duración de los episodios con resolución no abrupta es negativo, en tanto que el efecto de interacción es de signo opuesto y neutraliza con creces el efecto directo. Esto significa que un régimen cambiario más flexible disminuye la duración de los episodios que se resuelven de manera no

⁵⁵En el caso de los activos externo netos, se rechazó una prueba de la significación conjunta de los efectos directos y de interacción.

Cuadro 6.6. Análisis de duración y riesgo de resoluciones abruptas y no abruptas

	Modelo estándar	Modelo de riesgos opuestos	
	(a)	(b)	(c)
Factores de riesgo común			
Nivel inicial de activos financieros netos (porcentaje del PIB)	0,98 (-1,38)	0,97** (-2,03)	0,98 (-1,10)
Logaritmo del nivel inicial del PIB per cápita	2,16** (2,27)	2,48** (2,28)	2,14* (1,72)
Saldo medio en la cuenta de ingreso neto	0,85 (-1,19)	0,94 (-0,36)	0,81 (-1,12)
Brecha media del producto (economías avanzadas)	1,01*** (4,22)	1,01*** (3,37)	1,01*** (3,11)
Apertura media de la cuenta de capital	0,66*** (-3,00)	0,80 (-1,42)	0,78 (-1,58)
Estructura política media	0,92** (-2,55)	0,88*** (-3,22)	0,89*** (-3,02)
Crecimiento medio del PIB real per cápita	0,84 (-1,62)	0,77*** (-2,85)	0,79** (-2,23)
Crecimiento medio de las exportaciones reales	0,86 (-1,57)	0,93 (-0,51)	0,8 (-1,25)
Flexibilidad media del régimen de tipo de cambio			3,50*** (2,70)
Factores de riesgo con resoluciones abruptas			
Nivel inicial de activos financieros netos (porcentaje del PIB)		1,05** (2,19)	1,04 (1,54)
Logaritmo del nivel inicial del PIB per cápita		0,37 (-1,04)	0,41 (-0,93)
Saldo medio en la cuenta de ingreso neto		0,64 (-1,21)	0,74 (-0,84)
Brecha media del producto (economías avanzadas)		0,99 (-1,20)	0,99 (-1,41)
Apertura media de la cuenta de capital		0,39* (-1,79)	0,38* (-1,74)
Estructura política media		1,15* (1,65)	1,17 (1,52)
Crecimiento medio del PIB real per cápita		1,58 (1,12)	1,54 (1,05)
Crecimiento medio de las exportaciones reales		0,84 (-0,71)	1,17 (0,41)
Flexibilidad media del régimen de tipo de cambio			0,077* (-1,71)
Observaciones	96	96	96
Episodios	48	48	48

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las estadísticas Z están entre paréntesis; uno, dos y tres asteriscos denotan significación al nivel de 10%, 5% y 1%, respectivamente. Los promedios se calculan como valores medios respecto al período de déficit. Los coeficientes indican un cociente de disparidad con valores inferiores (superiores) a 1 que denotan un menor (mayor) riesgo de que concluya un episodio.

abrupta —lo cual corrobora la tesis de que la flexibilidad reduce la persistencia—, y que los regímenes cambiarios fijos están vinculados a episodios más cortos que terminan de manera abrupta.

Referencias

- Abiad, Abdul, Enrica Detragiache y Thierry Tresselt, de próxima publicación, “A New Database of Financial Reforms”, Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Abiad, Abdul, Daniel Leigh y Ashoka Mody, 2007, “International Finance and Income Convergence: Europe Is Different”, IMF Working Paper 07/64 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Aizenman, Joshua, 2006, “International Reserves Management and the Current Account”, NBER Working Paper No. 12734 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2007, “Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture”, NBER Working Paper No. 13277 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , y Yi Sun, 2008, “Globalization and the Sustainability of Large Current Account Imbalances: Size Matters”, NBER Working Paper No. 13734 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Aristovnik, Aleksander, 2006, “The Determinants and Excessiveness of Current Account Deficits in Eastern Europe and the Former Soviet Union”, William Davidson Institute Working Paper No. 827 (Ann Arbor, Michigan: University of Michigan).
- Ayden, B., de próxima publicación, “Banking Structure and Credit Growth in Central and Eastern European Countries”, Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Aziz, Jahangir, y Li Cui, 2007, “Explaining China’s Low Consumption: The Neglected Role of Household Income”, IMF Working Paper 07/181 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt y Ross Levine, 2000, “A New Database on Financial Development and Structure”, *World Bank Economic Review*, vol. 14, No. 3, págs. 597–605.
- Becker, Törbjörn, Olivier Jeanne, Paolo Mauro, Jonathan D. Ostry y Romain Rancière, 2007, *Country Insurance: The Role of Domestic Policies*, IMF Occasional Paper No. 254 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bems, R., e I. de Carvalho Filho, de próxima publicación, “Savings and the Precautionary Motive for Exporters of Exhaustible Resources”, Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bems, Rudolfs, y Philip Schellekens, 2007, “Finance and Convergence: What’s Ahead for Emerging Europe?”, IMF Working Paper 07/244 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Berg, Andrew, Jonathan D. Ostry y Jeromin Zettelmeyer, 2008, “What Makes Growth Sustained?”, IMF Working Paper 08/59 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Bordo, Michael, Alberto Cavallo y Christopher M. Meissner, 2007, “Sudden Stops: Determinants and Output Effects in the First Era of Globalization, 1880–1913”, NBER Working Paper No. 13489 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Brooks, Robin, y Kenichi Ueda, 2005, “User Manual for the Corporate Vulnerability Utility” (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Catão, L.A.V., 2007, “Sudden Stops and Currency Drops: A Historical Look”, en *The Decline of Latin American Economies: Growth, Institutions, and Crises*, National Bureau of Economic Research Conference Report, compilado por S. Edwards, G. Esquivel y G. Márquez (Chicago: University of Chicago Press), págs. 243–89.
- Cheung, Y.-W., y X.W. Qian, 2007, “Hoarding of International Reserves: Mrs. Machlup’s Wardrobe and the Joneses”, CESifo Working Paper No. 2065 (Munich: Center for Economic Studies e Ifo Institute for Economic Research).
- Chinn, Menzie, y Hiro Ito, 2006, “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions”, *Journal of Development Economics*, vol. 81 (octubre), págs. 163–92. Disponible en www.web.pdx.edu/~ito.
- Chinn, Menzie D., y Eswar S. Prasad, 2003, “Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration”, *Journal of International Economics*, vol. 59 (enero), págs. 47–76.
- Chinn, Menzie, y Shang-Jin Wei, 2008, “A Faith-Based Initiative: Do We Really Know That a Flexible Exchange Rate Regime Facilitates Current Account Adjustment?” (inédito; Madison, Wisconsin: University of Wisconsin). Disponible en www.ssc.wisc.edu/~mchinn/chinn_wei_ca.pdf.
- Claessens, Stijn, Neeltje Van Horen, Tugba Gurcanlar y Joaquín Mercado Sapiain, 2008, “Foreign Bank Presence in Developing Countries 1995–2006: Data and Trends” (inédito; Washington: Banco Mundial, marzo).
- Clemens, Michael A., y Jeffrey G. Williamson, 2004, “Wealth Bias in the First Global Capital Market

- Boom, 1870–1913”, *Economic Journal*, vol. 114, No. 495, págs. 304–37.
- Duenwald, Christoph K., Nikolay Gueorguiev y Andrea Schaechter, 2005, “Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine”, IMF Working Paper 05/128 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Edwards, Sebastian, 2007, “On Current Account Surpluses and the Correction of Global Imbalances”, NBER Working Paper No. 12904 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Esteves, Rui Pedro, 2008, “Between Imperialism and Capitalism. European Capital Exports Before 1914” (inédito; Oxford, Reino Unido: Oxford University).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2007, *Euro Area: 2007, Article IV Consultation—Staff Report*, IMF Country Report No. 07/260 (Washington, julio).
- Freund, Caroline, y Frank Warnock, 2005, “Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They Are, the Harder They Fall?”, NBER Working Paper No. 11823 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ghosh, Atish R., y Jonathan D. Ostry, 1995, “The Current Account in Developing Countries: A Perspective from the Consumption-Smoothing Approach”, *World Bank Economic Review*, vol. 9, No. 2, págs. 305–33.
- Ghosh, Atish R., Marco Terrones y Jeromin Zettelmeyer, 2008, “Exchange Rate Regimes and External Adjustment: New Answers to an Old Debate” (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, y Olivier Jeanne, 2007, “Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle”, CEPR Discussion Paper No. 6561 (Londres: Centre for Economic Policy Research, noviembre).
- Gruber, Joseph W., y Steven B. Kamin, 2007, “Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 26 (junio), págs. 500–22.
- , 2008, “Do Differences in Financial Development Explain the Global Pattern of Current Account Imbalances?”, International Finance Discussion Paper No. 923 (Washington: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, marzo).
- Hausmann, Ricardo, Lant Pritchett y Dani Rodrik, 2005, “Growth Accelerations”, *Journal of Economic Growth*, vol. 10 (diciembre), págs. 303–29.
- Herrmann, Sabine, y Axel Jochem, 2005, “Determinants of Current Account Developments in Central and East European EU Member States—Consequences for the Enlargement of the Euro Area”, Economic Studies Discussion Paper No. 32 (Fráncfort: Deutsche Bundesbank).
- Herrmann, Sabine, y Adalbert Winkler, 2008, “Real Convergence, Financial Markets, and the Current Account—Emerging Europe versus Emerging Asia”, ECB Occasional Paper No. 88 (Fráncfort: Banco Central Europeo, junio).
- Jeanne, Olivier, 2007, “International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, Brookings Institution, págs. 1–79.
- Kiefer, Nicholas M., 1988, “Economic Duration Data and Hazard Functions”, *Journal of Economic Literature*, vol. 26 (junio), págs. 646–79.
- Kozack, Julie, Douglas Laxton y Krishna Srinivasan, de próxima publicación, “Macroeconomic Implications of Sovereign Wealth Funds”, Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kumhof, Michael, y Douglas Laxton, 2007, “A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits”, IMF Working Paper 07/202 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Laeven, Luc, y Fabian Valencia, de próxima publicación, “Systemic Banking Crises: A New Database”, Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lane, Philip R., y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004”, IMF Working Paper 06/69 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2007, “Europe and Global Imbalances”, IMF Working Paper 07/144 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan Ostry, Alessandro Prati y Luca Antonio Ricci, 2008, *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, IMF Occasional Paper No. 261 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- López-Córdova, J. Ernesto, y Christopher M. Meissner, 2003, “Exchange Rate Regimes and International Trade: Evidence from the Classical Gold Standard Era”, *American Economic Review*, vol. 93 (marzo), págs. 344–53.
- Lucas, Robert, 1990, “Why Doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries?”, *American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 80 (mayo), págs. 92–96.

- Lunn, Mary, y Don McNeil, 1995, "Applying Cox Regression to Competing Risks", *Biometrics*, vol. 51 (junio), págs. 524–32.
- Marshall, Monty, Keith Jagers y Ted Gurr, 2004, "Polity IV Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800–2004", Center for International Development and Conflict Management (College Park, Maryland: University of Maryland).
- Meissner, Christopher M., y Alan M. Taylor, 2006, "Losing our Marbles in the New Century? The Great Rebalancing in Historical Perspective", en *Global Imbalances: As Giants Evolve*, actas de la conferencia del Banco de la Reserva de Boston sobre desequilibrios mundiales, Chatham, Massachusetts, 14–16 de junio. El estudio se publicó también como NBER Working Paper No. 12580 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), y CEPR Discussion Paper No. 5917 (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- Mihaljek, Dubravko, 2007, "The Role of Housing Markets and Foreign-Owned Banks in the Credit Expansion in Central and Eastern Europe", en *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning?* compilado por Inci Ötger y Charles Enoch (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Mitchener, Kris J., y Marc Weidenmier, de próxima publicación, "Trade and Empire", *Economic Journal*.
- Obstfeld, Maurice, y Alan M. Taylor, 2004, *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth* (Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press).
- O'Rourke, Kevin, y Jeffrey Williamson, 1999, *Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth-Century Atlantic Economy* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Ostry, Jonathan, 1997, "Current Account Imbalances in ASEAN Countries—Are They a Problem?", IMF Working Paper 97/51 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Prasad, Eswar S., Raghuram G. Rajan y Arvind Subramanian, 2007, "Foreign Capital and Economic Growth", IZA Discussion Paper No. 3186 (Bonn: Institute for the Study of Labor).
- Rahman, Jesmin, 2008, "Current Account Developments in New Member States of the European Union: Equilibrium, Excess, and EU-Phoria", IMF Working Paper 08/92 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Rajan, Raghuram G., y Arvind Subramanian, 2005, "Aid and Growth: What Does the Cross-Country Evidence Really Show?", NBER Working Paper No. 11513 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Rioja, Felix, y Neven Valev, 2004, "Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development", *Economic Inquiry*, vol. 42 (enero), págs. 127–40.
- Stone, Irving, 1999, *The Global Export of Capital from Great Britain, 1865–1914* (Nueva York: St. Martin's Press).
- Thomas, Alun, Jun Il Kim, y Aqib Aslam, 2008, "Equilibrium Non-Oil Current Account Assessments for Oil Producing Countries", IMF Working Paper 08/198 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Warnock, Francis E., y Veronica Cacdac Warnock, 2006, "International Capital Flows and U.S. Interest Rates", NBER Working Paper No. 12560 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Wooldridge, Jeffrey M., 2002, *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Zhang, Zhiwei, de próxima publicación, "Dark Matters in China's Current Account: Under-Recorded Profits for Foreign Investment", Working Paper (inédito; RAE de Hong Kong: Autoridades monetarias de Hong Kong).

DELIBERACIONES DEL DIRECTORIO EJECUTIVO DEL FMI SOBRE LAS PERSPECTIVAS, SEPTIEMBRE DE 2008

El Presidente Interino formuló las siguientes observaciones al término de las deliberaciones del Directorio Ejecutivo sobre las perspectivas de la economía mundial, el 19 de septiembre de 2008¹.

Perspectivas mundiales y cuestiones de política económica

Los directores ejecutivos señalaron que, tras una expansión de cuatro años, la economía mundial se está desacelerando rápidamente, confrontada con muchas fuerzas; especialmente, una profunda crisis financiera, una contracción del sector de la vivienda en varias economías avanzadas y una escalada de precios de las materias primas hasta hace unos meses. Muchas economías avanzadas se encuentran cerca de una recesión, y la actividad económica también se está desacelerando, en general, en las economías emergentes. De cara al futuro, los directores coincidieron en que la continua tensión de las condiciones financieras seguirá empañando considerablemente las perspectivas de crecimiento mundial. Dado que el incumplimiento crediticio continúa creciendo, las presiones sobre la posición de capital de las instituciones financieras seguirán siendo excepcionalmente altas. Por lo tanto, el necesario proceso de desapalancamiento será difícil y prolongado, y el acceso al crédito será muy restringido. Los directores subrayaron la incertidumbre excepcional de las perspectivas mundiales y la dificultad para predecir la gravedad de la desaceleración. No obstante, suponiendo que los diversos programas puestos en marcha por los gobiernos sean eficaces para reducir las tensiones en los mercados financieros y restablecer la con-

fianza, el personal técnico del FMI considera que los balances de las empresas no financieras, que aún se mantienen relativamente sólidos, en las economías avanzadas y la demanda interna flexible en las economías emergentes respaldarán el comienzo de una recuperación económica mundial a finales de 2009, a medida que se corrigen los efectos de los shocks de precios de las materias primas y se estabiliza la actividad en el sector de la vivienda de Estados Unidos.

Los directores señalaron que la incertidumbre con respecto a las perspectivas económicas es excepcionalmente notable, y los riesgos se inclinan claramente a la baja. El principal riesgo está vinculado con la posibilidad de que se deterioren aún más las condiciones financieras y que los ajustes de los balances sean más prolongados. Los directores reconocieron que, como lo demuestran los acontecimientos de las últimas semanas, aún no se han sentido plenamente todos los efectos de la crisis financiera, y podrían producirse otras turbulencias fuertes. Los riesgos de una mayor interacción negativa entre el sistema financiero y el sector real en las economías avanzadas han aumentado, así como los riesgos de que los efectos de arrastre sean más pronunciados en los mercados emergentes. Un nuevo debilitamiento considerable de los precios de las materias primas podría plantear un riesgo negativo para el crecimiento, que ya se está desacelerando, en varias economías emergentes exportadoras de materias primas.

Los directores subrayaron los difíciles desafíos a los que se enfrentan las autoridades en este momento, debido a las perspectivas inciertas y la turbulencia financiera. Primeramente y ante todo, las autoridades de las economías avanzadas deberán afrontar las tensiones en los mercados financieros

¹El 3 de octubre de 2008 el personal técnico del FMI presentó al Directorio Ejecutivo, en una reunión de carácter informal, las revisiones incluidas en *Perspectivas de la economía mundial* en vista de la evolución de los mercados financieros y de materias primas a nivel mundial desde las deliberaciones del Directorio Ejecutivo del 19 de septiembre. En este resumen se reflejan las actualizaciones presentadas y el debate celebrado en ese momento.

de forma coherente y sistemática, ajustando al mismo tiempo las políticas macroeconómicas para encontrar el equilibrio adecuado entre respaldar el crecimiento y combatir la inflación. Las autoridades financieras deberán seguir dando prioridad a la estabilización de las condiciones financieras; por ejemplo, haciendo frente a los problemas sistémicos mediante el suministro de liquidez y una intervención rápida cuando sea necesario y teniendo muy en cuenta asimismo la necesidad de evitar el riesgo moral. Para lograr estos objetivos probablemente se necesitarán políticas amplias y bien coordinadas. Con respecto a la política monetaria, dadas las condiciones crediticias restrictivas, el mayor temor al desempleo, el crecimiento contenido de los salarios y las expectativas de inflación, que aún están bien ancladas, el personal técnico del FMI considera que existe margen de maniobra para aplicar una política monetaria más expansiva en las economías avanzadas que mantienen tasas de interés reales relativamente altas. No obstante, varios otros directores estuvieron a favor de adoptar un enfoque prudente con respecto a la aplicación de una política monetaria más expansiva e hicieron hincapié en los riesgos de que se produzcan efectos de segunda ronda debidos a los recientes aumentos de la inflación y la necesidad de asegurar que las expectativas se mantengan bien ancladas. Con respecto a la política fiscal, los directores expresaron su satisfacción por el oportuno apoyo brindado a varias economías. No obstante, reiteraron la importancia de la consolidación a mediano plazo y, por lo tanto, recomendaron que las nuevas medidas fiscales se centren en hacer frente a los problemas financieros según sea necesario.

Tras los recientes descensos de precios de las materias primas y la desaceleración proyectada de la actividad mundial, los directores prevén que la inflación global se modere en las economías emergentes y en desarrollo. Esto significa que las políticas macroeconómicas podrían mantenerse sin cambios en un número creciente de estas economías, o incluso ser más expansivas, si las perspectivas parecen deteriorarse aún más. En otras economías, muchos directores observaron que las presiones de la inflación subyacente siguen siendo un motivo de preocupación. Señalaron que

estas economías afrontan mayores riesgos de que se produzcan efectos de segunda ronda que las economías avanzadas, debido a la mayor proporción de los alimentos y combustibles en las canastas de consumo y a la escasa capacidad excedentaria. Por lo tanto, muchos directores consideraron que las autoridades de estos países deben orientarse, en general, hacia la aplicación de políticas macroeconómicas más restrictivas. Además, estos directores subrayaron que la política monetaria debe ser el eje central de la estabilización a corto plazo en las economías con un régimen de metas de inflación y una gestión flexible del tipo de cambio, y reconocieron al mismo tiempo que las circunstancias difieren de un país a otro y los mercados de capital abiertos pueden plantear desafíos especiales en estos casos. Reconocieron los desafíos que afrontan los países con regímenes cambiarios muy regulados que ahora están, de hecho, importando la orientación acomodaticia de la política monetaria de Estados Unidos, mientras que aún registran un vigoroso crecimiento y superávits en cuenta corriente. Varios directores observaron que la adopción de tipos de cambio más flexibles ayudaría en algunos casos, dando mayor margen de maniobra para adaptarse a las condiciones monetarias y alentando un reequilibrio de la demanda en sus economías. Varios otros directores subrayaron que influyen otras consideraciones más amplias al elegir un régimen cambiario, y que en los países con tipos de cambio fijos, la política fiscal deberá ser el instrumento principal para aliviar cualquier presión excesiva sobre la demanda que ponga en peligro la viabilidad de la paridad. Varios directores señalaron que tal vez no sea necesario aplicar políticas monetarias y fiscales más restrictivas, ya que la inflación global probablemente se moderará a corto plazo y la desaceleración de la economía mundial reducirá la preocupación por el recalentamiento de la economía.

Economías avanzadas

Aunque la economía de Estados Unidos continuó creciendo a un ritmo moderado en el primer semestre de 2008, los directores coincidieron en que la actividad probablemente se desacelerará de forma apreciable en el segundo semestre. Dadas

las condiciones excepcionalmente inestables de los mercados financieros, la mayoría de los directores prevén un período prolongado en que el crecimiento se mantendrá a tasas muy bajas, seguido de una recuperación gradual que comenzaría a finales de 2009. El repunte estaría impulsado por un cambio de tendencia del consumo privado y la inversión residencial a medida que se estabilizan los precios de las materias primas y la vivienda, aunque se prevé que las condiciones financieras sigan siendo difíciles. Los directores prevén que las presiones subyacentes de los precios se frenarán a medida que aumente la capacidad ociosa en la economía en los próximos meses.

En estas circunstancias, los directores reconocieron que la política monetaria acomodaticia aplicada por las autoridades estadounidenses hasta el momento ha brindado respaldo a la economía, confrontada con tensiones financieras y la continua corrección del sector de la vivienda. Consideraron que la orientación acomodaticia de la política monetaria podría ser aún más expansiva si la situación se deteriora más. Del mismo modo, deberá adoptarse una política monetaria menos expansiva cuando la recuperación vaya cobrando impulso y se estabilicen las condiciones financieras. El programa de medidas de estímulo fiscal también ha facilitado un respaldo oportuno y eficaz a la actividad económica. No obstante, dados los desafíos de política fiscal a largo plazo, deberán aplicarse medidas adicionales para brindar respaldo específicamente al sector bancario y de la vivienda según sea necesario para mantener la estabilidad. Los directores expresaron su satisfacción por la reciente intervención en las empresas semipúblicas, que consideraron un paso importante para garantizar que sigan ofreciendo financiamiento para la vivienda, e hicieron hincapié en la necesidad de llevar a cabo una reforma fundamental de estas empresas a mediano plazo. A nivel más general, expresaron su satisfacción por los recientes esfuerzos adicionales de las autoridades para garantizar una resolución ordenada de la crisis actual, teniendo en cuenta al mismo tiempo la necesidad de contener el riesgo moral.

Los directores observaron que las economías de Europa occidental se han desacelerado considera-

blemente. La escalada de precios de los alimentos y el petróleo está debilitando los ingresos disponibles reales, mientras que las condiciones de financiamiento restrictivas han incrementado los costos de las hipotecas de los hogares y han desacelerado la inversión. En algunos países, especialmente el Reino Unido y España, la desaceleración en el sector de la vivienda ha tenido un impacto considerable en la actividad económica. Aunque al comenzar la turbulencia los bancos europeos se encontraban en una posición sólida, han estado expuestos en distinta medida a pérdidas derivadas de sus tenencias de activos relacionados con las hipotecas de alto riesgo estadounidenses, a unas condiciones de liquidez más restrictivas y al deterioro de la calidad del crédito. Como en Estados Unidos, las instituciones financieras se han visto fuertemente afectadas por los acontecimientos recientes y algunas han necesitado respaldo público. Dada la necesidad de continuar el proceso de desapalancamiento para restablecer la confianza, los directores consideraron que las condiciones crediticias probablemente seguirán siendo restrictivas, en general, durante algún tiempo. Se prevé que el crecimiento se mantenga débil durante un período prolongado antes de comenzar a recuperarse progresivamente a finales de 2009, a medida que se estabilizan los mercados de crédito y los precios de las materias primas, y se restablece la confianza.

Dada la perspectiva de un mayor debilitamiento de la actividad económica y las expectativas inflacionarias bien ancladas en general, así como las altas primas de riesgo, muchos directores consideraron que las presiones inflacionarias se reducirán a corto plazo, lo que dará margen de maniobra para aplicar políticas monetarias más acomodaticias. Los directores destacaron los beneficios de las políticas basadas en reglas y la necesidad a mediano plazo de sanear las finanzas públicas, e instaron a la firme adhesión a los marcos de política fiscal a nivel nacional y de la UE, lo que en general está en contra de los programas de estímulo fiscal, salvo si se materializan los riesgos a la baja. Además, un firme compromiso de actuar de manera concertada para resolver las crecientes tensiones en el sector financiero permitiría avanzar mucho en el

restablecimiento de unas condiciones más ordenadas en los mercados financieros.

Los directores observaron que las perspectivas a corto plazo de Japón se han deteriorado. Aunque las condiciones financieras se han endurecido en menor medida que en otras principales economías, en parte debido a la menor exposición de los bancos japoneses a los productos titulizados, los directores prevén que los altos precios de las materias primas y la desaceleración del crecimiento externo podrían pesar aún más sobre la actividad de las empresas y los consumidores. La mayoría de los directores consideraron que, dado que la economía se está debilitando y que las presiones subyacentes de los precios se mantienen contenidas, las condiciones monetarias deberían seguir siendo acomodaticias. Con respecto a la política fiscal, la prioridad continúa siendo la consolidación a mediano plazo, debido al rápido envejecimiento de la población y el aumento de la deuda pública, aunque podría dejarse que los estabilizadores automáticos operaran plenamente en caso de una desaceleración pronunciada.

Economías emergentes y en desarrollo

Se prevé que el crecimiento en las economías emergentes de Asia se moderará a corto plazo, pero se mantendrá en torno a la tendencia en muchos casos. No obstante, los directores hicieron hincapié en el mayor riesgo de que la desaceleración del crecimiento sea más pronunciada de lo previsto, debido a la intensificación de las tensiones en los mercados financieros y a una desaceleración más fuerte de lo previsto en los socios comerciales. Por otra parte, en algunos países es posible que la inflación se mantenga en niveles elevados, a pesar de la reciente disminución de los precios de las materias primas, ya que la capacidad excedentaria está en gran parte agotada. Por lo tanto, las políticas aplicadas por los países deberán adaptarse a sus circunstancias específicas, que son diversas. La mayoría de los directores consideraron que los países con regímenes cambiarios muy regulados podrían beneficiarse de la aplicación de una gestión cambiaria más flexible, que daría mayor margen de maniobra para el ajuste monetario y fomentaría el reequi-

librio mundial. Al mismo tiempo, los directores subrayaron que el reequilibrio mundial requerirá una conjunción de políticas adecuadas y complementarias y no puede depender solamente de los ajustes cambiarios. La moderación fiscal podría ayudar a reducir la preocupación por la inflación, mientras que los avances en la consolidación fiscal siguen siendo una prioridad importante para otros países en la región.

Los directores observaron que las economías de América Latina enfrentan una conjunción difícil de enfriamiento de la actividad, condiciones financieras volátiles e inflación persistentemente elevada. Si bien reconocieron que los riesgos para el crecimiento se inclinan cada vez más a la baja, en gran medida como consecuencia de la situación externa, muchos directores hicieron hincapié en que la prioridad de política en varios países sigue siendo la lucha contra la inflación. Aunque se ha aplicado una política monetaria más restrictiva, especialmente en los países con regímenes de metas de inflación, probablemente deberán adoptarse medidas adicionales en algunos países cuyas tasas de interés reales han pasado a ser sustancialmente negativas y cuya política económica está perdiendo credibilidad. Los cambios en los precios internacionales de los combustibles y los alimentos deberían ser trasladados a los mercados internos, con el respaldo de programas focalizados para proteger a los sectores pobres.

Los directores señalaron que, tras una prolongada expansión económica, la actividad en las economías emergentes de Europa ha comenzado a moderarse, y los Estados bálticos están experimentando fuertes correcciones porque han empezado a rectificarse los anteriores auges. Algunos países con déficits cuantiosos en cuenta corriente podrían ser vulnerables a bruscos cambios de sentido de los flujos de capital. Persiste la preocupación por las presiones inflacionarias, que deberían contenerse, especialmente en las economías de Europa sudoriental. Esto subraya la importancia de aplicar políticas macroeconómicas que guíen la economía hacia un aterrizaje suave, así como políticas prudenciales y regulatorias que limiten las vulnerabilidades de los balances.

El crecimiento del PIB real se mantiene sólido en la mayoría de los países de la Comunidad de

Estados Independientes, y sus puntales han sido las mejoras en los términos de intercambio y las políticas macroeconómicas expansivas, aunque las condiciones externas se están volviendo considerablemente más difíciles para algunos países. Los directores coincidieron en que deberán adoptarse políticas más enérgicas en muchos países de la región para contener las mayores presiones inflacionarias y las presiones externas. Para responder de manera integral a esta situación, la política económica tiene que conjugar una restricción monetaria con una mayor flexibilidad cambiaria, dentro de una orientación fiscal prudente. A más largo plazo, los directores hicieron hincapié en la necesidad de que la región siga reduciendo su vulnerabilidad a las variaciones de los precios de las materias primas mediante un proceso de diversificación de la economía, centrada actualmente en los productos primarios, a favor de otros productos.

Los directores se mostraron alentados por la expectativa de que el crecimiento en África subsahariana resistirá bien la desaceleración mundial, pero expresaron su preocupación por el impacto en la pobreza de la reciente subida de precios de los alimentos y combustibles, y por los riesgos de la desaceleración del financiamiento y las entradas de inversión. Los países exportadores de petróleo de esta región enfrentan el desafío de gestionar las ganancias extraordinarias derivadas de los altos niveles de los precios de las materias primas. Varios países importadores de petróleo, donde el shock de los términos de intercambio negativos ha minado los saldos fiscales y las posiciones externas, tienen que ajustar sus políticas macroeconómicas, y se precisa más asistencia de los donantes para ayudar a los países de bajo ingreso a hacer frente a los altos niveles de los precios de las materias primas.

Los directores observaron que la actividad continúa creciendo con vigor en Oriente Medio, respaldada por el alza de los precios del petróleo, la mejora del clima empresarial y el aumento del gasto público en los países exportadores de petróleo. Las presiones inflacionarias se mantienen elevadas o han aumentado considerablemente. Los directores recomendaron focalizar el gasto público en la infraestructura con el objeto de despejar los

estrangulamientos de la oferta, aunque algunos advirtieron que la intensificación de las presiones inflacionarias tal vez exija una mayor restricción del gasto corriente para contrarrestar el vigoroso crecimiento de la demanda privada. Varios directores señalaron que algunos países deberían considerar la posibilidad de abandonar el vínculo al dólar de EE.UU. Al mismo tiempo, los directores hicieron hincapié en la necesidad de seguir fortaleciendo los marcos de política macroeconómica y continuar con las reformas estructurales que son esenciales para las perspectivas de la región a mediano plazo. Las reformas del sector financiero serían importantes para desarrollar sistemas financieros que puedan respaldar un crecimiento alto y sostenido y una política monetaria más independiente.

Otras cuestiones

Con respecto a las tensiones en los mercados financieros, los directores hicieron hincapié en que las tareas inmediatas consisten en salvaguardar la estabilidad financiera, restablecer la solidez de los balances financieros, alentando la recuperación de las bases de capital, y evitar problemas sistémicos a través del suministro de liquidez y la intervención según sea necesario. Subrayaron que para ello deberán adoptarse medidas de política de gran alcance y bien coordinadas. A más largo plazo, deberán realizarse denodados esfuerzos para reforzar las bases para la intermediación financiera, teniendo en cuenta las enseñanzas derivadas de las deficiencias que ha dejado al descubierto la actual turbulencia financiera. Los objetivos primordiales son garantizar que a escala individual las instituciones gestionen el riesgo de una manera más eficaz y resistente, desarrollar nuevas técnicas de titulización para mejorar los incentivos y reforzar los sistemas de contabilidad y calificación crediticia para mejorar la transparencia. Otra tarea importante consiste en reforzar las estrategias de gestión y resolución de crisis; por ejemplo, definiendo claramente la función de los distintos organismos oficiales, fortaleciendo los sistemas de garantía de depósitos y garantizando el uso de instrumentos de intervención adecuados, procurando al mismo

tiempo evitar la intensificación del riesgo moral. En muchos de estos ámbitos, pero especialmente con el propósito de prevenir, gestionar y resolver las tensiones financieras, se necesita una mayor coordinación entre los países, dada la integración cada vez mayor entre las instituciones y los mercados financieros a nivel internacional.

Los directores opinaron, en general, que sería útil considerar la posibilidad de incorporar un componente macroeconómico en el marco financiero prudencial a fin de combatir el carácter inherentemente procíclico de la creación de crédito. Muchos directores consideraron que otra posibilidad sería ampliar el alcance de los marcos de política monetaria de manera que permitan amortiguar las fluctuaciones de precios de los activos. No obstante, varios otros directores se refirieron a la complejidad de este proceso y pusieron en duda sus posibles beneficios.

Los directores hicieron hincapié en que los esfuerzos multilaterales conjuntos son esenciales para aliviar las tensiones en los mercados financieros y de materias primas de manera duradera. Muchos directores coincidieron con el análisis del personal técnico del FMI presentado en el capítulo 3, en el que se señala que no hay muchos datos concretos que indiquen que el creciente interés de los inversionistas en las materias primas como activos alternativos, o la especulación haya tenido un efecto sistemático o duradero sobre los precios. Sin embargo, los vaivenes en la actitud de los mercados pueden haber contribuido a generar una dinámica de precios a corto plazo. No obstante, algunos directores plantearon otras cuestiones y solicitaron análisis adicionales, basados en datos más completos. Los directores consideraron que el interés debe centrarse en políticas que propicien un mejor equilibrio entre la oferta y la demanda a largo plazo, y en evitar medidas que puedan exacerbar la rigidez del mercado a corto plazo.

Los directores subrayaron que la estrategia multilateral avalada por el Comité Monetario y Financiero Internacional en 2005 y formulada en el marco de la Consulta Multilateral sobre los Desequilibrios Mundiales en 2006 y 2007 aún es válida, pero tiene que aplicarse de forma flexible. En este contexto, reconocieron que las cuestiones

relacionadas con los desequilibrios mundiales están cambiando. La consolidación fiscal en Estados Unidos sigue siendo un objetivo fundamental a mediano plazo, pero las recientes medidas de estímulo fiscal anticíclico y apoyo estatal para los sectores financieros y de la vivienda están justificadas con el objeto de aliviar la desaceleración actual y estabilizar los mercados. La zona del euro y Japón, por su parte, deberían avanzar en la aplicación de las reformas de los mercados de productos y de trabajo para elevar el crecimiento potencial de sus economías. China debe progresar aún más en el fortalecimiento de la demanda interna y seguir contribuyendo a la corrección de los desequilibrios mundiales. El reciente aumento de los superávits en los países exportadores de petróleo de Oriente Medio es la contrapartida inevitable de los niveles más altos de los precios del petróleo, dadas las limitaciones de absorción de la capacidad, y parece que el reciclaje de los superávits hacia las economías importadoras ha sido en general un mecanismo eficaz. No obstante, será importante garantizar un entorno transparente y abierto a los flujos de capital; por ejemplo, mediante la formulación definitiva de un conjunto de buenas prácticas para los fondos soberanos de inversión. El análisis del personal técnico del FMI muestra que se ha avanzado —aunque en forma desigual— en la realineación de las principales monedas del mundo. Se considera que el tipo de cambio efectivo real del dólar de EE.UU. en general está ahora más acorde con los parámetros fundamentales a mediano plazo, y cabe prever que esto ayudará a reducir el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos. No obstante, la realineación del dólar se atribuye principalmente a la depreciación frente al euro y no a las monedas de los principales países con superávits en cuenta corriente. Además, el tipo de cambio efectivo real se mantiene en un nivel alto, teniendo en cuenta los parámetros fundamentales. Los directores señalaron que en la evaluación del personal técnico del FMI se señala que el tipo de cambio de China aún está considerablemente subvaluado. En este momento, es importante resistir las presiones proteccionistas y avanzar en la liberalización comercial multilateral desbloqueando la Ronda de Doha.

APÉNDICE ESTADÍSTICO

En el apéndice estadístico se presentan datos históricos y proyecciones. Se divide en cinco secciones: supuestos, novedades, datos y convenciones, clasificación de los países y cuadros estadísticos.

En la primera sección se resumen los supuestos en los que se basan las estimaciones y proyecciones para 2008–09, así como el escenario a mediano plazo para 2010–13. En la segunda sección se presenta una breve descripción de los cambios en la base de datos y los cuadros estadísticos. En la tercera sección se presenta una descripción general de los datos y de las convenciones utilizadas para calcular las cifras compuestas de los grupos de países. La clasificación de los países en los diferentes grupos que se presentan en *Perspectivas de la economía mundial* se resume en la cuarta sección.

La última sección, y la más importante, contiene los cuadros estadísticos. Los datos que allí se presentan se han compilado sobre la base de la información disponible a principios de octubre de 2008. Para facilitar la comparación, las cifras correspondientes a 2008 y años posteriores tienen el mismo grado de precisión que las cifras históricas, pero, dado que se trata de proyecciones, no deberá inferirse que tienen el mismo grado de exactitud.

Supuestos

Se adoptan los siguientes supuestos: los *tipos de cambio* efectivos reales de las economías avanzadas permanecen constantes en su nivel medio durante el período comprendido entre el 18 de agosto y el 15 de septiembre de 2008. Para 2008 y 2009, dados estos supuestos, el tipo medio de conversión dólar de EE.UU./DEG es 1,596 y 1,567; el tipo medio de conversión dólar de EE.UU./euro es 1,52 y 1,50, y el de yen/dólar de EE.UU. es 106,5 y 108,3, respectivamente.

El *precio del petróleo* por barril será, en promedio, \$107,25 en 2008 y \$100,50 en 2009.

Las autoridades nacionales seguirán aplicando la *política económica* establecida. En el recuadro A1 se presentan en forma más detallada los supuestos de política económica en los que se basan las proyecciones para algunas economías avanzadas.

El nivel medio de las *tasas de interés* será, para la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) aplicable a los depósitos a seis meses en dólares de EE.UU., 3,2% en 2008 y 3,1% en 2009; para los depósitos a tres meses en euros, 4,8% en 2008 y 4,2% en 2009, y para los depósitos a seis meses en yenes, 1,0% en 2008 y 1,2% en 2009.

Con respecto a la *introducción del euro*, el 31 de diciembre de 1998 el Consejo de la Unión Europea decidió que, a partir del 1 de enero de 1999, los tipos de conversión irrevocablemente fijos entre el euro y las monedas de los Estados miembros que adopten el euro serán los que figuran a continuación.

Véase en el recuadro 5.4 de *Perspectivas de la economía mundial* (octubre de 1998) la explicación sobre cómo se establecieron los tipos de conversión.

1 euro =	13,7603	chelines austríacos
=	340,750	dracmas griegos ¹
=	200,482	escudos portugueses
=	40,3399	francos belgas
=	6,55957	francos franceses
=	40,3399	francos luxemburgueses
=	2,20371	florines neerlandeses
=	0,585274	libras chipriota ²
=	0,787564	libras irlandesas
=	0,42930	libras maltesas ³
=	1.936,27	liras italianas
=	1,95583	marcos alemanes
=	5,94573	marcos finlandeses
=	166,386	pesetas españolas
=	239,640	tólares eslovenos ⁴

¹Establecido el 1 de enero de 2001.

²Establecido el 1 de enero de 2008.

³Establecido el 1 de enero de 2008.

⁴Establecido el 1 de enero de 2007.

Recuadro A1. Supuestos de política en que se basan las proyecciones para algunas economías

Los *supuestos sobre la política fiscal* a corto plazo que se utilizan en *Perspectivas de la economía mundial* se basan en los presupuestos anunciados oficialmente, ajustados teniendo en cuenta las diferencias que pueda haber entre los supuestos macroeconómicos y los resultados fiscales proyectados por el personal técnico del FMI y por las autoridades nacionales. En las proyecciones fiscales a mediano plazo se toman en consideración las medidas de política económica cuya aplicación se considera probable. Cuando el personal técnico del FMI no cuenta con datos suficientes para evaluar las intenciones de las autoridades en cuanto al presupuesto y las perspectivas de que se apliquen las políticas, se supone que no hay variación alguna del saldo primario estructural, salvo indicación en contrario. A continuación se mencionan ciertos supuestos específicos que se emplean en el caso de algunas economías avanzadas (véanse también los cuadros B5–B7 del apéndice estadístico, donde figuran datos sobre los saldos fiscales y estructurales)¹.

Estados Unidos. Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto para el ejercicio 2009

¹La brecha de producción se calcula restando el producto potencial del producto efectivo y se expresa como porcentaje del producto potencial. Los saldos estructurales se expresan como porcentaje del producto potencial. El saldo presupuestario estructural es el saldo presupuestario que se observaría si el nivel del producto efectivo coincidiera con el del producto potencial. En consecuencia, las variaciones del saldo presupuestario estructural incluyen los efectos de las medidas fiscales temporales, el impacto de las fluctuaciones de las tasas de interés y del costo del servicio de la deuda, así como otras fluctuaciones no cíclicas del saldo presupuestario. Los cálculos del saldo presupuestario estructural se basan en las estimaciones del PIB potencial y de las elasticidades del ingreso y el gasto efectuadas por el personal técnico del FMI (véase el anexo I de la edición de octubre de 1993 de *Perspectivas de la economía mundial*). La deuda neta se define como la deuda bruta menos los activos financieros del gobierno general, que incluyen los activos que constituyen tenencias del sistema de seguridad social. Las estimaciones de la brecha del producto y del saldo estructural están sujetas a gran incertidumbre.

presentado por el gobierno y la revisión de mitad del período. Las proyecciones fiscales no reflejan el impacto de las intervenciones más recientes del gobierno en los mercados financieros y solo tienen en cuenta el apoyo por un monto de US\$25.000 millones a las empresas semipúblicas estimado por la Oficina del Presupuesto del Congreso en julio de 2008. Se realizan ajustes teniendo en cuenta las diferencias en las proyecciones macroeconómicas, así como los supuestos del personal técnico del FMI con respecto a lo siguiente: 1) el gasto de defensa adicional, basado en un análisis realizado por la Oficina del Presupuesto del Congreso, 2) una contracción más lenta del crecimiento del gasto discrecional y 3) un alivio continuo del impuesto mínimo alternativo después del ejercicio 2009. En las proyecciones también se da por supuesto que solo se logra en parte el ahorro propuesto con respecto al sistema de atención de la salud para la tercera edad (Medicare) y no se introducen las cuentas personales de ahorro jubilatorio.

Japón. Las proyecciones fiscales a mediano plazo suponen que los ingresos y gastos del gobierno general (excluida la seguridad social) se ajustan a la meta actual del gobierno de lograr un saldo fiscal primario (excluida la seguridad social) en el ejercicio 2011.

Alemania. Las proyecciones recogen las medidas anunciadas en la actualización del programa de estabilidad de 2007. Las proyecciones para 2008 incluyen pérdidas del ingreso debidas a la reforma de la tributación de las empresas y al recorte de las tasas de aportación a la seguridad social (seguro de desempleo). A mediano plazo, el gasto en atención de la salud se acelera por el envejecimiento de la población y la ausencia de una reforma del sistema de atención de la salud.

Francia. Las proyecciones fiscales para 2008 están basadas en la ley presupuestaria y presumen un aumento más fuerte del gasto en seguridad social, en gran medida debido a aumentos superiores a lo previsto de las erogaciones por atención de la salud. Las proyecciones a media-

no plazo reflejan los últimos pronósticos oficiales del ingreso tributario, pero presumen un gasto diferente (menor desaceleración) y distintos perfiles de ingresos no tributarios, acorde con el supuesto de que la política en este ámbito no variará.

Italia. Para 2009, la proyección se basa en la evaluación, realizada por el personal técnico del FMI, del programa fiscal que se anticipó en el presupuesto para 2009, tal como se aprobó en agosto de 2008. Para 2010–13 se presume un saldo primario estructural constante.

Reino Unido. Las proyecciones del ingreso a mediano plazo concuerdan con los supuestos macroeconómicos del personal técnico del FMI. Las proyecciones de gasto suponen que tras el saneamiento contemplado en el presupuesto para 2008, los gastos seguirán su curso, expresados como porcentaje del PIB, hasta 2012–13.

Canadá. Las proyecciones se basan en los pronósticos de referencia del presupuesto federal de 2008 y el enunciado económico de 2007, ajustados por el personal técnico del FMI para tener en cuenta diferencias en las proyecciones macroeconómicas. Las previsiones del FMI también incorporan los datos más recientes dados a conocer por la Oficina de Estadística de Canadá, incluidos los resultados presupuestarios de las provincias y los territorios hasta el primer trimestre de 2008.

Australia. Las proyecciones fiscales hasta el ejercicio 2011/12 se basan en el presupuesto publicado en mayo de 2008. En lo que respecta al resto del período, el personal técnico del FMI supone que no habrá modificaciones en las políticas.

Austria. Las proyecciones a partir de 2008 se basan en las políticas vigentes. Los supuestos sobre política fiscal a mediano plazo tienen en cuenta las futuras medidas de política anunciadas, incluidas las reducciones de impuestos, cuya aplicación se considera probable.

Bélgica. Las proyecciones para 2008 son estimaciones del personal técnico del FMI basadas en el presupuesto de 2008 votado por el Parlamento en mayo de 2008 y ajustadas en función

de los supuestos macroeconómicos. Las proyecciones para 2009 son estimaciones del personal técnico del FMI, ajustadas en función de los supuestos macroeconómicos y basadas en la presunción de que no habrá un cambio de política.

Brasil. Las proyecciones fiscales para 2008 se basan en la ley de pautas presupuestarias de 2008 y en declaraciones recientes de las autoridades. Para los años siguientes, el personal técnico supone que no habrá modificaciones en las políticas, con un nuevo aumento de la inversión pública acorde con las intenciones de las autoridades.

China. Las proyecciones para 2008 se basan en las estimaciones del personal técnico del FMI y los datos de los tres primeros meses, e incluyen algunos ajustes realizados por el FMI con respecto a la definición del saldo presupuestario global. En las proyecciones para 2009–13 se da por supuesto que el gasto aumentará, sobre todo en los sectores sociales, y que el déficit se mantendrá constante a alrededor del nivel proyectado para 2008 (alrededor de 1% del PIB).

Corea. Las proyecciones fiscales reflejan el presupuesto de 2008 y el presupuesto quinquenal a mediano plazo de 2009–13, con ciertos ajustes en función de las medidas anunciadas desde la aprobación del presupuesto, así como los supuestos del personal técnico del FMI y las proyecciones macroeconómicas.

Dinamarca. Las proyecciones para 2008 y 2009 coinciden con las últimas estimaciones presupuestarias oficiales y las proyecciones que les sirven de base, ajustadas de acuerdo con las presunciones macroeconómicas del personal técnico del FMI. Para 2009–13, las proyecciones llevan incorporados elementos críticos del anterior plan fiscal a mediano plazo, que forma parte del programa de convergencia de noviembre de 2007 presentado a la Unión Europea. Las proyecciones implican una convergencia del presupuesto hacia una posición cercana al equilibrio, tras un superávit inicial. Esa trayectoria está de acuerdo con el cierre de la brecha del producto proyectada por las autoridades a mediano plazo y con los objetivos de reducción de la deuda y sostenibilidad fiscal a largo plazo.

Recuadro A1 (conclusión)

España. Las proyecciones fiscales hasta 2010 se basan en el presupuesto de 2008 y las políticas esbozadas por las autoridades en el programa de estabilidad actualizado de 2007–10 —ajustado según las presunciones macroeconómicas del personal técnico del FMI—, información procedente de publicaciones estadísticas recientes y anuncios oficiales. Para los años subsiguientes se supone que no habrá cambios en estas políticas.

Grecia. Las proyecciones se basan en el presupuesto de 2008, el último programa de estabilidad, y otros pronósticos y datos proporcionados por las autoridades.

India. Las estimaciones para 2007 se basan en los datos sobre la ejecución presupuestaria. Las proyecciones para 2008 y los años siguientes se basan en la información publicada sobre los planes fiscales de las autoridades, con algunos ajustes en función de los supuestos del personal técnico del FMI.

México. Las proyecciones fiscales para 2008 se basan en el presupuesto de las autoridades y tienen en cuenta aumentos de precios del petróleo superiores a lo previsto en el presupuesto. Las proyecciones a partir de 2009 se basan en los cálculos del personal técnico del FMI de acuerdo con la Ley de Responsabilidad Fiscal del Gobierno Federal, que requiere un saldo global cero según la definición tradicional del presupuesto.

Nueva Zelanda. Las proyecciones fiscales hasta el ejercicio 2011/12 se basan en el presupuesto de 2008, publicado en mayo de 2008. Para el resto del período que abarcan las proyecciones, el personal técnico del FMI supone que no habrá modificaciones en las políticas. A partir del ejercicio fiscal 2006/07 la cuenta fiscal de Nueva Zelanda se basa en los principios de contabilidad generalmente aceptados y no se dispone de datos históricos comparables.

Países Bajos. Las proyecciones fiscales se basan en el presupuesto para 2007, el programa de estabilidad más reciente y otros pronósticos presentados por las autoridades.

Portugal. Las proyecciones fiscales para 2008–10 se basan en el supuesto de que no habrá modificaciones en las políticas recogidas en el informe

de orientación de la política presupuestaria de 2008. Estas proyecciones tienen en cuenta el ahorro anticipado generado por las reformas que ya se han adoptado (por ejemplo, la del sistema de seguridad social y la de la administración del sector público). A partir de 2011, no se supone un avance en el saneamiento fiscal y el saldo primario estructural se mantiene constante.

Región Administrativa Especial de Hong Kong. Las proyecciones fiscales para 2007–10 concuerdan con la estrategia oficial a mediano plazo que forma parte del presupuesto para el ejercicio 2007/08; las proyecciones para 2011–13 se basan en los supuestos macroeconómicos a mediano plazo del personal técnico del FMI.

Rusia. Las proyecciones fiscales para Rusia se basan en el presupuesto de 2008, el presupuesto a mediano plazo propuesto por las autoridades para 2009–11 y, para años posteriores, el límite del déficit no petrolero del gobierno federal tal como se establece en el código presupuestario. Las diferencias entre las proyecciones de gasto realizadas por el personal técnico del FMI y las de las autoridades a partir de 2009 reflejan principalmente supuestos diferentes con respecto al PIB real, la inflación y los ingresos.

Singapur. Para el ejercicio de 2007/08, las proyecciones en materia de gasto se basan en las cifras presupuestarias, mientras que las proyecciones sobre el ingreso reflejan las estimaciones del personal técnico del FMI con respecto al impacto de las nuevas medidas de política, incluido el aumento del impuesto sobre los bienes y servicios. En las proyecciones relativas a los ingresos a mediano plazo se da por supuesto que las ganancias de capital sobre las reservas fiscales se incluirán en la renta de la inversión.

Suecia. Las proyecciones fiscales se basan en la información publicada en el proyecto de política fiscal de 2009 (abril de 2008), con ajustes en función de datos fiscales nuevos y las opiniones del personal técnico del FMI sobre el ambiente macroeconómico.

Suiza. Las proyecciones correspondientes a 2008–13 se basan en los cálculos del personal técnico del FMI, que incluyen medidas para

restablecer el equilibrio en las cuentas federales y fortalecer las finanzas de la seguridad social.

Los *supuestos en materia de política monetaria* se basan en el marco de la política económica de cada país. En la mayoría de los casos, ello implica una orientación no acomodaticia con respecto al ciclo económico: las tasas de interés oficiales suben cuando los indicadores económicos muestran que la inflación prevista se elevará por encima de la tasa o banda de valores aceptables y bajan cuando, según los indicadores, la inflación prevista no excederá de la tasa o banda de valores aceptables, el crecimiento

del producto previsto es inferior a la tasa de crecimiento potencial y el margen de capacidad ociosa de la economía es considerable. A partir de esta base, se supone que la tasa interbancaria de oferta de Londres para los depósitos en dólares de EE.UU. a seis meses alcanzará un promedio de 3,2% en 2008 y 3,1% en 2009 (véase el cuadro 1.1). Se supone que la tasa de interés de los depósitos en euros a tres meses se situará en promedio en 4,8% en 2008 y 4,2% en 2009. Para la tasa de los depósitos en yenes a seis meses se supone un promedio de 1,0% en 2008 y 1,2% en 2009.

Novedades

En esta edición de *Perspectivas de la economía mundial* no ha habido modificaciones con respecto a la edición de abril de 2008.

Datos y convenciones

La base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* está constituida por datos y proyecciones sobre 183 países. Estos datos los llevan conjuntamente el Departamento de Estudios y los departamentos regionales del FMI; estos últimos actualizan regularmente las proyecciones sobre los países en base a un conjunto coherente de supuestos sobre la economía mundial.

Aunque los datos históricos y las definiciones provienen en última instancia de los organismos nacionales de estadística, en materia de estadísticas también participan organismos internacionales con el fin de armonizar las metodologías para la compilación nacional de datos, incluidos los marcos analíticos, conceptos, definiciones, clasificaciones y procedimientos de valoración empleados para elaborar estadísticas económicas. En la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* se incluye información de fuentes nacionales y de organismos internacionales.

La revisión exhaustiva del *Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN)* normalizado, la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos (MBP5)*,

el *Manual de estadísticas monetarias y financieras (MEMF)* y el *Manual de estadísticas de finanzas públicas (MEFP 2001)*, del FMI, han permitido mejorar considerablemente las normas en que se basan las estadísticas y los análisis económicos¹. El FMI participó activamente en todos los proyectos, sobre todo en el *Manual de Balanza de Pagos*, el *Manual de estadísticas monetarias y financieras* y el *Manual de estadísticas de finanzas públicas*, debido al especial interés de la institución en la situación de las cuentas externas, la estabilidad del sector financiero y el estado de las finanzas públicas de los países. El proceso de adaptación de los datos de los países a las nuevas definiciones se inició activamente cuando se publicaron los manuales. No obstante, la concordancia total depende, en última instancia, de que los compiladores de las estadísticas nacionales proporcionen datos revisados sobre los países; por consiguiente, las estimaciones que se presentan en esta publicación solo se

¹Banco Mundial, Comisión de las Comunidades Europeas, Fondo Monetario Internacional, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos y Naciones Unidas, *Sistema de Cuentas Nacionales 1993* (Bruselas/Luxemburgo, Nueva York, París y Washington, 1993); FMI, *Manual de Balanza de Pagos*, quinta edición (Washington, FMI, 1993); FMI, *Manual de estadísticas monetarias y financieras* (Washington, 2000), y FMI, *Manual de estadísticas de finanzas públicas* (Washington, 2001).

ajustan parcialmente a las definiciones de estos manuales.

Conforme a las recientes mejoras de las normas de declaración de estadísticas económicas, varios países han abandonado progresivamente el método tradicional con *base fija a un año* que usaban para calcular las variables macroeconómicas reales y de crecimiento, y han pasado a adoptar un sistema de *encadenamiento ponderado* para el cálculo del crecimiento agregado. Debido a los profundos cambios que ha sufrido recientemente la estructura de sus respectivas economías, estos países han tenido que revisar la manera en que miden el nivel del PIB real y el crecimiento. Al adoptar el sistema de encadenamiento ponderado para el cálculo del crecimiento agregado, que toma en cuenta la información sobre los precios corrientes, los países pueden medir el crecimiento del PIB de forma más exacta porque se elimina el sesgo por exceso en los nuevos datos². En la actualidad, Albania, Alemania, Australia, Austria, Azerbaiyán, Bélgica, Bulgaria, Canadá, Chipre, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Francia, Finlandia, Georgia, Grecia, Irlanda, Islandia, Italia, Japón, Kazajstán, Lituania, Luxemburgo, Malta, Noruega, Nueva Zelanda, los Países Bajos, Polonia, Portugal, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, la República Checa, Rusia, Suecia, Suiza y la zona del euro utilizan la metodología de encadenamiento ponderado para calcular los datos macroeconómicos reales. Sin embargo, los datos anteriores a 1996 (Albania), 1991 (Alemania), 1994 (Azerbaiyán), 1995 (Bélgica), 2000 (Bulgaria), 1995 (Chipre), 1995 (Eslovenia), 1995 (España), 2001 (Estonia), 1996 (Georgia), 2000 (Grecia), 1995 (Irlanda), 1990 (Islandia), 1994 (Japón), 1994 (Kazajstán), 1995 (Luxemburgo), 2000 (Malta), 1995 (Polonia), 1995 (la República Checa), 1995 (Rusia) y 1995 (la zona del euro) se basan en

²Charles Steindel, 1995, "Chain-Weighting: The New Approach to Measuring GDP", *Current Issues in Economics and Finance* (Banco de la Reserva Federal de Nueva York), vol. 1 (diciembre).

las cuentas nacionales no revisadas y están sujetos a revisiones en el futuro.

Los países miembros de la Unión Europea (UE) adoptaron un sistema armonizado para compilar las cuentas nacionales, que se conoce como SEC 1995. Toda la información sobre las cuentas nacionales a partir de 1995 se presenta según los lineamientos de este nuevo sistema. La revisión de los datos previos a 1995 por parte de las autoridades nacionales, a efectos de adaptarlos al nuevo sistema, ha avanzado, pero en algunos casos aún no ha concluido. En esos casos, se han ajustado cuidadosamente los datos históricos de *Perspectivas de la economía mundial* para evitar interrupciones en las series, pero al utilizar datos de cuentas nacionales de la UE previos a 1995 se deberá actuar con cautela hasta que las entidades estadísticas nacionales hayan concluido la revisión de los datos históricos. Véase el recuadro 1.2 de la edición de mayo de 2000 de *Perspectivas de la economía mundial*.

Los datos compuestos sobre los grupos de países que se presentan en *Perspectivas de la economía mundial* se calculan como la suma o el promedio ponderado de los datos de cada país. Salvo indicación en contrario, los promedios multianuales de las tasas de crecimiento se expresan como tasas anuales compuestas de variación³. Se utiliza el promedio aritmético ponderado para todos los datos, salvo la inflación y el crecimiento de la masa monetaria en el grupo de economías emergentes y en desarrollo, para los que se emplean promedios geométricos. Se aplican las convenciones siguientes:

- Los datos compuestos sobre los tipos de cambio, las tasas de interés y las tasas de crecimiento de los agregados monetarios en los grupos de países se ponderan por el PIB convertido a dólares de EE.UU., al promedio de los tipos de cambio de mercado del trienio

³Los promedios del PIB real y sus componentes, el empleo, el PIB per cápita, la inflación, la productividad de los factores, el comercio y los precios de los productos básicos se calculan con base en la tasa anual compuesta de variación; salvo el promedio de la tasa de desempleo, cuyo cálculo se basa en un promedio aritmético simple.

anterior, como proporción del PIB del grupo de países en cuestión.

- Las cifras compuestas sobre otros datos de la economía interna, ya sean tasas de crecimiento o razones, se ponderan por el PIB valorado según la PPA como proporción del PIB total mundial o el PIB del grupo de países en cuestión⁴.
- Las cifras compuestas sobre los datos de la economía interna de la zona del euro (15 países durante todo el período, salvo indicación en contrario) son agregados de datos provenientes de fuentes nacionales ponderados según el PIB. Las cifras anteriores a 1999 son agregados de datos para los que se usan los tipos de cambio de la unidad de cuenta europea de 1995.
- Los datos compuestos sobre las tasas de desempleo y el aumento del empleo se ponderan por la población activa de cada país como proporción de la población activa del correspondiente grupo de países.
- Los datos compuestos sobre el sector externo de la economía son las sumas de los datos de los distintos países convertidos a dólares de EE.UU. al promedio de los tipos de cambio de mercado de los años indicados en el caso de la balanza de pagos, y a los tipos de cambio de mercado vigentes al final del año en el caso de la deuda denominada en otras monedas. Las cifras compuestas correspondientes al comercio exterior, tanto en lo que se refiere al volumen como a los precios, son promedios aritméticos de las variaciones porcentuales de los distintos países ponderadas por el valor en dólares de EE.UU. de sus respectivos niveles de exportación o importación como proporción de la exportación o importación total mundial o del grupo (en el año anterior).

⁴Véanse el recuadro A2 de la edición de abril de 2004 de *Perspectivas de la economía mundial*, que presenta un resumen de las ponderaciones revisadas basadas en la PPA, y el anexo IV de la edición de mayo de 1993 de *Perspectivas de la economía mundial*. Véase también Anne-Marie Gulde y Marianne Schulze-Ghattas, "Purchasing Power Parity Based Weights for the World Economic Outlook", en *Staff Studies for the World Economic Outlook* (FMI, diciembre de 1993), págs. 106–23.

Las transacciones externas en monedas no convertibles de los países de Europa central y oriental (hasta 1990 inclusive) se convierten a dólares de EE.UU. al tipo de conversión implícito dólar de EE.UU./rublo obtenido partiendo de la base del tipo de cambio de cada moneda nacional frente al dólar de EE.UU. y frente al rublo.

Todos los datos se refieren al año civil, salvo los de los siguientes países, que se refieren al ejercicio fiscal: Australia, Egipto, Mauricio, Nepal, Nueva Zelandia, Pakistán, Samoa y Tonga (todos ellos, julio/junio), Haití (octubre/septiembre), y Myanmar y la República Islámica del Irán (ambos, abril/marzo).

Clasificación de los países

Resumen

En *Perspectivas de la economía mundial*, el mundo se divide en dos grandes grupos de países: economías avanzadas, y economías emergentes y en desarrollo⁵. Esta clasificación no se basa en criterios estrictos, económicos o de otro tipo, sino que ha ido evolucionando con el tiempo a fin de facilitar el análisis presentando los datos en forma razonablemente significativa. En el cuadro A se presenta un esquema general de los grupos utilizados normalmente en *Perspectivas de la economía mundial*, en el que se indica el número de países de cada grupo y la participación media que les correspondía en 2007 en el PIB agregado, valorado con base en la PPA, en la exportación total de bienes y servicios y en la población.

En estos grupos no se incluyen actualmente algunos países, como Cuba y la República Democrática Popular de Corea, porque no son miembros del FMI y este no efectúa un

⁵En el presente informe, el término "país" se usa no solo para referirse a entidades territoriales que constituyen un Estado según la acepción de esa palabra en el derecho y el uso internacionales, sino también para referirse a entidades territoriales que no son Estados, pero para las cuales se mantienen datos estadísticos en forma separada e independiente.

Cuadro A. Clasificación según los grupos utilizados en *Perspectivas de la economía mundial* y la participación de cada grupo en el PIB agregado, la exportación de bienes y servicios y la población, 2007¹
(Porcentaje del total del grupo o del total mundial)

	Número de países	PIB		Exportación de bienes y servicios		Población	
		Economías avanzadas	Mundo	Economías avanzadas	Mundo	Economías avanzadas	Mundo
Economías avanzadas	31	100,0	56,3	100,0	66,2	100,0	15,2
Estados Unidos		37,9	21,3	14,5	9,6	30,7	4,7
Zona del euro	15	28,6	16,1	44,3	29,4	32,3	4,9
Alemania		7,7	4,3	13,9	9,2	8,4	1,3
Francia		5,6	3,2	6,1	4,0	6,3	1,0
Italia		4,9	2,8	5,4	3,6	6,0	0,9
España		3,7	2,1	3,4	2,3	4,6	0,7
Japón		11,7	6,6	7,1	4,7	13,0	2,0
Reino Unido		5,9	3,3	6,5	4,3	6,2	0,9
Canadá		3,5	2,0	4,4	2,9	3,3	0,5
Otras economías avanzadas	12	12,5	7,0	23,2	15,3	14,4	2,2
<i>Partidas informativas</i>							
Principales economías avanzadas	7	77,2	43,5	57,9	38,3	73,8	11,2
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4	6,6	3,7	13,4	8,9	8,4	1,3
		Economías emergentes y en desarrollo	Mundo	Economías emergentes y en desarrollo	Mundo	Economías emergentes y en desarrollo	Mundo
Economías emergentes y en desarrollo	141	100,0	43,7	100,0	33,8	100,0	84,8
Por regiones							
África	47	6,8	3,0	7,4	2,5	15,0	12,7
Subsahariana	44	5,3	2,3	5,5	1,9	13,6	11,5
Excluidos Nigeria y Sudáfrica	42	2,8	1,2	2,8	0,9	10,1	8,6
América	32	18,9	8,3	15,1	5,1	10,0	8,5
Brasil		6,4	2,8	3,2	1,1	3,4	2,9
México		4,7	2,1	5,0	1,7	1,9	1,6
Comunidad de Estados Independientes ²	13	10,2	4,5	10,2	3,4	5,1	4,3
Rusia		7,3	3,2	6,8	2,3	2,6	2,2
Europa central y oriental	13	9,3	4,0	13,6	4,6	3,2	2,8
Oriente Medio	13	8,7	3,8	14,3	4,8	4,3	3,7
Países en desarrollo de Asia	23	46,1	20,1	39,3	13,3	62,3	52,9
China		24,8	10,8	23,2	7,8	24,0	20,4
India		10,5	4,6	4,1	1,4	21,2	18,0
Excluidos China e India	21	10,8	4,7	12,1	4,1	17,1	14,5
Por criterios analíticos							
Por fuentes de ingreso de exportación							
Combustibles	24	19,3	8,4	26,8	9,1	11,0	9,4
Otros productos	117	80,7	35,2	73,2	24,7	89,0	75,5
Productos primarios	20	1,7	0,7	2,1	0,7	4,0	3,4
Por fuentes de financiamiento externo							
Países deudores netos	116	55,1	24,1	47,1	15,9	64,8	55,0
Financiamiento oficial	30	3,4	1,5	2,4	0,8	10,6	9,0
Países deudores netos según el cumplimiento del servicio de la deuda							
Países que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2002–06	49	9,7	4,3	6,9	2,3	17,1	14,5
Otros países deudores netos	67	45,3	19,8	40,3	13,6	47,7	40,5
Otros grupos							
Países pobres muy endeudados	31	1,8	0,8	1,2	0,4	8,4	7,1
Oriente Medio y Norte de África	19	10,6	4,6	16,4	5,4	6,5	5,5

¹Las participaciones en el PIB se basan en la valoración del PIB de los distintos países con base en la paridad del poder adquisitivo (PPA). Los datos agregados corresponden a los países de cada grupo sobre los que se dispone de datos.

²Mongolia, que no es un Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro B. Economías avanzadas por subgrupos

Principales zonas monetarias	Otros subgrupos					
	Zona del euro		Economías asiáticas recientemente industrializadas	Principales economías avanzadas	Otras economías avanzadas	
Estados Unidos	Alemania	Grecia	Corea	Alemania	Australia	Nueva Zelandia
Zona del euro	Austria	Irlanda	Hong Kong, RAE de ¹	Canadá	Corea	Noruega
Japón	Bélgica	Italia	Singapur	Estados Unidos	Dinamarca	Singapur
	Chipre	Luxemburgo	Taiwan, provincia china de	Francia	Hong Kong, RAE de ¹	Suecia
	Eslovenia	Malta		Italia	Islandia	Suiza
	España	Países Bajos		Japón	Israel	Taiwan, provincia china de
	Finlandia	Portugal		Reino Unido		
	Francia					

¹El 1 de julio de 1997, la República Popular China recuperó su soberanía sobre Hong Kong, que se convirtió en una Región Administrativa Especial de China.

seguimiento de la evolución de sus economías, o porque aún no se han compilado completamente bases de datos, como en el caso de San Marino, país clasificado en el grupo de economías avanzadas, o Aruba, los Estados Federados de Micronesia, Islas Marshall y Palau, países que integran el grupo de economías en desarrollo. Cabe señalar asimismo que, debido a la falta de datos, en la composición de grupos de países no se incluyen Bosnia y Herzegovina, Brunei Darussalam, Eritrea, Iraq, Liberia, Montenegro, la República Islámica del Afganistán, Serbia, Somalia, Timor-Leste y Zimbabwe.

Características generales y composición de los grupos que conforman la clasificación de *Perspectivas de la economía mundial*

Economías avanzadas

En el cuadro B se presenta la composición de las economías avanzadas (31 países). Los siete países más importantes de este grupo por el nivel del PIB —Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia, el Reino Unido y Canadá— integran el subgrupo de las *principales economías avanzadas*, conocidas también como países del Grupo de los Siete (G-7). La zona del euro (15 países miembros) y las cuatro *economías asiáticas recientemente industrializadas* también forman subgrupos. Los datos compuestos que aparecen en los cuadros bajo

“zona del euro” se refieren, en todos los años, a los países miembros actuales, a pesar de que la composición ha aumentado en el transcurso de los años.

De 1991 en adelante, los datos sobre *Alemania* corresponden a Alemania occidental y los estados orientales (es decir, la antigua República Democrática Alemana). Para el período anterior a 1991 no se dispone de datos económicos unificados o totalmente comparables. Por lo tanto, los datos expresados como variación porcentual anual se aplican a Alemania occidental hasta 1991 inclusive, pero a la Alemania reunificada a partir de 1992. Hasta 1990 inclusive, en general los datos sobre las cuentas nacionales y la actividad económica y financiera interna corresponden solo a Alemania occidental; los datos sobre el gobierno central y la balanza de pagos corresponden a Alemania occidental hasta el 30 de junio de 1990 y a la Alemania reunificada después de esa fecha.

En el cuadro C figuran los países miembros de la Unión Europea; no todos están clasificados como economías avanzadas en *Perspectivas de la economía mundial*.

Cuadro C. Unión Europea

Alemania	España	Italia	Portugal
Austria	Estonia	Letonia	Reino Unido
Bélgica	Finlandia	Lituania	República Checa
Bulgaria	Francia	Luxemburgo	República Eslovaca
Chipre	Grecia	Malta	Rumania
Dinamarca	Hungría	Países Bajos	Suecia
Eslovenia	Irlanda	Polonia	

Cuadro D. Países de Oriente Medio y Norte de África

Arabia Saudita	Emiratos Árabes Unidos	Libano	República Árabe Siria
Argelia	Irán, República Islámica del	Libia	Sudán
Bahrein	Jordania	Marruecos	Túnez
Djibouti	Kuwait	Mauritania	Yemen,
Egipto		Omán	República del
		Qatar	

Economías emergentes y en desarrollo

El grupo de las economías emergentes y en desarrollo (141 países) está integrado por todos los países no clasificados como economías avanzadas.

El *desglose regional* de las economías emergentes y en desarrollo —África, América, Comunidad de Estados Independientes, Europa central y oriental, Oriente Medio y países en desarrollo de Asia— se ajusta en gran medida a la clasificación utilizada en *International Financial Statistics* del FMI. En ambas clasificaciones, Egipto y Libia forman parte de *Oriente Medio*, y no de África. A su vez, el grupo regional de Oriente Medio y Norte de África (OMNA), o países del OMNA, es un grupo utilizado en *Perspectivas de la economía mundial* que está integrado por países de las regiones de África y de Oriente Medio: los países de la Liga Árabe y la República Islámica del Irán (véase el cuadro D).

Las economías emergentes y en desarrollo también se han clasificado conforme a criterios analíticos. Los *criterios analíticos* reflejan la composición de los ingresos de exportación y otra renta que reciben los países del exterior, los regímenes cambiarios, la distinción entre países acreedores netos y deudores netos y, en el caso de estos últimos, los criterios financieros basados en las fuentes de financiamiento externo y en el cumplimiento del servicio de la deuda externa. En los cuadros E y F se presenta la composición detallada de las economías emergentes y en desarrollo clasificados por regiones y por criterios analíticos.

Según el criterio analítico, por *fuentes de ingresos de exportación*, se distinguen: *combustibles* (Clasificación Uniforme para el Comercio

Cuadro E. Economías emergentes y en desarrollo por regiones y fuentes principales de ingresos de exportación

	Combustibles	Otros productos primarios
África	Argelia Angola Congo, República del Gabón Guinea Ecuatorial Nigeria Sudán	Botswana Burkina Faso Burundi Chad Congo, República Democrática del Guinea Guinea-Bissau Malawi Mauritania Mozambique Sierra Leona Zambia
América	Ecuador Trinidad y Tabago Venezuela, República Bolivariana de	Chile Guyana Suriname
Comunidad de Estados Independientes	Azerbaiyán Kazajistán Rusia Turkmenistán	Mongolia Tayikistán Uzbekistán
Oriente Medio	Arabia Saudita Bahrein Emiratos Árabes Unidos Irán, República Islámica del Kuwait Libia Omán Qatar República Árabe Siria Yemen, República del	
Países en desarrollo de Asia		Papua Nueva Guinea Islas Salomón

Nota: Mongolia, que no es un Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Internacional (CUCI 3)) y otros productos dentro de estos se centra la atención en los *productos primarios no combustibles* (CUCI 0, 1, 2, 4 y 68).

Los criterios financieros se centran en los países acreedores netos, *países deudores netos* y *países pobres muy endeudados (PPME)*. Los países deudores netos se distinguen según otros dos

Cuadro F. Economías emergentes y en desarrollo por regiones, posición externa neta y clasificación de países pobres muy endeudados

	Posición externa neta		Países pobres muy endeudados	Posición externa neta		Países pobres muy endeudados
	Acreedor neto	Deudor neto ¹		Acreedor neto	Deudor neto ¹	
África						
Magreb						
Argelia	*					
Marruecos		*				
Túnez		*				
Subsahariana						
Sudáfrica		*				
Cuerno de África						
Djibouti		*				
Etiopía		●	*			
Sudán		*				
Grandes Lagos						
Burundi		●	*			
Congo, República Democrática del		*	*			
Kenya		*				
Rwanda		●	*			
Tanzania		●	*			
Uganda		*	*			
África meridional						
Angola	*					
Botswana	*					
Comoras		●				
Lesotho		*				
Madagascar		●	*			
Malawi		●	*			
Mauricio		*				
Mozambique		*	*			
Namibia	*					
Seychelles		*				
Swazilandia		*				
Zambia		●	*			
África occidental y central						
Cabo Verde		*				
Gambia		*	*			
Ghana		●	*			
Guinea		*	*			
Mauritania		*	*			
Nigeria	*					
Santo Tomé y Príncipe		*	*			
Sierra Leona		●	*			
Zona del franco CFA						
Benin		*	*			
Burkina Faso		●	*			
Camerún		*	*			
Chad		*	*			
Congo, República del		●	*			
Côte d'Ivoire		*				
Gabón	*					
Guinea-Bissau		*	*			
Guinea Ecuatorial		*				
Malí		*	*			
Níger		●	*			
Rep. Centroafricana		●	*			
Senegal		*	*			
Togo		*				
América						
México						
					*	
América del Sur						
Argentina					*	
Bolivia					*	
Brasil				●		*
Chile					*	
Colombia					*	
Ecuador					*	
Paraguay					*	
Perú					*	
Uruguay				●		
Venezuela, Rep. Boliv. de	*					
América Central						
Costa Rica					*	
El Salvador				●		
Guatemala				*		
Honduras				*		*
Nicaragua				*		*
Panamá				*		
El Caribe						
Antigua y Barbuda					*	
Bahamas, Las				*		
Barbados				*		
Belice				*		
Dominica				*		
Granada				●		
Guyana				*		*
Haití				●		*
Jamaica				*		
República Dominicana				*		
Saint Kitts y Nevis				*		
San Vicente y las Granadinas				●		
Santa Lucía				*		
Suriname				*		
Trinidad y Tabago	*					
Comunidad de Estados Independientes²						
Armenia				●		
Azerbaiyán				*		
Belarús				*		
Georgia				*		
Kazajstán				*		
Moldova				*		
Mongolia				●		
República Kirguisa				*		
Rusia	*					
Tayikistán				*		
Turkmenistán	*					
Ucrania	*					
Uzbekistán	*					
Europa central y oriental						
Albania					*	
Bulgaria					*	
Croacia					*	

Cuadro F (conclusión)

	Posición externa neta		Países pobres muy endeudados		Posición externa neta		Países pobres muy endeudados	
	Acreedor neto	Deudor neto ¹			Acreedor neto	Deudor neto ¹		
Estonia		*		Países en desarrollo de Asia				
Hungría		*			Bhután		•	
Letonia		*			Camboya		•	
Lituania		*			China	*		
Macedonia, ex República Yugoslava de		*			Fiji		*	
Polonia		*			Filipinas		*	
República Checa		*			Indonesia		*	
República Eslovaca		*			Islas Salomón		•	
Rumania		*			Kiribati	*		
Turquía		*			Malasia	*		
Oriente Medio					Myanmar		*	
Arabia Saudita	*				Papua Nueva Guinea	*		
Bahrein	*				Rep. Dem. Popular Lao		*	
Emiratos Árabes Unidos	*				Samoa		*	
Irán, República Islámica del	*			Tailandia		*		
Kuwait	*			Tonga		•		
Libia	*			Vanuatu		*		
Omán	*			Vietnam		•		
Qatar	*			Asia meridional				
Yemen, República del	*			Bangladesh		•		
Mashreq				India		*		
Egipto		*		Maldivas		*		
Jordania		*		Nepal		•		
Líbano		*		Pakistán		*		
República Árabe Siria		*		Sri Lanka		•		

¹Un punto en lugar de una estrella indica que la principal fuente de financiamiento externo del deudor neto es el financiamiento oficial.

²Mongolia, que no es un Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

criterios financieros: por *financiamiento oficial externo* y por *cumplimiento del servicio de la deuda*⁶.

El grupo de los PPME comprende los países considerados por el FMI y el Banco Mundial en la Iniciativa para la Reducción de la Deuda

de los Países Pobres Muy Endeudados, que tiene como objetivo la reducción de la carga de la deuda de todos los PPME habilitados hasta un nivel “sostenible”, en un período de tiempo razonablemente corto⁷.

⁶En 2002–06, 49 países incurrieron en atrasos en los pagos externos o celebraron acuerdos de reprogramación de deudas con acreedores oficiales o bancos comerciales. Este grupo se denomina *países que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2002–06*.

⁷Véase David Andrews, Anthony R. Boote, Syed S. Rizavi y Sukwinder Singh, *Alivio de la deuda para los países de bajo ingreso: Iniciativa reforzada para los países pobres muy endeudados*, Serie de folletos, No. 51-S del FMI (Washington: FMI, noviembre de 1999).

Lista de cuadros

Producto

A1. Resumen del producto mundial	293
A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total	294
A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real	295
A4. Economías emergentes y en desarrollo, por países: PIB real	297

Inflación

A5. Resumen de la inflación	301
A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor	302
A7. Economías emergentes y en desarrollo, por países: Precios al consumidor	303

Política financiera

A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general	307
---	-----

Comercio exterior

A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial	308
---	-----

Transacciones en cuenta corriente

A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente	310
A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente	311
A12. Economías emergentes y en desarrollo, por países: Balanza de pagos en cuenta corriente	312

Balanza de pagos y financiamiento externo

A13. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos netos de capital	316
A14. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos de capital privado	317
A15. Economías emergentes y en desarrollo: Reservas	318

Flujo de fondos

A16. Resumen del origen y destino del ahorro mundial	320
--	-----

Escenario de referencia a mediano plazo

A17. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo	324
--	-----

Cuadro A1. Resumen del producto mundial¹*(Variación porcentual anual)*

	Promedio 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Mundo	2,9	4,7	2,2	2,8	3,6	4,9	4,5	5,1	5,0	3,9	3,0	4,7
Economías avanzadas	2,7	4,0	1,2	1,6	1,9	3,2	2,6	3,0	2,6	1,5	0,5	2,5
Estados Unidos	3,1	3,7	0,8	1,6	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0	1,6	0,1	2,3
Zona del euro	...	3,8	1,9	0,9	0,8	2,1	1,6	2,8	2,6	1,3	0,2	2,2
Japón	1,5	2,9	0,2	0,3	1,4	2,7	1,9	2,4	2,1	0,7	0,5	1,7
Otras economías avanzadas ²	3,4	5,2	1,7	3,3	2,5	4,0	3,3	3,8	3,9	2,2	1,6	3,6
Economías emergentes y en desarrollo	3,2	5,9	3,8	4,8	6,3	7,5	7,1	7,9	8,0	6,9	6,1	6,9
Por regiones												
África	2,3	3,5	4,9	6,2	5,4	6,5	5,8	6,1	6,3	5,9	6,0	5,4
América	2,9	4,1	0,7	0,5	2,2	6,1	4,7	5,5	5,6	4,6	3,2	4,2
Comunidad de Estados Independientes ³	...	9,1	6,1	5,2	7,8	8,2	6,8	8,2	8,6	7,2	5,7	5,6
Europa central y oriental	1,2	4,9	0,4	4,2	4,8	6,9	6,1	6,7	5,7	4,5	3,4	5,0
Oriente Medio	4,3	5,5	2,6	3,8	7,1	5,8	5,7	5,7	5,9	6,4	5,9	5,4
Países en desarrollo de Asia	7,2	7,0	5,8	6,9	8,2	8,6	9,0	9,9	10,0	8,4	7,7	8,8
<i>Partida informativa</i>												
Unión Europea	2,0	3,9	2,1	1,4	1,5	2,7	2,2	3,3	3,1	1,7	0,6	2,8
Por criterios analíticos												
Por fuentes de ingresos de exportación												
Combustibles	-0,2	7,0	4,3	4,7	6,9	7,7	6,9	7,1	7,4	6,7	5,9	5,0
Otros productos	4,2	5,7	3,7	4,8	6,1	7,5	7,2	8,1	8,2	6,9	6,1	7,3
Productos primarios	3,1	3,3	4,0	3,5	4,8	7,2	5,8	5,1	5,8	5,4	5,3	5,4
Por fuentes de financiamiento externo												
Países deudores netos	3,1	4,7	2,2	3,2	4,6	6,3	6,1	6,8	6,6	5,6	4,7	5,8
Financiamiento oficial	4,3	4,8	4,2	3,9	5,3	6,4	7,0	7,2	7,1	6,4	5,7	6,4
Países deudores netos según el cumplimiento del servicio de la deuda												
Países que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2002–0606	3,3	3,3	2,6	1,6	5,7	6,7	6,7	6,7	6,5	5,8	4,9	5,5
Partidas informativas												
Mediana de la tasa de crecimiento												
Economías avanzadas	3,0	3,9	1,9	1,8	1,9	3,7	2,9	3,4	3,7	1,8	1,2	3,0
Economías emergentes y en desarrollo	3,3	4,3	3,6	4,0	4,9	5,5	5,6	6,2	6,0	5,5	5,0	5,1
Producto per cápita												
Economías avanzadas	2,0	3,3	0,5	1,0	1,3	2,6	1,9	2,4	1,9	0,9	-0,1	1,9
Economías emergentes y en desarrollo	1,6	4,6	2,4	3,4	4,9	6,1	5,8	6,6	6,7	5,6	4,8	5,5
Crecimiento mundial con base en los tipos de cambio	2,4	4,2	1,5	1,9	2,7	4,0	3,4	3,9	3,7	2,7	1,9	3,8
Valor del producto mundial en miles de millones de dólares de EE.UU.												
A tipos de cambio del mercado	27.383	31.916	31.677	32.954	37.048	41.677	45.022	48.665	54.585	62.054	64.168	82.523
En paridades del poder adquisitivo	31.729	41.748	43.659	45.634	48.252	52.000	55.924	60.610	65.281	69.229	72.395	93.305

¹PIB real.²En este cuadro "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón.³Mongolia, que no es Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A2. Economías avanzadas: PIB real y demanda interna total*(Variación porcentual anual)*

	Promedio 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	Cuarto trimestre ¹		
													2007	2008	2009
PIB real															
Economías avanzadas	2,7	4,0	1,2	1,6	1,9	3,2	2,6	3,0	2,6	1,5	0,5	2,5	2,6	0,7	1,0
Estados Unidos	3,1	3,7	0,8	1,6	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0	1,6	0,1	2,3	2,3	0,8	0,4
Zona del euro	...	3,8	1,9	0,9	0,8	2,1	1,6	2,8	2,6	1,3	0,2	2,2	2,1	0,4	0,6
Alemania	2,3	3,2	1,2	—	-0,2	1,2	0,8	3,0	2,5	1,8	—	1,7	1,7	0,7	0,6
Francia	1,9	3,9	1,9	1,0	1,1	2,5	1,9	2,2	2,2	0,8	0,2	2,8	2,2	-0,1	0,8
Italia	1,4	3,7	1,8	0,5	—	1,5	0,6	1,8	1,5	-0,1	-0,2	1,3	0,1	-0,1	0,2
España	2,8	5,1	3,6	2,7	3,1	3,3	3,6	3,9	3,7	1,4	-0,2	3,3	3,2	0,1	0,1
Países Bajos	3,1	3,9	1,9	0,1	0,3	2,2	2,0	3,4	3,5	2,3	1,0	2,2	4,1	0,8	2,3
Bélgica	2,3	3,8	0,9	1,4	1,0	2,7	2,0	2,9	2,8	1,4	0,2	2,4	2,4	0,4	0,9
Austria	2,5	3,7	0,5	1,6	0,8	2,5	2,9	3,4	3,1	2,0	0,8	2,2	2,7	1,2	1,0
Finlandia	1,5	5,0	2,6	1,6	1,8	3,7	2,8	4,9	4,5	2,5	1,6	2,3	4,0	1,6	1,9
Grecia	1,9	4,5	4,5	3,9	5,0	4,6	3,8	4,2	4,0	3,2	2,0	3,5	3,6	2,5	2,4
Portugal	3,4	3,9	2,0	0,8	-0,8	1,5	0,9	1,4	1,9	0,6	0,1	1,8	1,9	0,4	0,2
Irlanda	6,9	9,2	5,8	6,4	4,5	4,7	6,4	5,7	6,0	-1,8	-0,6	4,1	5,6	-3,3	2,1
Luxemburgo	4,7	8,4	2,5	4,1	2,1	4,9	5,0	6,1	4,5	2,3	1,8	3,4	3,1	1,3	2,4
Eslovenia	...	4,1	3,1	3,7	2,8	4,4	4,1	5,7	6,1	4,3	3,7	3,7	4,9	3,2	6,1
Chipre	3,7	5,0	4,0	2,1	1,9	4,2	3,9	4,0	4,4	3,4	2,8	4,1	4,4	2,4	3,6
Malta	5,0	-1,0	-1,6	2,6	-0,3	1,1	3,5	3,1	3,7	2,8	2,3	3,4	3,7	2,0	2,5
Japón	1,5	2,9	0,2	0,3	1,4	2,7	1,9	2,4	2,1	0,7	0,5	1,7	1,4	0,2	0,9
Reino Unido	2,2	3,9	2,5	2,1	2,8	2,8	2,1	2,8	3,0	1,0	-0,1	3,1	2,9	-0,3	0,7
Canadá	2,4	5,2	1,8	2,9	1,9	3,1	2,9	3,1	2,7	0,7	1,2	2,8	2,8	0,3	1,7
Corea	6,1	8,5	3,8	7,0	3,1	4,7	4,2	5,1	5,0	4,1	3,5	4,7	5,9	2,4	5,2
Australia	3,3	3,5	2,1	4,2	3,0	3,9	2,8	2,7	4,2	2,5	2,2	3,6	4,2	1,9	2,5
Taiwan, provincia china de	6,5	5,8	-2,2	4,6	3,5	6,2	4,2	4,9	5,7	3,8	2,5	5,0	6,4	2,5	5,8
Suecia	1,7	4,4	1,1	2,4	1,9	4,1	3,3	4,1	2,7	1,2	1,4	3,0	2,4	0,7	1,7
Suiza	1,1	3,6	1,2	0,4	-0,2	2,5	2,5	3,4	3,3	1,7	0,7	1,7	3,7	0,1	1,7
Hong Kong, RAE de	3,5	8,0	0,5	1,8	3,0	8,5	7,1	7,0	6,4	4,1	3,5	5,0	7,0	2,1	6,1
Dinamarca	2,4	3,5	0,7	0,5	0,4	2,3	2,5	3,9	1,7	1,0	0,5	1,6	1,5	3,1	-3,0
Noruega	3,6	3,3	2,0	1,5	1,0	3,9	2,7	2,5	3,7	2,5	1,2	2,2	4,7	1,4	0,9
Israel	5,4	8,9	-0,3	-0,6	1,8	5,0	5,1	5,2	5,4	4,3	2,8	3,7	5,8	2,4	4,2
Singapur	7,5	10,1	-2,4	4,2	3,5	9,0	7,3	8,2	7,7	3,6	3,5	5,5	5,4	4,0	4,4
Nueva Zelanda	2,5	3,8	2,6	4,9	4,1	4,5	2,7	1,9	3,2	0,7	1,5	2,9	3,7	—	1,5
Islandia	2,2	4,3	3,9	0,1	2,4	7,7	7,4	4,4	4,9	0,3	-3,1	3,3	6,4	-1,3	-6,0
<i>Partidas informativas</i>															
Principales economías avanzadas	2,5	3,6	1,0	1,2	1,8	2,9	2,3	2,7	2,2	1,2	0,1	2,2	2,0	0,5	0,6
Economías asiáticas recientemente industrializadas	6,1	7,7	1,2	5,5	3,2	5,9	4,8	5,6	5,6	4,0	3,2	4,9	6,1	2,6	5,4
Demanda interna real total															
Economías avanzadas	2,7	4,0	1,1	1,7	2,1	3,3	2,6	2,8	2,2	0,8	0,1	2,4	2,1	0,1	0,4
Estados Unidos	3,3	4,4	0,9	2,2	2,8	4,1	3,0	2,6	1,4	0,1	-0,9	2,2	1,4	-0,6	-0,3
Zona del euro	...	3,4	1,2	0,4	1,5	1,9	1,8	2,6	2,2	0,8	0,1	2,1	2,0	0,2	0,5
Alemania	2,3	2,2	-0,5	-2,0	0,6	-0,1	—	2,1	1,1	0,6	-0,2	1,3	1,3	0,2	0,5
Francia	1,6	4,4	1,7	1,1	1,8	3,4	2,7	2,4	2,9	0,9	0,6	2,8	2,6	0,3	1,0
Italia	1,3	3,0	1,6	1,3	0,8	1,3	0,8	1,8	1,3	-0,2	-0,4	1,5	0,1	—	-1,1
España	2,7	5,3	3,8	3,2	3,8	4,8	5,1	5,1	4,2	0,8	-1,9	3,0	3,6	-1,3	-1,0
Japón	1,4	2,4	1,0	-0,4	0,8	1,9	1,7	1,6	1,0	-0,3	0,4	1,8	0,1	-0,4	1,0
Reino Unido	2,2	3,9	3,0	3,2	2,9	3,4	1,9	2,6	3,6	0,8	-0,6	3,2	3,5	-1,1	0,3
Canadá	1,8	4,8	1,2	3,2	4,6	4,2	4,8	4,7	4,3	2,9	1,6	3,0	6,3	0,9	1,5
Otras economías avanzadas	4,1	5,5	0,3	3,9	1,4	4,8	3,3	3,7	4,5	2,8	2,4	3,8	4,6	2,6	2,3
<i>Partidas informativas</i>															
Principales economías avanzadas	2,5	3,7	1,1	1,3	2,2	3,1	2,3	2,5	1,7	0,3	-0,3	2,2	1,6	-0,4	0,2
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,9	7,8	-0,1	4,5	0,1	4,9	2,6	4,0	4,4	3,1	3,2	4,3	5,0	3,3	3,5

¹Con respecto al cuarto trimestre del año anterior.

Cuadro A3. Economías avanzadas: Componentes del PIB real*(Variación porcentual anual)*

	Promedios de 10 años										2008	2009	
	1990-99	2000-09	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007			
Gasto de consumo privado													
Economías avanzadas	2,8	2,2	3,8	2,3	2,2	1,9	2,8	2,5	2,7	2,6	0,9	—	
Estados Unidos	3,3	2,5	4,7	2,5	2,7	2,8	3,6	3,0	3,0	2,8	0,5	-0,9	
Zona del euro	...	1,4	3,1	2,0	0,9	1,3	1,6	1,6	1,8	1,5	0,3	-0,1	
Alemania	2,4	0,2	2,4	1,9	-0,8	0,1	0,1	0,2	1,0	-0,4	-1,0	-1,1	
Francia	1,6	2,2	3,6	2,6	2,4	2,0	2,5	2,6	2,3	2,4	0,8	0,4	
Italia	1,6	0,8	2,4	0,7	0,2	1,0	0,7	0,9	1,1	1,4	-0,3	-0,3	
España	2,5	3,0	5,0	3,4	2,8	2,9	4,2	4,2	3,9	3,5	1,1	-1,3	
Japón	1,9	1,2	0,7	1,6	1,1	0,4	1,6	1,3	2,0	1,5	0,7	0,6	
Reino Unido	2,5	2,6	4,7	3,1	3,5	3,0	2,9	1,9	2,1	3,0	2,0	—	
Canadá	2,2	3,5	4,0	2,3	3,6	3,0	3,3	3,7	4,3	4,5	3,9	2,2	
Otras economías avanzadas	4,1	3,2	5,6	2,6	3,9	1,1	3,5	3,4	3,5	4,2	2,2	1,7	
<i>Partidas informativas</i>													
Principales economías avanzadas	2,6	2,0	3,6	2,2	2,0	2,0	2,6	2,3	2,5	2,3	0,6	-0,3	
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,9	3,4	7,4	3,3	5,1	-0,3	2,4	3,4	3,8	4,3	2,1	2,1	
Consumo público													
Economías avanzadas	1,9	2,2	2,5	2,8	3,3	2,3	1,8	1,2	1,7	2,1	2,2	1,7	
Estados Unidos	1,1	2,1	1,7	3,1	4,3	2,5	1,5	0,3	1,6	1,9	2,5	1,7	
Zona del euro	...	1,9	2,4	2,1	2,4	1,8	1,4	1,5	2,0	2,2	1,8	1,6	
Alemania	2,0	1,0	1,4	0,5	1,5	0,4	-0,7	0,4	0,6	2,2	2,0	2,0	
Francia	1,7	1,6	1,9	1,2	1,9	2,0	2,3	1,2	1,3	1,4	1,4	1,6	
Italia	0,2	1,8	2,2	3,9	2,4	1,9	2,2	1,9	0,8	1,2	0,8	0,4	
España	3,3	4,6	5,3	3,9	4,5	4,8	6,3	5,5	4,6	4,9	3,9	2,9	
Japón	3,0	1,7	4,3	3,0	2,4	2,3	1,9	1,6	-0,4	0,7	0,4	1,0	
Reino Unido	1,2	2,6	3,1	2,4	3,4	3,5	3,4	1,7	1,6	1,8	2,3	2,6	
Canadá	0,9	2,8	3,1	3,9	2,5	3,1	2,0	1,5	3,8	3,7	4,1	0,9	
Otras economías avanzadas	3,6	2,8	2,4	3,1	3,6	2,1	1,9	2,4	3,2	2,8	3,4	3,0	
<i>Partidas informativas</i>													
Principales economías avanzadas	1,5	1,9	2,3	2,7	3,2	2,3	1,6	0,9	1,2	1,7	2,0	1,5	
Economías asiáticas recientemente industrializadas	5,2	3,4	2,9	3,7	4,5	2,4	1,8	3,0	4,0	3,6	4,4	3,9	
Formación bruta de capital fijo													
Economías avanzadas	3,4	1,7	5,0	-0,8	-1,5	2,2	4,6	4,5	3,8	1,8	-0,5	-1,9	
Estados Unidos	5,1	0,8	6,1	-1,7	-3,5	3,2	6,1	5,8	2,0	-2,0	-2,7	-4,6	
Zona del euro	...	2,1	4,9	0,5	-1,4	1,4	2,4	3,0	5,0	4,3	2,2	-0,6	
Alemania	2,7	1,0	3,0	-3,7	-6,1	-0,3	-0,3	1,1	7,7	4,3	5,2	-0,5	
Francia	1,4	2,8	7,2	2,4	-1,7	2,2	3,6	4,4	4,8	4,9	1,1	-0,1	
Italia	1,1	1,8	6,3	2,7	3,7	-1,2	2,3	0,7	2,5	1,2	0,2	0,2	
España	3,3	3,6	6,6	4,8	3,4	5,9	5,1	7,0	7,1	5,3	-1,9	-6,0	
Japón	—	-0,3	1,2	-0,9	-4,9	-0,5	1,4	3,1	1,3	-0,6	-2,3	-0,4	
Reino Unido	2,3	1,9	2,7	2,6	3,6	1,1	4,9	2,2	6,0	7,1	-4,0	-6,1	
Canadá	1,9	4,5	4,7	4,0	1,6	6,2	7,8	9,2	7,1	3,9	1,3	0,2	
Otras economías avanzadas	4,9	4,0	6,8	-4,4	3,8	2,8	7,3	4,7	5,4	6,6	3,5	3,5	
<i>Partidas informativas</i>													
Principales economías avanzadas	3,2	1,1	4,8	-0,6	-2,6	1,9	4,3	4,4	3,2	0,5	-1,3	-2,8	
Economías asiáticas recientemente industrializadas	7,1	3,6	10,5	-5,9	2,2	2,3	7,8	2,0	4,0	5,1	2,8	5,5	

Cuadro A3 (conclusión)

	Promedios de 10 años		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	1990-99	2000-09										
Demanda interna final												
Economías avanzadas	2,5	2,0	3,6	1,8	1,5	2,1	2,9	2,7	2,7	2,2	0,7	-0,3
Estados Unidos	3,3	2,1	4,5	1,8	1,8	2,8	3,8	3,1	2,6	1,8	0,3	-1,1
Zona del euro	...	1,7	3,4	1,7	0,7	1,4	1,7	1,8	2,5	2,3	1,0	0,1
Alemania	2,4	0,6	2,0	0,4	-1,4	0,1	-0,1	0,4	2,2	1,1	1,0	-0,3
Francia	1,6	2,2	3,9	2,2	1,4	2,1	2,7	2,6	2,5	2,7	1,0	0,6
Italia	1,2	1,2	3,1	1,7	1,3	0,7	1,4	1,1	1,3	1,4	—	-0,1
España	2,8	3,4	5,4	3,9	3,2	4,0	4,8	5,2	4,9	4,2	0,7	-1,9
Japón	1,5	0,9	1,4	1,2	-0,2	0,5	1,6	1,9	1,4	0,9	-0,1	0,4
Reino Unido	2,2	2,5	4,1	2,9	3,5	2,8	3,3	1,9	2,6	3,4	1,0	-0,5
Canadá	1,8	3,6	4,0	2,9	3,0	3,7	3,9	4,4	4,8	4,2	3,3	1,5
Otras economías avanzadas	4,2	3,3	5,4	0,9	3,7	1,7	4,0	3,4	3,8	4,6	2,7	2,5
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	2,5	1,8	3,6	1,7	1,3	2,0	2,8	2,5	2,4	1,8	0,5	-0,4
Economías asiáticas recientemente industrializadas	6,1	3,4	7,6	0,8	4,1	0,8	3,5	3,0	3,9	4,5	2,6	3,3
Acumulación de existencias¹												
Economías avanzadas	—	—	0,1	-0,6	—	0,1	0,3	-0,1	—	-0,1	-0,2	0,1
Estados Unidos	0,1	—	-0,1	-0,9	0,4	—	0,4	-0,1	—	-0,4	-0,1	0,3
Zona del euro	...	-0,1	—	-0,5	-0,3	0,1	0,2	—	0,1	—	-0,2	—
Alemania	-0,1	-0,2	-0,1	-0,9	-0,6	0,5	—	-0,4	—	0,1	-0,6	0,1
Francia	—	—	0,5	-0,4	-0,4	-0,3	0,7	0,1	-0,1	0,3	-0,2	—
Italia	—	—	-0,2	0,1	—	0,1	-0,1	-0,2	0,5	-0,1	0,3	-0,3
España	-0,1	—	-0,1	-0,1	—	-0,1	—	-0,1	0,2	-0,1	0,1	—
Japón	-0,1	0,1	1,0	-0,2	-0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,1	-0,2	—
Reino Unido	—	—	-0,1	0,1	-0,3	0,2	—	—	—	0,2	-0,2	—
Canadá	—	—	0,8	-1,7	0,2	0,8	0,1	0,3	-0,1	0,1	-0,4	0,2
Otras economías avanzadas	—	—	0,1	-0,5	0,1	-0,2	0,6	-0,1	-0,1	—	0,2	-0,1
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	—	—	0,2	-0,6	0,1	0,1	0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	0,1
Economías asiáticas recientemente industrializadas	-0,1	—	0,1	-0,8	0,3	-0,6	1,1	-0,4	0,1	-0,1	0,4	-0,1
Saldo de la balanza de pagos¹												
Economías avanzadas	—	—	-0,1	—	-0,2	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,7	0,5
Estados Unidos	-0,2	—	-0,9	-0,2	-0,7	-0,4	-0,7	-0,2	—	0,6	1,4	1,0
Zona del euro	...	0,2	0,5	0,7	0,5	-0,7	0,2	-0,2	0,2	0,4	0,4	0,2
Alemania	—	1,0	1,1	1,7	2,0	-0,8	1,4	0,7	1,0	1,4	1,3	0,2
Francia	0,3	-0,4	-0,5	0,1	-0,1	-0,7	-0,9	-0,8	-0,3	-0,8	—	-0,4
Italia	0,1	-0,1	0,6	0,2	-0,8	-0,8	0,2	-0,3	—	0,1	0,2	0,1
España	-0,2	-0,5	-0,4	-0,2	-0,6	-0,8	-1,7	-1,6	-1,2	-0,7	0,5	1,7
Japón	0,1	0,5	0,5	-0,8	0,7	0,7	0,8	0,3	0,8	1,1	0,9	0,1
Reino Unido	—	-0,2	—	-0,5	-1,1	-0,1	-0,7	0,1	0,1	-0,7	0,2	0,5
Canadá	0,6	-0,9	0,6	0,7	-0,1	-2,5	-0,9	-1,7	-1,3	-1,5	-2,1	-0,4
Otras economías avanzadas	0,3	0,7	0,7	0,9	0,2	1,2	0,5	0,9	1,0	0,6	0,4	0,3
<i>Partidas informativas</i>												
Principales economías avanzadas	—	0,1	-0,2	—	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	0,1	0,4	0,9	0,5
Economías asiáticas recientemente industrializadas	0,1	1,6	0,3	1,1	1,1	3,0	1,8	2,5	2,2	1,9	1,3	0,5

¹Variaciones expresadas como porcentaje del PIB del período anterior.

Cuadro A4. Economías emergentes y en desarrollo, por países: PIB real¹

(Variación porcentual anual)

	Promedio 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
África	2,3	3,5	4,9	6,2	5,4	6,5	5,8	6,1	6,3	5,9	6,0	5,4
Argelia	1,5	2,2	2,7	4,7	6,9	5,2	5,1	2,0	4,6	4,9	4,5	5,2
Angola	0,6	3,0	3,1	14,5	3,3	11,2	20,6	18,6	21,1	16,0	12,8	0,1
Benin	4,9	4,9	6,2	4,5	3,9	3,1	2,9	3,8	4,6	5,1	5,7	6,0
Botswana	6,0	8,4	4,7	5,3	6,4	6,6	4,7	3,4	5,7	5,3	4,6	5,0
Burkina Faso	5,1	1,8	6,6	4,7	7,3	4,6	7,1	5,5	3,6	4,5	5,6	6,0
Burundi	-1,3	-0,9	2,1	4,4	-1,2	4,8	0,9	5,1	3,6	4,5	5,0	5,5
Camerún ²	0,3	4,2	4,5	4,0	4,0	3,7	2,3	3,2	3,5	3,8	4,6	5,3
Cabo Verde	6,1	7,3	6,1	5,3	4,7	4,3	6,5	10,8	6,9	6,0	6,5	6,7
Chad	3,2	-0,9	11,7	8,5	14,7	33,6	7,9	0,2	0,2	0,4	5,0	2,4
Comoras	1,5	1,4	3,3	4,1	2,5	-0,2	4,2	1,2	0,5	0,5	1,7	4,5
Congo, República del	0,8	7,6	3,8	4,6	0,8	3,5	7,8	6,2	-1,6	9,1	12,1	1,4
Congo, República Democrática del	-5,6	-6,9	-2,1	3,5	5,8	6,6	7,9	5,6	6,3	10,0	10,3	7,3
Côte d'Ivoire	3,5	-4,6	—	-1,6	-1,7	1,6	1,9	0,7	1,6	2,9	4,7	6,4
Djibouti	-1,2	0,5	2,0	2,6	3,2	3,0	3,2	4,8	5,3	5,9	6,9	7,2
Eritrea	...	-12,4	8,8	3,0	-2,7	1,5	2,6	-1,0	1,3	1,2	2,0	4,8
Etiopía	2,6	5,9	7,7	1,2	-3,5	9,8	12,6	11,6	11,4	8,4	6,5	7,7
Gabón	2,4	-1,9	2,1	-0,3	2,4	1,1	3,0	1,2	5,6	3,9	7,0	1,5
Gambia	4,2	5,5	5,8	-3,2	6,9	7,0	5,1	6,5	6,3	5,5	6,0	5,5
Ghana	4,5	3,7	4,2	4,5	5,2	5,6	5,9	6,4	6,3	6,5	5,8	6,8
Guinea	4,2	2,9	3,8	4,2	1,2	2,3	3,0	2,4	1,8	4,5	4,7	5,3
Guinea-Bissau	0,6	7,5	0,2	-7,1	-0,6	2,2	3,2	1,8	2,5	3,2	3,1	3,9
Guinea Ecuatorial	29,2	18,2	63,4	19,5	14,0	38,0	9,7	1,3	21,4	7,4	4,6	1,2
Kenya	2,1	0,6	4,7	0,3	2,8	4,6	5,9	6,4	7,0	3,3	6,4	6,5
Lesotho	4,0	2,3	1,8	2,8	2,7	4,2	2,9	7,2	4,9	5,2	5,4	5,2
Liberia	...	29,3	2,9	3,7	-31,3	2,6	5,3	7,8	9,5	8,6	14,3	12,0
Madagascar	1,6	4,5	6,0	-12,4	15,3	3,3	4,7	6,6	6,4	2,1	7,5	6,1
Malawi	3,9	0,8	-4,1	1,9	4,2	5,0	2,3	8,2	7,9	7,1	7,8	6,5
Malí	5,5	-3,2	12,1	4,3	7,2	2,4	6,1	5,3	3,1	4,8	5,2	4,5
Marruecos	2,6	1,8	7,6	3,3	6,3	4,8	3,0	7,8	2,7	6,5	5,5	6,0
Mauricio	5,8	7,2	4,2	1,5	3,8	4,8	3,1	3,6	4,2	6,6	6,2	5,1
Mauritania	2,6	1,9	2,9	1,1	5,6	5,2	5,4	11,4	1,0	5,0	6,8	6,2
Mozambique, República de	6,4	1,5	12,3	9,2	6,5	7,9	8,4	8,7	7,0	6,5	6,7	6,5
Namibia	3,8	3,5	2,4	6,7	3,5	6,6	4,7	3,9	3,6	3,9	4,2	4,6
Níger	1,1	-2,6	7,4	5,3	7,7	-0,8	7,4	5,2	3,2	4,4	4,5	4,4
Nigeria	1,1	-2,6	7,4	5,3	7,7	-0,8	7,4	5,2	3,2	4,4	4,5	4,4
República Centroafricana	0,4	1,8	0,3	-0,6	-7,6	1,0	2,4	4,0	4,2	3,5	4,5	5,0
Rwanda	-0,1	8,1	8,5	11,0	0,3	5,3	7,1	5,5	6,0	6,0	5,6	5,6
Santo Tomé y Príncipe	1,2	0,4	3,1	11,6	5,4	6,6	5,7	6,7	6,0	5,8	6,0	8,0
Senegal	2,7	3,2	4,6	0,7	6,7	5,9	5,6	2,3	4,8	4,3	5,8	5,4
Seychelles	4,8	4,3	-2,3	1,2	-5,9	-2,9	1,2	5,3	5,5	2,5	3,0	3,8
Sierra Leona	-7,8	3,8	18,2	27,4	9,5	7,4	7,3	7,4	6,8	5,5	5,9	6,5
Sudáfrica	1,4	4,2	2,7	3,7	3,1	4,9	5,0	5,4	5,1	3,8	3,3	5,0
Sudán	2,7	8,4	6,2	5,4	7,1	5,1	6,3	11,3	10,2	8,5	7,7	4,7
Swazilandia	3,7	2,0	1,0	1,8	3,9	2,5	2,2	2,9	3,5	2,6	2,5	2,5
Tanzania	3,1	4,9	6,0	7,2	6,9	7,8	7,4	6,7	7,1	7,5	8,0	7,5
Togo	1,6	-1,3	-2,3	-0,3	5,2	2,4	1,3	4,1	2,1	2,5	3,5	4,0
Túnez	5,0	4,7	5,0	1,7	5,6	6,0	4,0	5,5	6,3	5,5	5,0	5,8
Uganda	6,3	5,4	5,2	8,6	6,6	6,8	6,3	10,8	7,9	9,8	8,1	6,0
Zambia	-0,6	3,6	4,9	3,3	5,1	5,4	5,3	6,2	6,3	5,8	6,4	6,0
Zimbabwe ³	2,0	-7,3	-2,7	-4,4	-10,4	-3,6	-4,0	-5,4	-6,1	...	...	...

Cuadro A4 (continuación)

	Promedio 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
América	2,9	4,1	0,7	0,5	2,2	6,1	4,7	5,5	5,6	4,6	3,2	4,2
Antigua y Barbuda	3,3	3,3	1,5	2,0	4,3	5,2	5,5	12,2	6,1	2,1	4,0	4,5
Argentina	4,2	-0,8	-4,4	-10,9	8,8	9,0	9,2	8,5	8,7	6,5	3,6	3,0
Bahamas, Las	1,8	1,9	0,8	2,3	1,0	1,3	2,5	3,4	2,8	1,0	1,2	2,0
Barbados	0,4	2,3	-2,6	0,7	2,0	4,8	4,3	3,3	3,3	1,7	1,0	3,0
Belice	5,8	13,0	5,0	5,1	9,3	4,6	3,1	4,7	1,2	4,0	2,5	2,5
Bolivia	4,0	2,5	1,7	2,5	2,7	4,2	4,4	4,8	4,6	5,9	5,0	4,5
Brasil	1,7	4,3	1,3	2,7	1,1	5,7	3,2	3,8	5,4	5,2	3,5	4,0
Chile	6,4	4,5	3,5	2,2	4,0	6,0	5,6	4,3	5,1	4,5	3,8	5,0
Colombia	2,9	2,9	2,2	2,5	4,6	4,7	5,7	6,8	7,7	4,0	3,5	5,0
Costa Rica	5,4	1,8	1,1	2,9	6,4	4,3	5,9	8,8	7,3	4,0	3,5	5,5
Dominica	2,6	1,3	-4,2	-5,1	0,1	3,0	3,3	4,0	1,5	2,6	2,8	3,0
Ecuador	2,2	2,8	5,3	4,2	3,6	8,0	6,0	3,9	2,5	3,0	3,0	4,5
El Salvador	4,9	2,2	1,7	2,3	2,3	1,9	3,1	4,2	4,7	3,0	2,6	4,5
Granada	4,3	7,0	-3,0	1,6	7,1	-6,4	11,5	-1,1	4,3	3,7	4,2	4,2
Guatemala	3,7	2,5	2,4	3,9	2,5	3,2	3,3	5,2	5,7	4,5	4,0	4,5
Guyana	4,7	-1,3	2,3	1,1	-0,7	1,6	-1,9	5,1	5,5	4,6	4,5	3,6
Haití	0,2	0,9	-1,0	-0,3	0,4	-3,5	1,8	2,3	3,2	2,5	4,0	4,0
Honduras	2,7	5,7	2,7	3,8	4,5	6,2	6,1	6,3	6,3	4,2	4,0	4,2
Jamaica	0,9	0,7	1,5	1,1	2,3	1,0	1,4	2,5	1,2	0,7	0,9	2,7
México	3,3	6,6	-0,2	0,8	1,7	4,0	3,1	4,9	3,2	2,1	1,8	4,4
Nicaragua	3,1	4,1	3,0	0,8	2,5	5,3	4,4	3,9	3,8	3,0	3,5	5,0
Panamá	6,1	2,7	0,6	2,2	4,2	7,5	7,2	8,5	11,5	8,3	7,8	6,5
Paraguay	2,4	-3,3	2,1	—	3,8	4,1	2,9	4,3	6,8	5,5	4,2	5,0
Perú	3,1	3,0	0,2	5,0	4,0	5,1	6,7	7,7	8,9	9,2	7,0	6,5
República Dominicana	4,9	5,7	1,8	5,8	-0,3	1,3	9,3	10,7	8,5	4,7	2,8	6,3
Saint Kitts y Nevis	4,0	4,3	2,0	1,0	0,5	7,6	4,8	6,4	3,1	3,5	2,7	2,0
San Vicente y las Granadinas	3,5	2,0	-0,1	3,2	2,8	6,8	2,6	6,9	6,6	5,0	4,7	4,3
Santa Lucía	3,1	—	-4,1	0,6	3,5	3,8	4,4	4,9	1,7	2,3	3,1	4,4
Suriname	0,5	-0,1	6,8	2,6	6,0	8,2	4,5	4,8	5,5	6,5	4,8	4,8
Trinidad y Tabago	3,9	7,6	3,8	7,9	14,4	7,8	6,1	12,2	5,5	5,0	4,5	3,7
Uruguay	3,2	-1,4	-3,4	-11,0	2,2	11,8	6,6	7,0	7,4	6,5	5,5	4,0
Venezuela, República Bolivariana de	2,4	3,7	3,4	-8,9	-7,8	18,3	10,3	10,3	8,4	6,0	2,0	2,0
Comunidad de Estados Independientes^{4,5}	...	9,1	6,1	5,2	7,8	8,2	6,8	8,2	8,6	7,2	5,7	5,6
Rusia	...	10,0	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	7,4	8,1	7,0	5,5	5,5
Excluido Rusia	...	6,6	8,9	6,6	9,1	10,8	7,7	10,2	9,8	7,6	6,2	5,7
Armenia	...	6,0	9,6	13,2	14,0	10,5	14,0	13,3	13,8	10,0	8,0	6,0
Azerbaiyán	...	6,2	6,5	8,1	10,5	10,4	24,3	30,5	23,4	16,0	16,4	-1,8
Belarús	...	5,8	4,7	5,0	7,0	11,4	11,4	10,0	8,2	9,2	8,0	5,0
Georgia	...	1,9	4,7	5,5	11,1	5,9	9,6	9,4	12,4	3,5	4,0	5,0
Kazajstán	...	9,8	13,5	9,8	9,3	9,6	9,7	10,7	8,9	4,5	5,3	6,8
Moldova	...	2,1	6,1	7,8	6,6	7,4	7,5	4,8	4,0	6,5	6,5	6,0
Mongolia	-0,4	3,9	0,2	4,7	7,0	10,6	7,3	8,6	9,9	9,0	8,1	5,3
República Kirguisa	...	5,4	5,3	-0,0	7,0	7,0	-0,2	3,1	8,2	7,5	6,7	6,3
Tayikistán	...	8,3	10,2	9,1	10,2	10,6	6,7	7,0	7,8	6,0	7,0	7,0
Turkmenistán	...	18,6	20,4	15,8	17,1	14,7	13,0	11,4	11,6	10,8	10,3	10,2
Ucrania	...	5,9	9,2	5,2	9,6	12,1	2,7	7,3	7,6	6,4	2,5	6,5
Uzbekistán	...	3,8	4,2	4,0	4,2	7,7	7,0	7,3	9,5	8,0	7,5	6,0

Cuadro A4 (continuación)

	Promedio 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Europa central y oriental⁴	1,2	4,9	0,4	4,2	4,8	6,9	6,1	6,7	5,7	4,5	3,4	5,0
Albania	-0,5	7,3	7,0	4,2	5,8	5,7	5,8	5,4	6,0	6,1	6,3	6,1
Bosnia y Herzegovina	...	5,2	3,6	5,0	3,5	6,3	3,9	6,9	6,8	5,5	5,0	4,0
Bulgaria	-5,4	5,4	4,1	4,5	5,0	6,6	6,2	6,3	6,2	6,3	4,2	6,5
Croacia	...	2,9	4,4	5,6	5,3	4,3	4,3	4,8	5,6	3,8	3,7	4,8
Estonia	...	9,6	7,7	7,8	7,1	7,5	9,2	10,4	6,3	-1,5	0,5	5,2
Hungría	0,1	5,2	4,1	4,4	4,2	4,8	4,1	3,9	1,3	1,9	2,3	3,4
Letonia	...	6,9	8,0	6,5	7,2	8,7	10,6	12,2	10,3	-0,9	-2,2	3,5
Lituania	...	4,1	6,6	6,9	10,3	7,3	7,9	7,9	8,9	3,9	0,7	5,5
Macedonia, ex República Yugoslava de	...	4,5	-4,5	0,9	2,8	4,1	4,1	4,0	5,0	5,5	5,0	4,0
Montenegro, República de	...	...	1,1	1,9	2,5	4,4	4,2	8,6	9,7	7,5	5,0	4,0
Polonia	2,6	4,3	1,2	1,4	3,9	5,3	3,6	6,2	6,6	5,2	3,8	5,1
República Checa	-0,3	3,6	2,5	1,9	3,6	4,5	6,3	6,8	6,6	4,0	3,4	4,5
República Eslovaca	...	1,4	3,4	4,8	4,8	5,2	6,6	8,5	10,4	7,4	5,6	4,7
Rumania	-2,5	2,1	5,7	5,1	5,2	8,5	4,2	7,9	6,0	8,6	4,8	6,0
Serbia	...	4,5	5,4	3,6	2,8	8,2	6,0	5,6	7,1	6,0	6,0	5,5
Turquía	3,9	6,8	-5,7	6,2	5,3	9,4	8,4	6,9	4,6	3,5	3,0	5,0
Oriente Medio	4,3	5,5	2,6	3,8	7,1	5,8	5,7	5,7	5,9	6,4	5,9	5,4
Arabia Saudita	3,1	4,9	0,5	0,1	7,7	5,3	5,6	3,0	3,5	5,9	4,3	5,0
Bahrein	4,8	5,2	4,6	5,2	7,2	5,6	7,9	6,5	6,0	6,3	6,0	6,0
Egipto	4,1	5,4	3,5	3,2	3,2	4,1	4,5	6,8	7,1	7,2	6,0	6,9
Emiratos Árabes Unidos	5,4	12,4	1,7	2,6	11,9	9,7	8,2	9,4	7,4	7,0	6,0	5,6
Irán, República Islámica del	5,1	5,1	3,7	7,5	7,2	5,1	4,7	5,8	6,4	5,5	5,0	4,5
Iraq	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Jordania	4,2	4,3	5,3	5,8	4,2	8,6	7,1	6,3	6,0	5,5	5,3	6,0
Kuwait	0,1	4,7	0,2	3,0	17,3	10,7	11,4	6,3	4,6	5,9	5,8	6,0
Líbano	5,4	1,7	4,5	3,3	4,1	7,5	1,1	—	4,0	6,0	5,0	5,0
Libia	-2,4	3,7	-4,3	-1,3	13,0	4,4	10,3	6,7	6,8	7,1	8,1	7,9
Omán	4,9	5,5	7,5	2,6	2,0	5,3	6,0	6,8	6,4	7,4	6,0	5,6
Qatar	4,2	10,9	6,3	3,2	6,3	17,7	9,2	15,0	15,9	16,8	21,4	5,5
República Árabe Siria	5,6	2,3	3,7	5,9	1,1	2,8	3,3	4,4	3,9	4,2	5,2	4,7
Yemen, República del	...	6,2	3,8	3,9	3,7	4,0	5,6	3,2	3,3	3,5	8,1	4,4

Cuadro A4 (conclusión)

	Promedio 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Países en desarrollo de Asia	7,2	7,0	5,8	6,9	8,2	8,6	9,0	9,9	10,0	8,4	7,7	8,8
Afganistán, República del	...	...	...	...	15,1	8,8	16,1	8,2	11,5	7,5	8,3	7,2
Bangladesh	4,8	5,6	4,8	4,8	5,8	6,1	6,3	6,5	6,3	7,0	5,6	6,7
Bhután	5,3	7,2	6,8	10,9	7,2	6,8	7,0	8,8	17,9	6,6	5,7	6,7
Brunei Darussalam	...	2,9	2,7	3,9	2,9	0,5	0,4	4,4	0,6	-0,5	2,8	3,0
Camboya	...	8,8	8,1	6,6	8,5	10,3	13,3	10,8	10,2	7,0	6,0	7,4
China	9,9	8,4	8,3	9,1	10,0	10,1	10,4	11,6	11,9	9,7	9,3	10,0
Fiji	5,8	-1,8	2,0	3,2	1,0	5,5	0,7	3,3	-3,1	2,5	2,0	2,7
Filipinas	2,8	6,0	1,8	4,4	4,9	6,4	5,0	5,4	7,2	4,4	3,8	5,5
India	5,6	5,7	3,9	4,6	6,9	7,9	9,1	9,8	9,3	7,9	6,9	8,0
Indonesia	4,1	5,4	3,6	4,5	4,8	5,0	5,7	5,5	6,3	6,1	5,5	6,7
Islas Salomón	4,3	-14,3	-8,0	-2,8	6,5	8,0	5,0	6,1	10,3	7,3	4,0	3,2
Kiribati	4,3	3,9	3,2	8,1	-1,3	-1,5	1,7	2,4	2,0	3,7	2,5	1,1
Malasia	7,1	8,7	0,5	5,4	5,8	6,8	5,3	5,8	6,3	5,8	4,8	6,0
Maldivas	6,5	4,8	3,5	6,5	8,5	9,5	-4,6	18,0	7,6	6,5	6,5	6,0
Myanmar	6,0	13,7	11,3	12,0	13,8	13,6	13,6	12,7	5,5	2,0	6,0	4,0
Nepal	4,9	6,1	5,6	0,1	3,9	4,7	3,1	3,7	3,2	4,7	5,5	5,5
Pakistán	4,0	4,3	2,0	3,2	4,8	7,4	7,7	6,9	6,4	5,8	3,5	6,0
Papua Nueva Guinea	4,5	-2,5	-0,1	-0,2	2,2	2,7	3,4	2,6	6,2	5,8	4,7	2,6
República Democrática Popular Lao	6,4	5,8	5,7	5,9	6,1	6,4	7,1	8,1	7,9	7,5	6,8	7,1
Samoa	2,0	5,0	8,1	5,5	2,1	2,4	6,0	1,8	6,0	4,5	4,0	3,5
Sri Lanka	5,2	6,0	-1,5	4,0	5,9	5,4	6,2	7,7	6,8	6,1	5,1	5,0
Tailandia	5,1	4,8	2,2	5,3	7,1	6,3	4,5	5,1	4,8	4,7	4,5	6,0
Timor-Leste, República Democrática de	...	15,5	16,5	-6,7	-6,2	0,3	2,3	-3,4	19,8	2,5	0,6	3,8
Tonga	1,5	5,4	2,6	3,0	3,2	1,4	5,4	0,6	-3,2	1,2	2,6	1,6
Vanuatu	3,6	2,7	-2,5	-7,4	3,2	5,5	6,5	7,2	6,5	6,0	5,5	3,0
Vietnam	7,4	6,8	6,9	7,1	7,3	7,8	8,4	8,2	8,5	6,3	5,5	7,4

¹Para muchos países, las cifras de los últimos años son estimaciones del personal técnico del FMI. Los datos de algunos países son los del ejercicio correspondiente.

²Las variaciones porcentuales se calculan a lo largo de un período de 18 meses en 2002, debido a la modificación del ciclo del ejercicio (de julio-junio a enero-diciembre).

³Como las tendencias recientes impiden pronosticar con exactitud el PIB, no se hizo ninguna proyección para 2008 y años posteriores.

⁴Los datos de algunos países corresponden al producto material neto (PMN) real o son estimaciones basadas en el PMN. Para muchos países, las cifras de los últimos años son estimaciones del personal técnico del FMI. Los datos deben interpretarse solo como indicativos del orden de magnitud, ya que en general no se dispone de datos que sean fiables y comparables. Específicamente, el crecimiento de la producción de las nuevas empresas privadas de la economía informal no se refleja enteramente en las cifras más recientes.

⁵Mongolia, que no es Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A5. Resumen de la inflación*(Porcentaje)*

	Promedio 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Deflatores del PIB												
Economías avanzadas	2,6	1,5	1,9	1,6	1,7	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	1,7	1,9
Estados Unidos	2,2	2,2	2,4	1,7	2,1	2,9	3,3	3,2	2,7	2,2	1,6	1,9
Zona del euro	...	1,5	2,4	2,6	2,2	1,8	2,0	2,0	2,2	2,4	1,8	2,1
Japón	0,6	-1,7	-1,2	-1,5	-1,6	-1,1	-1,2	-1,0	-0,8	-0,6	0,3	1,1
Otras economías avanzadas ¹	3,3	2,1	2,0	1,7	2,1	2,2	2,0	1,9	2,4	3,2	2,5	1,9
Precios al consumidor												
Economías avanzadas	3,0	2,2	2,1	1,5	1,8	2,0	2,3	2,4	2,2	3,6	2,0	2,0
Estados Unidos	3,0	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	4,2	1,8	2,1
Zona del euro ²	...	2,2	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,5	1,9	1,9
Japón	1,2	-0,8	-0,7	-0,9	-0,3	—	-0,3	0,3	—	1,6	0,9	1,5
Otras economías avanzadas	3,5	1,8	2,1	1,7	1,8	1,7	2,1	2,1	2,1	3,9	3,0	2,2
Economías emergentes y en desarrollo	51,3	8,5	7,7	6,8	6,6	5,9	5,7	5,4	6,4	9,4	7,8	4,8
Por regiones												
África	24,9	11,7	11,0	9,0	8,6	6,4	7,1	6,3	6,2	10,2	8,3	4,8
Europa central y oriental	60,1	24,9	21,5	16,4	10,1	6,3	5,1	5,4	5,6	7,8	5,7	3,2
Comunidad de Estados Independientes ³	...	24,1	20,3	14,0	12,3	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	12,6	7,5
Países en desarrollo de Asia	8,7	1,9	2,8	2,1	2,6	4,1	3,8	4,2	5,4	7,8	6,2	3,7
Oriente Medio	10,9	4,1	3,8	5,3	6,1	7,1	6,2	7,0	10,6	15,8	14,4	8,2
América	98,4	8,3	6,5	8,7	10,5	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	7,3	5,6
<i>Partida informativa</i>												
Unión Europea	10,0	3,1	3,0	2,5	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	3,9	2,4	2,1
Por criterios analíticos												
Por fuentes de ingresos de exportación												
Combustibles	76,0	14,4	13,4	11,8	11,5	9,8	9,6	8,5	9,8	15,2	13,4	8,7
Otros productos	45,1	7,1	6,3	5,6	5,5	5,0	4,8	4,7	5,6	8,1	6,5	3,9
Productos primarios	55,0	17,8	15,4	8,4	6,6	4,0	7,2	7,4	6,5	10,7	8,3	4,8
Por fuentes de financiamiento externo												
Países deudores netos	52,2	9,4	8,4	8,1	7,3	5,4	5,9	6,1	5,9	8,7	7,5	4,3
Financiamiento oficial	17,5	4,2	4,3	4,7	6,6	7,3	7,9	7,5	8,9	15,6	12,9	6,0
Países deudores netos según el cumplimiento del servicio de la deuda												
Países que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2002–06	28,5	7,2	8,3	11,2	7,6	5,8	8,6	9,9	7,2	10,7	10,6	5,8
<i>Partida informativa</i>												
Mediana de la tasa de inflación												
Economías avanzadas	2,8	2,7	2,5	2,3	2,1	1,9	2,1	2,2	2,1	3,8	2,6	2,0
Economías emergentes y en desarrollo	10,1	4,0	4,7	3,3	4,3	4,5	5,7	5,6	6,2	9,6	7,4	4,0

¹En este cuadro, "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón.²Basados en el Índice de Precios de Consumo Armonizado de Eurostat.³Mongolia, que no es Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A6. Economías avanzadas: Precios al consumidor

(Variación porcentual anual)

	Promedio														Fin del período		
	1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	2007	2008	2009		
Precios al consumidor																	
Economías avanzadas	3,0	2,2	2,1	1,5	1,8	2,0	2,3	2,4	2,2	3,6	2,0	2,0	3,1	3,2	1,7		
Estados Unidos	3,0	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	4,2	1,8	2,1	4,1	3,1	1,6		
Zona del euro ¹	...	2,2	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,5	1,9	1,9	3,1	2,9	1,7		
Alemania	2,4	1,4	1,9	1,4	1,0	1,8	1,9	1,8	2,3	2,9	1,4	1,7	3,1	2,4	0,8		
Francia	1,9	1,8	1,8	1,9	2,2	2,3	1,9	1,9	1,6	3,4	1,6	1,8	2,8	2,6	1,6		
Italia	4,1	2,6	2,3	2,6	2,8	2,3	2,2	2,2	2,0	3,4	1,9	2,0	1,8	4,6	1,6		
España	4,3	3,5	2,8	3,6	3,1	3,1	3,4	3,6	2,8	4,5	2,6	2,4	4,3	3,6	2,2		
Países Bajos	2,3	2,3	5,1	3,8	2,2	1,4	1,5	1,7	1,6	2,9	2,6	2,0	1,6	2,9	2,6		
Bélgica	2,0	2,7	2,4	1,6	1,5	1,9	2,5	2,3	1,8	4,6	2,8	1,9	3,1	4,1	2,2		
Austria	2,1	2,0	2,3	1,7	1,3	2,0	2,1	1,7	2,2	3,5	2,3	1,8	3,5	2,9	1,8		
Finlandia	2,1	3,0	2,7	2,0	1,3	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	2,5	2,0	1,9	4,5	2,7		
Grecia	10,8	2,9	3,7	3,9	3,4	3,0	3,5	3,3	3,0	4,4	3,1	2,5	3,9	3,7	2,9		
Portugal	5,7	2,8	4,4	3,7	3,3	2,5	2,1	3,0	2,4	3,2	2,0	2,1	2,4	3,2	2,0		
Irlanda	2,4	5,3	4,0	4,7	4,0	2,3	2,2	2,7	2,9	3,5	2,4	2,0	3,2	3,3	2,2		
Luxemburgo	2,2	3,2	2,7	2,1	2,0	2,2	2,5	2,7	2,3	3,7	1,8	2,0	3,4	2,8	2,0		
Eslovenia	...	8,8	8,4	7,5	5,6	3,6	2,5	2,5	3,6	5,9	3,3	3,3	5,6	4,7	3,0		
Chipre	3,7	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,2	2,2	4,6	3,5	2,0	3,7	4,4	2,9		
Malta	3,1	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7	3,7	2,2	2,4	3,1	2,8	2,4		
Japón	1,2	-0,8	-0,7	-0,9	-0,3	—	-0,3	0,3	—	1,6	0,9	1,5	0,7	1,9	0,5		
Reino Unido ¹	3,3	0,9	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0	2,3	2,3	3,8	2,9	2,0	2,0	4,6	2,0		
Canadá	2,2	2,7	2,5	2,3	2,7	1,8	2,2	2,0	2,1	2,5	2,1	2,0	2,4	2,9	1,9		
Corea	5,7	2,3	4,1	2,8	3,5	3,6	2,8	2,2	2,5	4,8	4,0	3,0	3,6	5,0	3,0		
Australia	2,5	4,5	4,4	3,0	2,8	2,3	2,7	3,5	2,3	4,6	3,6	2,8	3,0	4,8	3,2		
Taiwan, provincia china de	2,9	1,3	—	-0,2	-0,3	1,6	2,3	0,6	1,8	4,2	2,5	1,5	3,3	4,3	1,8		
Suecia	3,6	1,3	2,7	1,9	2,3	1,0	0,8	1,5	1,7	3,4	2,8	2,0	2,5	3,3	2,4		
Suiza	2,3	1,6	1,0	0,6	0,6	0,8	1,2	1,0	0,7	2,6	1,5	1,0	2,0	1,2	1,5		
Hong Kong, RAE de	6,8	-3,7	-1,6	-3,0	-2,6	-0,4	0,9	2,0	2,0	4,8	4,3	3,0	3,8	3,8	5,1		
Dinamarca	2,1	2,9	2,4	2,4	2,1	1,2	1,8	1,9	1,7	3,4	2,8	1,9	2,3	3,7	2,4		
Noruega	2,4	3,1	3,0	1,3	2,5	0,4	1,6	2,3	0,8	3,2	2,7	2,5	2,8	1,4	2,4		
Israel	11,2	1,1	1,1	5,7	0,7	-0,4	1,3	2,1	0,5	4,8	3,3	2,0	3,4	5,1	1,9		
Singapur	1,9	1,3	1,0	-0,4	0,5	1,7	0,5	1,0	2,1	6,5	3,3	1,7	3,9	5,6	2,6		
Nueva Zelanda	2,1	2,6	2,6	2,6	1,7	2,3	3,0	3,4	2,4	4,2	3,8	2,2	3,2	4,8	2,9		
Islandia	4,1	5,1	6,6	4,8	2,1	3,2	4,0	6,8	5,0	12,1	11,2	2,0	5,9	14,9	9,1		
<i>Partidas informativas</i>																	
Principales economías avanzadas	2,6	2,1	1,9	1,3	1,7	2,0	2,3	2,4	2,2	3,5	1,7	1,9	3,0	3,0	1,4		
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4,7	1,2	1,9	1,0	1,4	2,4	2,2	1,6	2,2	4,8	3,5	2,5	3,6	4,7	2,9		

¹Basados en el Índice de Precios de Consumo Armonizado de Eurostat.

Cuadro A7. Economías emergentes y en desarrollo, por países: Precios al consumidor¹*(Variación porcentual anual)*

	Promedio												Fin del período		
	1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	2007	2008	2009
África	24,9	11,7	11,0	9,0	8,6	6,4	7,1	6,3	6,2	10,2	8,3	4,8	7,1	11,2	6,8
Angola	463,0	325,0	152,6	108,9	98,3	43,6	23,0	13,3	12,2	12,1	9,3	4,5	11,8	11,0	8,0
Argelia	17,3	0,3	4,2	1,4	2,6	3,6	1,6	2,5	3,6	4,3	4,0	2,9	4,4	4,2	3,9
Benin	7,2	4,2	4,0	2,4	1,5	0,9	5,4	3,8	1,3	8,8	6,5	2,8	0,3	13,1	3,7
Botswana	10,9	8,5	6,6	8,0	9,2	7,0	8,6	11,6	7,1	12,6	11,9	9,5	8,1	13,4	10,7
Burkina Faso	4,3	-0,3	4,7	2,3	2,0	-0,4	6,4	2,4	-0,2	9,5	5,0	2,0	2,3	5,5	3,5
Burundi	13,5	24,3	9,3	-1,3	10,7	8,0	13,4	2,8	8,3	24,3	15,4	5,2	14,7	23,7	9,8
Camerún ²	4,9	0,8	2,8	6,3	0,6	0,3	2,0	5,1	0,9	4,1	2,1	2,0	3,5	2,5	1,7
Cabo Verde	7,3	-2,4	3,7	1,9	1,2	-1,9	0,4	4,8	4,4	5,7	4,9	2,0	3,4	6,5	4,1
Chad	4,1	3,8	12,4	5,2	-1,8	-5,4	7,9	7,9	-8,8	5,0	3,0	3,0	0,8	2,9	3,0
Comoras	2,5	5,9	5,6	3,6	3,7	4,5	3,0	3,4	4,5	5,9	5,6	3,1	2,2	9,6	1,6
Congo, República del	7,3	0,4	0,8	3,1	1,5	3,8	2,5	4,7	2,6	4,0	4,0	3,0	-1,7	5,0	3,0
Congo, República															
Democrática del	848,4	550,0	357,3	25,3	12,8	4,0	21,4	13,2	16,7	17,5	15,1	10,0	10,0	23,5	11,5
Côte d'Ivoire	6,0	-0,4	4,4	3,1	3,3	1,5	3,9	2,5	1,9	5,6	5,7	3,0	1,5	9,0	3,0
Djibouti	4,2	1,6	1,8	0,6	2,0	3,1	3,1	3,5	5,0	8,1	6,0	3,0	5,0	8,1	6,0
Eritrea	...	19,9	14,6	16,9	22,7	25,1	12,5	15,1	9,3	11,0	10,5	8,5	12,3	11,0	10,0
Etiopía	7,1	6,2	-5,2	-7,2	15,1	8,6	6,8	12,3	15,8	25,3	40,8	9,1	15,1	55,3	18,0
Gabón	5,5	0,5	2,1	0,2	2,1	0,4	1,2	-1,4	5,0	5,1	5,7	2,5	5,9	5,1	5,5
Gambia	5,4	0,9	4,5	8,6	17,0	14,3	5,0	2,1	5,4	6,0	5,5	4,0	6,0	6,0	5,0
Ghana	26,8	25,2	32,9	14,8	26,7	12,6	15,1	10,2	10,7	16,8	13,3	5,0	12,7	17,8	13,0
Guinea	8,5	6,8	5,4	3,0	11,0	17,5	31,4	34,7	22,9	17,9	9,3	5,0	12,8	15,0	10,0
Guinea-Bissau	35,6	8,6	3,3	3,3	-3,5	0,8	3,4	2,0	4,6	9,6	6,2	3,0	9,3	9,8	3,0
Guinea Ecuatorial	6,1	4,8	8,8	7,6	7,3	4,2	5,7	4,5	2,8	6,4	5,5	4,0	3,7	6,5	5,2
Kenya	16,0	10,0	5,8	2,0	9,8	11,6	10,3	14,5	9,8	25,0	6,5	5,0	12,0	24,0	6,5
Lesotho	11,1	6,1	6,9	12,5	7,3	5,0	3,4	6,1	8,0	11,2	9,5	4,9	10,5	12,7	9,1
Liberia	...	5,3	12,1	14,2	10,3	3,6	6,9	7,2	11,4	19,2	11,4	5,0	11,7	18,8	8,5
Madagascar	16,4	10,7	6,9	16,2	-1,1	14,0	18,4	10,8	10,3	9,4	8,8	5,0	8,2	11,0	8,5
Malawi	29,0	29,6	27,2	17,3	9,6	11,4	15,5	13,9	7,9	8,2	7,9	6,7	7,5	8,2	7,0
Malí	3,8	-0,7	5,2	5,0	-1,3	-3,1	6,4	1,9	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Marruecos	4,4	1,9	0,6	2,8	1,2	1,5	1,0	3,3	2,0	3,9	3,5	2,6	2,0	3,9	3,5
Mauricio	8,2	4,2	5,4	6,5	3,9	4,7	4,9	8,9	9,1	8,8	8,6	5,0	10,0	9,7	7,5
Mauritania	5,0	6,8	7,7	5,4	5,3	10,4	12,1	6,2	7,3	12,5	9,5	5,0	7,4	12,0	7,0
Mozambique, República de	31,8	12,7	9,1	16,8	13,5	12,6	6,4	13,2	8,2	10,1	8,4	5,4	10,3	9,2	8,1
Namibia	10,2	9,3	9,3	11,3	7,2	4,1	2,3	5,1	6,7	8,7	8,1	4,7	7,1	9,1	7,0
Níger	4,5	2,9	4,0	2,7	-1,8	0,4	7,8	0,1	0,1	8,3	3,5	2,0	4,7	6,4	3,5
Nigeria	28,5	6,9	18,0	13,7	14,0	15,0	17,8	8,3	5,5	11,0	11,1	8,5	6,6	13,1	9,8
República Centroafricana	3,5	3,2	3,8	2,3	4,4	-2,2	2,9	6,7	0,9	8,5	6,7	2,5	-0,2	13,0	3,8
Rwanda	16,3	3,9	3,4	2,0	7,4	12,0	9,0	8,9	9,1	12,0	8,0	5,0	6,6	15,5	5,0
Santo Tomé y Príncipe	39,2	11,0	9,2	10,1	9,8	13,3	17,2	23,1	18,5	25,9	19,8	5,0	27,6	24,5	16,0
Senegal	4,0	0,7	3,0	2,3	—	0,5	1,7	2,1	5,9	5,4	2,8	2,2	6,2	4,1	2,2
Seychelles	2,0	6,3	6,0	0,2	3,3	3,9	0,8	-1,4	5,7	27,3	28,7	3,0	16,8	21,2	35,2
Sierra Leona	42,6	-0,9	2,6	-3,7	7,5	14,2	12,1	9,5	11,7	15,3	13,9	6,5	13,8	15,7	12,1
Sudáfrica	9,8	5,4	5,7	9,2	5,8	1,4	3,4	4,7	7,1	11,8	8,0	4,5	9,0	12,7	6,6
Sudán	75,2	8,0	4,9	8,3	7,7	8,4	8,5	7,2	8,0	16,0	10,0	4,5	8,8	12,0	8,0
Swazilandia	9,5	7,2	7,5	11,7	7,4	3,4	4,8	5,3	8,2	12,7	8,9	5,3	9,8	13,5	7,5
Tanzanía	21,3	6,2	5,1	4,6	4,4	4,1	4,4	7,3	7,0	9,2	6,5	5,0	6,4	8,3	5,0
Togo	6,0	1,9	3,9	3,1	-0,9	0,4	6,8	2,2	1,0	5,2	5,2	3,4	3,4	4,9	4,5
Túnez	4,8	2,3	2,0	2,7	2,7	3,6	2,0	4,5	3,1	5,1	4,5	2,7	5,3	4,7	4,5
Uganda	16,3	5,8	4,5	-2,0	5,7	5,0	8,0	6,6	6,8	7,3	7,8	4,5	4,4	12,5	4,5
Zambia	68,3	26,1	21,7	22,2	21,4	18,0	18,3	9,0	10,7	11,8	8,6	5,0	8,9	12,7	9,0
Zimbabwe ³	28,1	55,6	73,4	133,2	365,0	350,0	237,8	1.016,7	10.452,6	...	...	...	108.844,1	...	...

Cuadro A7 (continuación)

	Promedio 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Fin del período					
										2008	2009	2013	2007	2008	2009
América	98,4	8,3	6,5	8,7	10,5	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	7,3	5,6	6,3	8,5	6,6
Antigua y Barbuda	3,4	-0,6	1,7	2,4	2,0	2,0	2,1	1,8	1,4	3,0	2,0	2,0	5,1	3,0	2,0
Argentina	59,3	-0,9	-1,1	25,9	13,4	4,4	9,6	10,9	8,8	9,1	9,1	9,0	8,5	9,0	9,0
Bahamas, Las	2,8	1,6	2,0	2,2	3,0	1,0	2,2	1,8	2,5	4,5	3,5	2,0	2,9	5,7	2,0
Barbados	2,9	2,4	2,6	-1,2	1,6	1,4	6,1	7,3	4,0	9,0	6,4	2,6	4,8	14,5	-2,7
Belice	2,0	0,7	1,2	2,2	2,6	3,1	3,7	4,2	2,3	4,6	3,3	2,5	4,1	4,0	2,5
Bolivia	10,4	4,6	1,6	0,9	3,3	4,4	5,4	4,3	8,7	14,3	10,6	4,0	11,7	13,0	9,9
Brasil	325,4	7,1	6,8	8,4	14,8	6,6	6,9	4,2	3,6	5,7	5,1	4,5	4,5	6,3	4,5
Chile	11,5	3,8	3,6	2,5	2,8	1,1	3,1	3,4	4,4	8,9	6,5	3,0	7,8	8,5	4,9
Colombia	22,0	9,2	8,0	6,3	7,1	5,9	5,0	4,3	5,5	7,3	5,5	3,4	5,7	7,2	4,9
Costa Rica	16,7	11,0	11,3	9,2	9,4	12,3	13,8	11,5	9,4	12,2	10,9	4,5	10,8	13,0	9,0
Dominica	2,3	0,9	1,6	0,1	1,6	2,4	1,6	2,6	2,7	2,2	1,5	1,5	3,4	2,4	1,5
Ecuador	38,6	96,1	37,7	12,6	7,9	2,7	2,1	3,3	2,3	8,5	5,1	2,5	3,3	9,5	4,0
El Salvador	10,4	2,3	3,8	1,9	2,1	4,5	4,7	4,0	3,9	7,6	7,4	3,0	4,9	9,0	6,0
Granada	2,9	0,6	1,7	1,1	2,2	2,3	3,5	4,2	3,9	7,8	4,5	2,3	7,4	6,2	3,9
Guatemala	14,5	6,0	7,3	8,1	5,6	7,6	9,1	6,6	6,8	10,6	7,7	4,1	8,7	9,8	6,5
Guyana	21,8	6,1	2,7	5,4	6,0	4,7	6,9	6,7	12,2	8,6	6,8	5,0	14,0	9,0	7,0
Haití	20,7	11,5	16,5	9,3	26,7	28,3	16,8	14,2	9,0	14,5	11,5	5,5	7,9	16,0	9,5
Honduras	19,5	11,0	9,7	7,7	7,7	8,1	8,8	5,6	6,9	11,2	10,3	5,5	8,9	12,1	8,4
Jamaica	26,7	8,1	6,9	7,0	10,1	13,5	15,1	8,5	9,3	20,2	15,4	4,5	16,8	18,3	12,0
México	20,1	9,5	6,4	5,0	4,5	4,7	4,0	3,6	4,0	4,9	4,2	3,0	3,7	5,7	3,3
Nicaragua	66,5	9,9	4,7	4,0	6,5	8,5	9,6	9,1	11,1	20,5	11,4	7,0	16,9	17,1	9,2
Panamá	1,1	1,4	0,3	1,0	0,6	0,5	2,9	2,5	4,2	9,2	5,9	4,0	6,4	9,6	4,8
Paraguay	16,2	9,0	7,3	10,5	14,2	4,3	6,8	9,6	8,1	10,5	5,6	3,0	5,9	8,6	5,0
Perú	112,1	3,8	2,0	0,2	2,3	3,3	1,6	2,0	1,8	5,6	4,4	2,0	3,9	5,8	3,5
República Dominicana	14,2	7,7	8,9	5,2	27,4	51,5	4,2	7,6	6,1	12,3	10,7	7,9	8,9	14,3	7,7
Saint Kitts y Nevis	3,5	2,1	2,1	2,1	2,3	2,2	3,4	8,5	4,5	2,6	4,0	2,2	2,1	4,5	3,5
San Vicente y las Granadinas	3,1	0,2	0,8	0,8	0,2	3,0	3,7	3,0	6,9	9,3	6,2	3,4	8,3	9,6	3,8
Santa Lucía	3,2	3,7	5,4	-0,3	1,0	1,5	3,9	3,6	1,9	7,2	4,9	2,2	6,8	6,0	3,9
Suriname	70,9	58,6	39,8	15,5	23,0	9,1	9,9	11,3	6,4	15,5	9,5	6,1	8,4	15,0	9,5
Trinidad y Tabago	5,9	3,6	5,5	4,2	3,8	3,7	6,9	8,3	7,9	10,1	10,0	6,0	7,6	11,5	8,5
Uruguay	45,1	4,8	4,4	14,0	19,4	9,2	4,7	6,4	8,1	6,8	6,2	5,0	8,5	7,0	6,5
Venezuela, República Bolivariana de	46,1	16,2	12,5	22,4	31,1	21,7	16,0	13,7	18,7	27,2	33,5	30,0	22,5	32,0	35,0
Comunidad de Estados Independientes^{4,5}	...	24,1	20,3	14,0	12,3	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	12,6	7,5	13,0	14,8	10,7
Rusia	...	20,8	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,7	9,0	14,0	12,0	7,7	11,9	13,8	10,5
Excluido Rusia	...	34,1	17,1	9,2	8,6	9,1	10,7	8,9	11,6	19,7	14,2	6,9	15,7	17,2	11,3
Armenia	...	-0,8	3,1	1,1	4,7	7,0	0,6	2,9	4,4	9,4	5,0	4,0	6,6	7,5	5,0
Azerbaiyán	...	1,8	1,5	2,8	2,2	6,7	9,7	8,4	16,6	22,4	20,0	15,0	19,5	25,0	15,0
Belarús	...	168,6	61,1	42,6	28,4	18,1	10,3	7,0	8,4	15,3	9,6	7,2	12,1	16,3	6,3
Georgia	...	4,0	4,7	5,6	4,8	5,7	8,3	9,2	9,2	10,0	7,6	6,0	11,0	8,0	8,0
Kazajistán	...	13,3	8,4	5,9	6,4	6,9	7,6	8,6	10,8	17,6	9,8	6,0	18,8	11,5	8,0
Moldova	...	31,3	9,8	5,3	11,7	12,5	11,9	12,7	12,4	13,7	9,7	5,0	13,1	11,5	9,5
Mongolia	...	11,6	6,2	0,9	5,1	7,9	12,5	5,1	9,0	26,0	18,8	5,3	15,1	27,5	10,0
República Kirguisa	...	18,7	6,9	2,1	3,1	4,1	4,3	5,6	10,2	24,5	12,2	5,1	20,1	20,0	12,0
Tayikistán	...	32,9	38,6	12,2	16,4	7,2	7,3	10,0	13,2	21,6	15,5	6,0	19,8	18,0	13,0
Turkmenistán	...	8,0	11,6	8,8	5,6	5,9	10,7	8,2	6,3	13,0	12,0	6,0	8,6	12,0	12,0
Ucrania	...	28,2	12,0	0,8	5,2	9,0	13,5	9,1	12,8	25,3	18,8	5,8	16,6	21,6	14,7
Uzbekistán	...	25,0	27,3	27,3	11,6	6,6	10,0	14,2	12,3	11,1	10,6	8,0	11,9	11,0	10,0

Cuadro A7 (continuación)

	Promedio 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	Fin del período		
													2007	2008	2009
Europa central y oriental⁴	60,1	24,9	21,5	16,4	10,1	6,3	5,1	5,4	5,6	7,8	5,7	3,2	6,6	7,3	5,5
Albania	34,7	—	3,1	5,2	2,3	2,9	2,4	2,4	2,9	4,0	3,0	2,8	3,1	3,9	3,0
Bosnia y Herzegovina	...	5,0	4,5	0,3	0,5	0,3	3,6	6,1	1,5	8,5	5,2	2,5	4,9	8,1	3,5
Bulgaria	110,3	10,3	7,4	5,8	2,3	6,1	6,0	7,4	7,6	12,2	7,0	3,4	11,6	9,6	6,5
Croacia	...	4,6	3,8	1,7	1,8	2,0	3,3	3,2	2,9	7,0	4,9	3,0	5,8	6,5	4,0
Estonia	...	4,0	5,8	3,6	1,3	3,0	4,1	4,4	6,6	10,2	5,1	2,9	9,6	6,9	5,2
Hungría	22,0	9,8	9,2	5,3	4,6	6,8	3,6	3,9	7,9	6,3	4,1	3,0	7,4	5,5	3,4
Letonia	...	2,6	2,5	1,9	2,9	6,2	6,7	6,5	10,1	15,9	10,6	3,1	14,0	14,6	8,8
Lituania	...	1,1	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,8	5,8	11,3	6,2	2,4	8,2	9,2	5,7
Macedonia, ex República Yugoslava de	...	6,4	5,5	2,2	1,2	-0,4	0,5	3,2	2,3	8,5	3,0	3,0	6,7	5,5	3,0
Montenegro, República de	...	...	23,7	19,7	7,5	3,1	3,4	2,1	3,5	9,2	5,2	3,0	...	...	...
Polonia	51,4	10,1	5,5	1,9	0,8	3,5	2,1	1,0	2,5	4,0	3,3	2,5	4,0	3,0	4,3
República Checa	13,9	3,8	4,7	1,8	0,1	2,8	1,8	2,5	2,8	6,7	3,4	2,0	5,4	5,7	3,4
República Eslovaca	...	12,2	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	3,6	2,5	2,5	4,1	3,0
Rumania	110,3	45,7	34,5	22,5	15,3	11,9	9,0	6,6	4,8	8,2	6,6	3,5	6,6	7,9	6,2
Serbia	...	70,0	91,8	19,5	11,7	10,1	17,3	12,7	6,8	10,7	7,5	7,5	10,1	8,5	8,0
Turquía	76,1	55,0	54,2	45,1	25,3	8,6	8,2	9,6	8,8	10,5	8,4	4,0	8,4	10,9	7,5
Oriente Medio	10,9	4,1	3,8	5,3	6,1	7,1	6,2	7,0	10,6	15,8	14,4	8,2	11,4	16,1	13,8
Arabia Saudita	1,2	-1,1	-1,1	0,2	0,6	0,4	0,6	2,3	4,1	11,5	10,0	5,0	4,1	11,5	10,0
Bahrein	0,8	-0,7	-1,2	-0,5	1,7	2,3	2,6	2,2	3,4	4,5	6,0	3,0	4,0	10,5	6,0
Egipto	10,7	2,8	2,4	2,4	3,2	8,1	8,8	4,2	11,0	11,7	16,1	7,5	8,6	20,2	12,0
Emiratos Árabes Unidos	3,6	1,4	2,7	2,9	3,2	5,0	6,2	9,3	11,1	12,9	10,8	3,4	...	...	...
Irán, República Islámica del	23,5	12,8	11,3	15,7	15,6	15,3	10,4	11,9	18,4	26,0	22,0	15,0	22,5	24,0	22,0
Iraq	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Jordania	5,0	0,7	1,8	1,8	1,6	3,4	3,5	6,3	5,4	15,8	7,6	2,8	5,7	16,1	5,5
Kuwait	3,6	1,6	1,4	0,8	1,0	1,3	4,1	3,1	5,5	9,0	7,5	4,5	5,5	9,0	7,5
Libano	24,9	-0,4	-0,4	1,8	1,3	1,7	-0,7	5,6	4,1	11,0	6,2	2,2	6,0	8,6	3,8
Libia	6,2	-2,9	-8,8	-9,9	-2,1	1,0	2,9	1,4	6,2	12,0	10,0	6,0	7,3	12,0	10,0
Omán	1,6	-1,2	-0,8	-0,3	0,2	0,7	1,9	3,4	5,9	11,2	9,0	5,0	8,6	10,0	8,0
Qatar	2,9	1,7	1,4	0,2	2,3	6,8	8,8	11,8	13,8	15,0	13,0	5,0	13,8	15,0	13,0
República Árabe Siria	7,2	-3,9	3,4	-0,5	5,8	4,4	7,2	10,4	4,7	8,0	7,0	5,0	4,8	-10,0	7,0
Yemen, República del	37,0	10,9	11,9	12,2	10,8	12,5	11,8	18,2	12,5	17,2	14,4	10,4	8,6	15,9	13,0

Cuadro A7 (conclusión)

	Promedio 1990-99												Fin del período		
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	2007	2008	2009
Países en desarrollo de Asia	8,7	1,9	2,8	2,1	2,6	4,1	3,8	4,2	5,4	7,8	6,2	3,7	6,3	7,4	6,2
Afganistán, República de	...	...	...	5,1	24,1	13,2	12,3	5,1	13,0	24,0	9,5	5,0	20,7	15,6	6,0
Bangladesh	6,4	2,5	1,9	3,7	5,4	6,1	7,0	7,1	9,1	10,1	10,0	4,7	9,6	10,5	9,4
Bhután	9,8	4,0	3,4	2,5	2,1	4,6	5,3	5,0	5,2	7,7	5,0	3,9	4,8	6,4	4,5
Brunei Darussalam	...	1,2	0,6	-2,3	0,3	0,9	1,1	0,2	0,3	0,8	1,0	1,2	...	...	...
Camboya	...	-0,8	0,2	3,3	1,2	3,9	5,8	4,7	5,9	20,1	9,0	4,3	10,8	16,3	9,6
China	7,5	0,4	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,5	4,8	6,4	4,3	3,3	6,6	4,5	5,5
Fiji	4,2	1,1	4,3	0,8	4,2	2,8	2,4	2,5	4,3	7,0	6,0	4,0	6,0	7,0	6,0
Filipinas	9,6	4,0	6,8	2,9	3,5	6,0	7,7	6,2	2,8	10,1	7,0	3,5	3,9	12,2	4,3
India	9,5	4,0	3,8	4,3	3,8	3,8	4,2	6,2	6,4	7,9	6,7	3,9	5,5	9,2	5,1
Indonesia	13,6	3,8	11,5	11,8	6,8	6,1	10,5	13,1	6,2	9,8	8,8	4,7	5,6	12,0	7,5
Islas Salomón	10,7	6,9	7,6	9,3	10,0	6,9	7,4	11,2	7,7	15,1	8,8	5,0	10,9	6,7	6,5
Kiribati	3,4	0,4	6,0	3,2	2,5	-1,9	-0,5	-0,2	0,2	1,0	1,5	2,5	3,7	2,8	2,5
Malasia	3,7	1,6	1,4	1,8	1,1	1,4	3,0	3,6	2,0	6,0	4,7	2,5	2,2	7,2	3,3
Maldivas	8,4	-1,2	0,7	0,9	-2,8	6,3	3,3	3,5	7,4	15,0	4,0	3,0	10,3	9,5	3,5
Myanmar	26,9	-1,7	34,5	58,1	24,9	3,8	10,7	25,7	33,9	34,5	30,0	18,0	29,0	40,0	20,0
Nepal	9,8	3,4	2,4	2,9	4,7	4,0	4,5	8,0	6,4	8,0	8,5	4,0	5,1	13,4	5,3
Pakistán	9,6	3,6	4,4	2,5	3,1	4,6	9,3	7,9	7,8	12,0	23,0	7,0	7,0	21,5	20,0
Papua Nueva Guinea	8,6	15,6	9,3	11,8	14,7	2,1	1,8	2,4	0,9	5,0	5,0	4,0	3,2	5,5	4,5
República Democrática Popular Lao	22,6	23,2	9,3	9,2	15,5	10,5	7,2	6,8	4,5	8,4	5,4	4,5	5,6	7,3	5,0
Samoa	4,4	-0,2	1,9	7,4	4,3	7,9	1,9	3,8	6,0	7,1	5,1	3,0	5,1	6,0	4,7
Sri Lanka	11,2	6,2	14,2	9,6	9,0	9,0	11,0	10,0	15,8	23,7	20,0	14,8	18,7	22,2	17,7
Tailandia	5,0	1,6	1,7	0,6	1,8	2,8	4,5	4,6	2,2	5,7	3,2	1,6	3,2	2,5	6,5
Timor-Leste, República Democrática de	...	63,6	3,6	4,8	7,0	3,2	1,8	4,1	7,8	4,0	3,5	3,2	7,8	4,0	3,5
Tonga	4,4	5,3	6,9	10,4	11,1	11,7	9,7	7,0	5,1	14,5	12,3	4,2	5,6	6,0	6,0
Vanuatu	3,2	2,5	3,7	2,0	3,0	1,4	1,2	2,0	3,9	3,8	3,0	2,5	4,1	3,8	2,5
Vietnam	19,2	-1,6	-0,4	4,0	3,2	7,7	8,2	7,5	8,3	24,0	15,0	6,0	12,6	25,0	11,0

¹De conformidad con la práctica habitual de *Perspectivas de la economía mundial*, las variaciones de los precios al consumidor se indican como promedios anuales en lugar de variaciones durante el año transcurrido de diciembre a diciembre, como se se suele hacer en algunos países. Para muchos países, las cifras de los últimos años son estimaciones del personal técnico del FMI. Para algunos países, las cifras corresponden a años fiscales.

²Las variaciones porcentuales para 2002 se calcularon usando un período de 18 meses debido a una modificación del ciclo del año fiscal (de julio-junio a enero-diciembre).

³Las cifras de 2007 son estimaciones. No se presentan proyecciones para 2008 y años posteriores porque Zimbabwe sufre una hiperinflación y ya no es posible pronosticar cifras de inflación de forma eficaz. De no producirse un cambio de políticas, la inflación puede aumentar descontroladamente.

⁴Para muchos países se ha utilizado el índice de precios al por menor para medir la inflación en los primeros años. En los últimos años, se han utilizado en general los índices de precios al consumidor, cuya cobertura es más amplia y actualizada.

⁵Mongolia, que no es Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A8. Principales economías avanzadas: Saldos fiscales y deuda del gobierno general¹*(Porcentaje del PIB)*

	Promedio 1992-2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Principales economías avanzadas										
Saldo efectivo	-2,8	-4,0	-4,8	-4,2	-3,4	-2,4	-2,2	-3,2	-3,7	-2,4
Brecha del producto ²	0,1	-0,1	-0,4	0,2	0,3	0,7	0,7	-0,1	-1,8	-0,1
Saldo estructural ²	-2,7	-4,0	-4,5	-4,2	-3,4	-2,6	-2,5	-3,2	-2,9	-2,3
Estados Unidos										
Actual balance	-1,8	-3,8	-4,8	-4,4	-3,3	-2,2	-2,7	-4,1	-4,6	-2,9
Brecha del producto ²	0,6	0,4	0,3	1,2	1,4	1,6	1,2	0,4	-1,6	—
Saldo estructural ²	-2,0	-3,9	-4,9	-4,7	-3,8	-2,8	-3,1	-4,3	-3,9	-2,8
Deuda neta	47,7	38,1	41,5	43,0	43,4	42,5	43,2	46,3	50,7	56,9
Deuda bruta	64,2	56,1	59,4	60,4	60,7	59,9	60,7	61,5	65,4	70,4
Zona del euro										
Saldo efectivo	-3,5	-2,6	-3,1	-3,0	-2,5	-1,3	-0,6	-1,5	-2,0	-0,8
Brecha del producto ²	-0,1	0,2	-0,9	-0,7	-1,0	-0,2	0,5	0,2	-1,1	—
Saldo estructural ²	-3,0	-2,7	-2,7	-2,5	-2,1	-1,4	-0,9	-1,1	-1,1	-0,5
Deuda neta	58,3	58,3	59,7	60,2	60,6	58,7	56,9	56,4	57,1	54,3
Deuda bruta	70,3	68,2	69,3	69,7	70,3	68,6	66,5	69,9	70,6	66,7
Alemania³										
Saldo efectivo	-2,2	-3,7	-4,0	-3,8	-3,3	-1,5	-0,2	-0,3	-0,8	—
Brecha del producto ²	0,2	-0,2	-1,7	-1,9	-2,3	-0,8	0,4	1,0	-0,3	—
Saldo estructural ^{2,4}	-1,8	-2,9	-3,2	-2,8	-2,3	-1,2	-0,2	-0,8	-0,3	—
Deuda neta	46,8	54,3	57,7	60,0	61,8	60,2	57,7	56,1	56,8	55,8
Deuda bruta	54,3	59,6	62,8	64,7	66,4	66,0	63,2	76,4	77,0	73,5
Francia										
Saldo efectivo	-3,7	-3,1	-4,1	-3,6	-3,0	-2,4	-2,7	-3,3	-3,9	-1,5
Brecha del producto ²	-0,8	0,7	-0,2	0,2	—	0,1	0,2	-1,0	-2,7	—
Saldo estructural ^{2,4}	-3,1	-3,5	-3,8	-3,5	-3,2	-2,3	-2,6	-2,7	-2,3	-1,5
Deuda neta	44,8	49,1	53,2	55,3	56,7	53,9	54,2	55,5	57,8	57,1
Deuda bruta	54,1	58,8	62,9	65,0	66,4	63,6	63,9	65,2	67,5	66,8
Italia										
Saldo efectivo	-5,5	-2,9	-3,5	-3,5	-4,2	-3,4	-1,6	-2,6	-2,9	-2,4
Brecha del producto ²	-0,5	0,7	-0,5	-0,2	-0,8	-0,2	0,2	-0,6	-1,6	-1,0
Saldo estructural ^{2,4}	-5,3	-4,1	-3,4	-3,7	-4,0	-3,3	-1,8	-2,3	-2,1	-1,9
Deuda neta	109,5	102,1	101,5	100,8	102,7	102,7	101,1	101,3	102,5	101,9
Deuda bruta	114,9	105,7	104,4	103,8	105,8	106,5	104,0	104,3	105,5	104,9
Japón										
Saldo efectivo	-4,6	-8,0	-8,0	-6,2	-5,0	-3,8	-3,2	-3,4	-3,9	-3,2
Excluida la seguridad social	-6,2	-7,9	-8,1	-6,6	-5,4	-3,8	-2,7	-2,7	-3,4	-3,1
Brecha del producto ²	-0,5	-2,3	-2,2	-1,1	-0,9	-0,2	0,2	-0,7	-1,8	—
Saldo estructural ²	-4,4	-7,0	-7,1	-5,7	-4,7	-3,7	-3,3	-3,1	-3,2	-3,2
Excluida la seguridad social	-6,8	-7,3	-7,6	-6,4	-5,2	-3,8	-2,7	-2,6	-3,0	-3,1
Deuda neta	37,0	72,6	76,5	82,7	84,6	88,4	90,6	94,3	97,6	99,2
Deuda bruta	108,5	160,9	167,2	178,1	191,6	194,7	195,4	198,6	200,9	191,1
Reino Unido										
Saldo efectivo	-3,0	-1,9	-3,3	-3,4	-3,3	-2,6	-2,7	-3,5	-4,4	-3,5
Brecha del producto ²	-0,4	-0,1	-0,1	0,1	-0,4	-0,1	0,3	-1,1	-3,2	—
Saldo estructural ²	-2,5	-1,9	-2,9	-3,4	-3,0	-2,6	-2,8	-2,9	-2,8	-2,6
Deuda neta	37,1	32,0	33,7	35,6	37,4	38,1	38,3	37,6	38,5	39,7
Deuda bruta	42,6	37,2	38,5	40,3	42,1	43,3	44,1	43,4	44,3	45,8
Canadá										
Saldo efectivo	-2,7	-0,1	-0,1	0,9	1,5	1,3	1,4	0,7	0,6	1,2
Brecha del producto ²	-0,2	0,2	-0,7	-0,2	0,0	0,5	0,6	-1,4	-2,8	—
Saldo estructural ²	-2,4	-0,2	0,2	1,0	1,5	1,1	1,1	1,2	1,7	1,2
Deuda neta	60,4	42,6	38,7	34,5	30,0	26,4	23,2	21,5	20,4	12,2
Deuda bruta	93,5	80,6	76,6	72,4	70,5	67,9	64,2	60,7	58,4	43,1

Nota: La metodología y los supuestos específicos para cada país se analizan en el recuadro A1 del apéndice estadístico.

¹Los datos de la deuda se refieren al final del año. No siempre es posible comparar los datos de la deuda de los distintos países.²Porcentaje del PIB potencial.³A partir de 1995, el gobierno general se hizo cargo de las obligaciones de amortización y servicio de la deuda del Fondo Fiduciario Alemán (y de varios otros organismos). Esta deuda es equivalente al 8% del PIB, y el correspondiente servicio de la deuda representa entre ½% y 1% del PIB.⁴No incluye ingresos de carácter excepcional provenientes de la venta de licencias de telefonía móvil (equivalentes al 2,5% del PIB en 2000 en el caso de Alemania, 0,1% del PIB en 2001 y 2002 en Francia y 1,2% del PIB en 2000 en Italia). Tampoco incluye ingresos de carácter excepcional provenientes de transacciones de activos sustanciales, que en Francia en particular equivalían al 0,5% del PIB en 2005.

Cuadro A9. Resumen de los volúmenes y precios del comercio mundial

(Variación porcentual anual)

	Promedios de 10 años		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	1990-99	2000-09										
Comercio de bienes y servicios												
Comercio mundial¹												
Volumen	6,5	6,5	12,3	0,3	3,5	5,4	10,7	7,6	9,3	7,2	4,9	4,1
Deflactor de precios												
En dólares de EE.UU.	—	5,0	-0,5	-3,6	1,2	10,4	9,7	5,6	5,0	8,1	15,3	0,2
En DEG	-0,7	3,6	3,1	-0,1	-0,6	2,1	3,7	5,8	5,5	3,9	10,6	2,0
Volumen del comercio												
Exportaciones												
Economías avanzadas	6,5	5,3	11,9	-0,5	2,4	3,3	9,1	6,1	8,4	5,9	4,3	2,5
Economías emergentes y en desarrollo	7,5	9,2	13,8	2,6	6,9	10,5	13,9	10,8	11,0	9,5	6,3	7,4
Importaciones												
Economías avanzadas	6,4	4,8	11,9	-0,5	2,7	4,1	9,4	6,4	7,5	4,5	1,9	1,1
Economías emergentes y en desarrollo	6,5	11,2	13,8	3,2	6,2	10,0	16,0	12,0	14,7	14,2	11,7	10,5
Términos de intercambio												
Economías avanzadas	—	-0,5	-2,6	0,4	0,8	1,0	—	-1,5	-1,2	0,3	-1,8	-0,1
Economías emergentes y en desarrollo	-0,7	2,4	6,0	-2,3	0,3	1,1	3,0	5,2	4,9	1,7	5,5	-0,9
Comercio de bienes												
Comercio mundial¹												
Volumen	6,7	6,6	13,0	-0,4	3,7	6,3	10,9	7,6	9,3	6,5	5,2	4,4
Deflactor de precios												
En dólares de EE.UU.	-0,3	5,1	0,2	-3,9	0,6	9,9	9,8	6,1	5,7	8,2	16,0	-0,1
En DEG	-0,9	3,7	3,9	-0,4	-1,1	1,6	3,8	6,4	6,1	4,0	11,3	1,8
Precios del comercio mundial en dólares de EE.UU.²												
Manufacturas	0,3	4,6	-5,3	-3,4	2,1	14,4	9,5	3,6	3,7	8,8	13,8	0,5
Petróleo	—	18,8	57,0	-13,8	2,5	15,8	30,7	41,3	20,5	10,7	50,8	-6,3
Productos primarios no combustibles	-2,2	6,9	4,2	-4,8	1,9	5,9	15,2	6,1	23,2	14,1	13,3	-6,2
Alimentos	-2,3	6,9	2,5	-2,0	3,5	6,3	14,0	-0,9	10,5	15,2	29,8	-5,8
Bebidas	-0,5	4,6	-18,4	-13,3	24,3	4,8	-0,9	18,1	8,4	13,8	27,5	-7,1
Materias primas agrícolas	-0,6	2,1	5,5	-3,4	-0,2	0,6	4,1	0,5	8,8	5,0	3,6	-2,7
Metales	-4,1	11,5	13,2	-10,3	-3,5	11,8	34,6	22,4	56,2	17,4	-1,9	-8,4
Precios del comercio mundial en DEG²												
Manufacturas	-0,3	3,2	-1,8	0,1	0,4	5,7	3,6	3,9	4,2	4,5	9,2	2,4
Petróleo	-0,6	17,2	62,8	-10,7	0,8	7,1	23,6	41,6	21,0	6,4	44,7	-4,6
Productos primarios no combustibles	-2,9	5,5	8,1	-1,3	0,2	-2,1	9,0	6,3	23,8	9,6	8,7	-4,5
Alimentos	-2,9	5,4	6,2	1,5	1,8	-1,7	7,8	-0,7	11,0	10,7	24,5	-4,1
Bebidas	-1,1	3,2	-15,4	-10,2	22,2	-3,1	-6,3	18,3	8,8	9,4	22,3	-5,4
Materias primas agrícolas	-1,2	0,7	9,4	0,1	-1,9	-7,0	-1,6	0,8	9,3	0,9	-0,6	-0,9
Metales	-4,8	10,0	17,4	-7,0	-5,1	3,3	27,3	22,7	56,9	12,8	-5,9	-6,7
Precios del comercio mundial en euros²												
Manufacturas	0,7	1,1	9,3	-0,3	-3,1	-4,5	-0,4	3,4	2,9	-0,4	2,4	1,9
Petróleo	0,4	14,8	81,3	-11,1	-2,8	-3,3	18,9	41,0	19,5	1,4	35,6	-5,0
Productos primarios no combustibles	-1,9	3,3	20,4	-1,8	-3,3	-11,6	4,8	5,9	22,3	4,5	1,9	-4,9
Alimentos	-2,0	3,3	18,3	1,1	-1,8	-11,2	3,7	-1,1	9,6	5,6	16,8	-4,5
Bebidas	-0,1	1,1	-5,7	-10,5	17,9	-12,5	-9,9	17,8	7,5	4,2	14,7	-5,8
Materias primas agrícolas	-0,3	-1,3	21,8	-0,4	-5,4	-16,0	-5,3	0,3	8,0	-3,8	-6,8	-1,3
Metales	-3,8	7,8	30,7	-7,4	-8,4	-6,7	22,4	22,2	55,0	7,5	-11,8	-7,1

Cuadro A9 (conclusión)

	Promedios de 10 años		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	1990-99	2000-09										
Comercio de bienes												
Volumen del comercio												
Exportaciones												
Economías avanzadas	6,4	5,2	12,7	-1,3	2,3	3,9	8,8	5,6	8,5	5,1	4,3	2,6
Economías emergentes y en desarrollo	7,5	9,3	13,9	2,0	7,0	11,6	14,0	10,9	10,9	9,2	6,9	7,4
Exportadores de combustibles	2,8	5,5	7,5	0,5	3,0	12,1	8,9	5,4	4,2	4,0	5,1	4,3
Exportadores de otros productos	9,5	10,7	15,8	2,6	8,3	11,5	15,8	12,8	13,6	11,4	7,5	8,6
Importaciones												
Economías avanzadas	6,7	5,0	12,6	-1,4	3,1	5,0	9,7	6,3	7,8	3,8	2,3	1,4
Economías emergentes y en desarrollo	6,8	11,3	14,6	3,1	6,3	11,4	17,0	12,5	12,8	13,2	11,8	10,8
Exportadores de combustibles	-0,5	14,6	11,3	16,0	8,7	9,6	16,1	17,5	14,2	20,2	17,3	15,8
Exportadores de otros productos	9,0	10,6	15,1	1,0	5,8	11,7	17,2	11,6	12,5	11,8	10,6	9,7
Deflactor de precios en DEG												
Exportaciones												
Economías avanzadas	-1,1	2,7	0,3	-0,2	-0,9	2,5	3,0	3,7	4,2	3,7	9,3	1,8
Economías emergentes y en desarrollo	—	6,9	14,8	-1,0	0,1	1,4	7,5	13,9	10,8	5,4	16,1	1,6
Exportadores de combustibles	0,5	13,8	43,7	-7,3	0,6	4,2	17,1	33,2	18,1	8,0	33,1	-1,1
Exportadores de otros productos	-0,2	4,3	6,1	1,4	-0,1	0,5	4,3	7,0	7,8	4,3	9,6	2,6
Importaciones												
Economías avanzadas	-1,4	3,2	3,4	-0,8	-1,9	1,2	3,1	5,6	5,6	3,5	10,9	1,7
Economías emergentes y en desarrollo	0,7	4,1	6,6	1,1	-0,6	0,3	4,1	6,8	6,6	4,2	10,6	2,3
Exportadores de combustibles	1,0	3,8	1,9	0,4	0,9	0,7	4,2	7,3	7,8	4,6	8,1	2,3
Exportadores de otros productos	0,5	4,2	7,5	1,2	-0,9	0,2	4,1	6,7	6,3	4,2	11,2	2,2
Términos de intercambio												
Economías avanzadas	0,3	-0,5	-3,0	0,6	1,0	1,2	-0,1	-1,8	-1,4	0,2	-1,4	0,1
Economías emergentes y en desarrollo	-0,7	2,6	7,7	-2,1	0,7	1,0	3,3	6,7	4,0	1,1	4,9	-0,7
Por regiones												
África	-0,4	5,6	13,7	-3,5	0,2	2,8	4,0	14,4	9,7	3,9	16,6	-3,2
América	-0,9	3,1	7,4	-4,2	1,7	3,1	5,9	5,8	8,8	2,2	4,3	-2,8
Comunidad de Estados Independientes ³	-2,2	7,7	23,3	-2,6	-2,0	9,0	12,1	14,6	8,9	2,8	17,5	-3,6
Europa central y oriental	-0,6	0,2	-2,3	3,5	0,9	—	1,4	-0,8	-1,5	1,1	-0,6	0,5
Oriente Medio	0,3	8,3	39,7	-8,3	1,7	-0,8	10,6	25,4	5,9	1,7	18,6	-3,2
Países en desarrollo de Asia	-0,2	-0,8	-3,9	0,9	0,5	-0,6	-1,9	-0,8	-0,1	-0,7	-2,7	1,7
Por criterios analíticos												
Por fuentes de ingresos de exportación												
Exportadores de combustibles	-0,5	9,7	41,1	-7,6	-0,2	3,4	12,4	24,1	9,5	3,2	23,1	-3,3
Exportadores de otros productos	-0,7	0,1	-1,3	0,1	0,8	0,2	0,2	0,4	1,4	0,1	-1,4	0,3
Partidas informativas												
Exportaciones mundiales en miles de millones de dólares de EE.UU.												
Bienes y servicios	5.755	13.121	7.880	7.612	7.992	9.309	11.299	12.834	14.759	17.130	20.770	21.622
Bienes	4.583	10.560	6.349	6.076	6.355	7.429	9.022	10.295	11.903	13.751	16.860	17.560
Precio medio del petróleo ⁴	—	18,8	57,0	-13,8	2,5	15,8	30,7	41,3	20,5	10,7	50,8	-6,3
En dólares de EE.UU. el barril	18,20	54,07	28,2	24,3	25,0	28,9	37,8	53,4	64,3	71,1	107,3	100,5
Valor unitario de la exportación de manufacturas ⁵	0,3	4,6	-5,3	-3,4	2,1	14,4	9,5	3,6	3,7	8,8	13,8	0,5

¹Promedio de la variación porcentual anual de las exportaciones e importaciones mundiales.

²Representados, respectivamente, por el índice de valor unitario de exportación, en el caso de las manufacturas de las economías avanzadas; por el precio promedio de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate, y por los precios promedios del mercado mundial de los productos primarios no combustibles ponderados por su participación en la exportación mundial de productos de 2002-04.

³Mongolia, que no es Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

⁴Promedio de los precios de entrega inmediata de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate.

⁵Corresponde a las manufacturas exportadas por las economías avanzadas.

Cuadro A10. Resumen de la balanza de pagos en cuenta corriente

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Economías avanzadas	-264,8	-200,9	-213,2	-209,3	-206,1	-392,2	-454,0	-368,8	-430,2	-268,6	-199,5
Estados Unidos	-417,4	-382,4	-461,3	-523,4	-625,0	-729,0	-788,1	-731,2	-664,1	-485,9	-479,1
Zona del euro ¹	-35,2	8,3	49,8	48,4	120,3	46,7	32,9	29,3	-65,5	-54,3	-14,6
Japón	119,6	87,8	112,6	136,2	172,1	165,7	170,4	211,0	194,3	179,2	153,3
Otras economías avanzadas ²	68,2	85,4	85,7	129,6	126,5	124,5	130,8	122,1	105,2	92,4	141,0
<i>Partida informativa</i>											
Economías asiáticas recientemente industrializadas	38,9	47,5	55,3	80,5	81,9	75,0	84,4	106,1	84,1	81,8	102,8
Economías emergentes y en desarrollo	86,5	41,2	76,9	144,5	215,1	445,9	617,0	634,2	784,9	612,9	493,3
Por regiones											
África	8,1	1,0	-8,8	-4,1	2,1	15,6	27,8	4,0	40,1	3,6	-46,7
América	-48,5	-53,9	-16,3	7,8	20,6	35,2	47,7	16,2	-37,3	-72,6	-112,1
Comunidad de Estados Independientes ³	48,3	33,0	30,3	36,0	63,8	88,3	97,7	74,3	127,9	80,9	-106,9
Europa central y oriental	-31,4	-15,5	-23,1	-36,8	-57,6	-59,4	-87,7	-120,7	-164,4	-174,2	-218,5
Oriente Medio	71,5	39,9	30,3	59,1	97,0	204,7	253,9	257,0	438,6	365,0	280,3
Países en desarrollo de Asia	38,6	36,6	64,6	82,5	89,3	161,5	277,6	403,4	380,0	410,2	697,3
<i>Partida informativa</i>											
Unión Europea	-82,9	-25,3	18,7	21,2	65,0	-10,7	-60,5	-111,0	-232,1	-223,0	-243,0
Por criterios analíticos											
Por fuentes de ingresos de exportación											
Combustibles	151,7	83,5	61,6	106,4	185,8	353,9	439,6	405,5	711,3	558,8	239,5
Otros productos	-65,2	-42,3	15,3	38,1	29,4	92,0	177,5	228,6	73,6	54,1	253,8
Productos primarios	-2,5	-3,8	-4,6	-3,0	0,2	0,9	9,2	10,3	-1,7	-4,3	-5,2
Por fuentes de financiamiento externo											
Países deudores netos	-95,9	-72,5	-34,5	-30,7	-68,6	-99,8	-104,4	-179,4	-322,0	-371,6	-503,9
Financiamiento oficial	-5,1	-3,9	-4,2	-5,8	-5,5	-6,2	-6,5	-17,0	-26,7	-27,7	-32,5
Países deudores netos según el cumplimiento del servicio de la deuda											
Países que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2002-06	-8,4	-5,2	12,1	15,0	0,1	-9,7	0,7	-14,7	-36,8	-48,3	-67,4
Mundo¹	-178,4	-159,7	-136,3	-64,8	9,0	53,7	163,0	265,3	354,7	344,3	293,8
<i>Partidas informativas</i>											
Porcentaje del total mundial de las transacciones en cuenta corriente	-1,1	-1,0	-0,8	-0,3	—	0,2	0,6	0,8	0,9	0,8	0,5
Porcentaje del PIB mundial	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2	—	0,1	0,3	0,5	0,6	0,5	0,4

¹Refleja los errores, omisiones y asimetrías de las estadísticas de balanza de pagos en cuenta corriente, así como la exclusión de los datos correspondientes a los organismos internacionales y a un número limitado de países. Calculado sumando los saldos de cada uno de los países que integran la zona del euro. Véase "Clasificación de los países" en la introducción de este apéndice estadístico.

²En este cuadro, "otras economías avanzadas" se refiere a las economías avanzadas excluidos Estados Unidos, los países de la zona del euro y Japón.

³Mongolia, que no es Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A11. Economías avanzadas: Balanza de pagos en cuenta corriente*(Porcentaje del PIB)*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Economías avanzadas	-1,0	-0,8	-0,8	-0,7	-0,6	-1,1	-1,3	-0,9	-1,0	-0,6	-0,4
Estados Unidos	-4,3	-3,8	-4,4	-4,8	-5,3	-5,9	-6,0	-5,3	-4,6	-3,3	-2,8
Zona del euro ¹	-0,6	0,1	0,7	0,6	1,2	0,5	0,3	0,2	-0,5	-0,4	-0,1
Alemania	-1,7	—	2,0	2,0	4,7	5,2	6,1	7,6	7,3	6,8	6,5
Francia	1,6	1,9	1,4	0,8	0,6	-0,6	-0,7	-1,2	-2,8	-2,7	-2,9
Italia	-0,5	-0,1	-0,8	-1,3	-0,9	-1,6	-2,6	-2,5	-2,8	-2,4	-1,0
España	-4,0	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,4	-8,9	-10,1	-10,1	-7,7	-5,6
Países Bajos	1,9	2,4	2,5	5,5	7,5	7,1	8,2	6,8	5,6	5,1	4,2
Bélgica	4,0	3,4	4,6	4,1	3,5	2,6	2,7	2,1	—	-1,1	-0,9
Austria	-0,7	-0,8	2,7	1,7	2,1	2,0	2,4	3,2	2,8	2,4	2,1
Finlandia	8,1	8,6	8,8	5,1	6,5	3,6	4,6	4,6	3,4	2,9	2,3
Grecia	-7,8	-7,2	-6,5	-6,6	-5,8	-7,4	-11,1	-14,1	-14,0	-14,1	-11,5
Portugal	-10,2	-9,9	-8,1	-6,1	-7,6	-9,5	-10,1	-9,8	-12,0	-12,7	-11,2
Irlanda	-0,4	-0,6	-1,0	—	-0,6	-3,5	-3,6	-5,4	-5,0	-4,4	-3,2
Luxemburgo	13,2	8,8	10,5	8,2	11,9	11,1	10,5	9,9	8,6	8,2	5,8
Eslovenia	-2,7	0,2	1,0	-0,8	-2,7	-2,0	-2,8	-4,9	-4,7	-4,7	-3,7
Chipre	-5,2	-3,3	-3,7	-2,2	-5,0	-5,6	-5,9	-9,7	-9,7	-7,8	-4,5
Malta	-13,1	-4,1	2,5	-3,1	-5,8	-8,7	-8,2	-5,4	-7,7	-6,4	-3,5
Japón	2,6	2,1	2,9	3,2	3,7	3,6	3,9	4,8	4,0	3,7	2,8
Reino Unido	-2,6	-2,1	-1,7	-1,6	-2,1	-2,6	-3,4	-3,8	-3,6	-3,4	-3,0
Canadá	2,7	2,3	1,7	1,2	2,3	1,9	1,4	0,9	0,9	—	1,3
Corea	2,4	1,7	1,0	2,0	4,1	1,9	0,6	0,6	-1,3	-0,7	—
Australia	-3,8	-2,0	-3,7	-5,3	-6,1	-5,8	-5,3	-6,2	-4,9	-4,3	-5,0
Taiwan, provincia china de	2,8	6,5	8,9	10,0	6,0	4,9	7,2	8,6	7,8	6,5	4,9
Suecia	4,0	4,3	5,0	7,2	6,7	6,8	8,5	8,5	6,4	5,8	4,1
Suiza	12,3	7,8	8,3	12,9	12,9	13,6	14,7	16,6	9,3	8,7	12,0
Hong Kong, RAE de	4,1	5,9	7,6	10,4	9,5	11,4	12,1	13,5	11,7	10,3	6,7
Dinamarca	1,4	3,1	2,5	3,4	3,1	4,4	2,9	1,1	1,3	1,8	1,7
Noruega	15,0	16,1	12,6	12,3	12,7	16,3	17,3	15,4	19,1	18,0	17,7
Israel	-0,8	-1,1	-0,8	1,2	2,4	3,2	5,9	3,2	0,4	0,5	1,5
Singapur	11,6	12,5	12,6	23,2	16,7	18,6	21,8	24,3	19,1	17,0	17,5
Nueva Zelandia	-5,1	-2,8	-3,9	-4,3	-6,4	-8,5	-8,7	-8,2	-9,3	-8,1	-5,6
Islandia	-10,2	-4,3	1,5	-4,8	-9,8	-16,1	-25,4	-14,6	-18,2	-13,7	-5,5
<i>Partidas informativas</i>											
Principales economías avanzadas	-1,6	-1,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,8	-2,0	-1,5	-1,3	-0,9	-0,7
Zona del euro ²	-1,5	-0,3	0,8	0,4	0,8	0,2	—	0,3	-0,5	-0,5	-0,2
Economías asiáticas recientemente industrializadas	3,5	4,6	5,0	6,9	6,4	5,2	5,3	6,2	4,7	4,3	4,0

¹Calculado sumando los saldos de cada uno de los países que integran la zona del euro.²Corregido para declarar las discrepancias en las transacciones dentro de la zona del euro.

Cuadro A12. Economías emergentes y en desarrollo, por países: Balanza de pagos en cuenta corriente

(Porcentaje del PIB)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
África	1,8	0,2	-1,9	-0,7	0,3	1,9	2,9	0,4	3,0	0,2	-2,2
Angola	8,7	-16,0	-1,3	-5,2	3,5	16,8	23,3	11,3	18,0	15,9	10,7
Argelia	16,7	12,9	7,7	13,0	13,1	20,6	24,8	22,8	28,1	19,8	10,4
Benin	-7,7	-6,4	-8,4	-8,3	-7,2	-5,5	-5,7	-6,7	-9,8	-8,1	-5,5
Botswana	8,8	9,9	3,3	5,6	3,6	14,8	17,6	15,9	9,3	7,6	11,3
Burkina Faso	-12,3	-11,2	-10,0	-8,7	-10,6	-11,7	-9,6	-8,3	-12,7	-12,1	-8,7
Burundi	-8,6	-4,6	-3,5	-4,6	-8,4	-1,2	-14,5	-16,0	-21,9	-14,8	-10,8
Cabo Verde	-10,9	-10,7	-11,2	-11,2	-14,4	-3,4	-5,0	-9,1	-10,6	-10,9	-10,7
Camerún	-1,4	-3,6	-5,1	-1,8	-3,8	-3,4	0,6	-1,9	1,3	-1,1	-4,9
Chad	-15,4	-31,3	-93,8	-47,8	-16,7	3,1	-10,6	1,7	10,0	-1,8	-2,9
Comoras	1,7	3,0	-1,7	-3,2	-4,6	-7,2	-6,1	-6,7	-8,1	-9,5	-7,9
Congo, República del	7,9	-5,6	0,6	-4,1	12,7	5,3	2,3	-19,3	10,7	21,4	9,4
Congo, República Democrática del	-4,0	-4,0	-1,6	1,0	-2,4	-10,4	-2,4	-1,8	-1,9	-12,6	-4,7
Côte d'Ivoire	-2,8	-0,6	6,7	2,1	1,6	0,2	2,8	-0,7	3,8	-0,6	-4,9
Djibouti	-9,0	-2,9	-1,6	3,4	-1,3	-3,2	-14,7	-24,8	-33,5	-32,9	-13,8
Eritrea	-0,6	-4,6	6,8	9,7	-0,7	0,3	-3,6	-3,7	-3,0	-2,1	2,6
Etiopía	-4,2	-3,0	-4,7	-1,4	-4,0	-6,0	-9,1	-4,5	-5,0	-5,2	-4,7
Gabón	19,7	11,0	6,8	9,5	11,2	22,9	18,7	14,8	17,0	18,1	6,8
Gambia	-3,1	-2,6	-2,8	-5,1	-6,1	-15,1	-11,5	-12,5	-13,9	-12,5	-11,1
Ghana	-8,4	-5,3	0,5	1,7	-2,8	-7,0	-9,0	-10,9	-13,1	-13,2	-12,2
Guinea	-6,4	-2,7	-2,5	-0,2	-1,9	-0,6	0,5	-2,0	-6,3	-6,7	-6,7
Guinea-Bissau	-5,6	-22,1	-10,7	-2,8	1,8	-5,1	-13,9	-2,2	0,2	-11,6	-11,8
Guinea Ecuatorial	-15,8	-41,2	0,9	-33,3	-21,6	-6,2	7,1	4,3	12,5	2,8	3,8
Kenya	-2,3	-3,1	2,2	-0,2	0,1	-0,8	-2,3	-3,1	-6,1	-4,5	-4,1
Lesotho	-18,0	-12,5	-20,1	-12,3	-5,6	-7,3	4,4	3,6	0,1	-1,4	-3,0
Liberia	-19,2	-25,0	-18,2	-35,4	-26,2	-39,1	-24,5	-18,7	-65,9	-43,9	-11,0
Madagascar	-5,6	-1,3	-6,0	-4,7	-8,8	-10,6	-8,4	-13,9	-23,1	-21,2	-6,5
Malawi	-5,3	-6,8	-12,5	-5,8	-7,3	-10,1	-6,4	-2,1	-8,2	-5,4	-7,3
Malí	-10,0	-10,4	-3,1	-6,2	-8,4	-8,3	-3,7	-7,2	-6,6	-6,9	-3,4
Marruecos	-1,3	4,3	3,6	3,2	1,7	1,8	2,2	-0,1	0,4	-0,3	-0,1
Mauricio	-1,5	3,4	5,7	2,4	0,8	-3,5	-5,3	-8,0	-4,7	-6,6	-3,5
Mauritania	-9,0	-11,7	3,0	-13,6	-34,6	-47,2	-1,3	-11,4	-6,3	-3,0	5,4
Mozambique, República de	-16,2	-17,6	-18,8	-15,5	-8,9	-11,4	-9,2	-9,5	-13,6	-13,3	-12,1
Namibia	9,0	1,9	3,7	6,7	8,2	5,5	16,0	18,2	14,0	12,4	6,3
Níger	-6,7	-5,1	-6,6	-8,3	-7,8	-9,3	-8,6	-7,7	-10,7	-20,6	-7,6
Nigeria	11,7	4,9	-13,1	-6,1	5,0	7,1	9,5	2,1	6,2	0,6	-3,5
República Centroafricana	-1,3	-1,7	-1,6	-2,2	0,4	-6,2	-2,7	-4,4	-6,3	-5,9	-5,6
Rwanda	-6,5	-6,0	-10,7	-12,4	-1,9	-1,1	-7,3	-5,0	-9,3	-12,4	-10,1
Santo Tomé y Príncipe	-17,5	-22,7	-17,0	-13,9	-16,8	-10,3	-41,3	-30,2	-29,6	-34,5	-30,2
Senegal	-6,5	-4,3	-5,6	-6,1	-6,1	-7,8	-9,4	-10,4	-11,1	-11,4	-12,1
Seychelles	-7,3	-23,4	-16,3	0,4	-7,0	-23,6	-17,2	-37,0	-38,3	-35,1	-44,0
Sierra Leona	-8,8	-6,3	-2,0	-4,8	-5,8	-7,1	-3,5	-3,8	-6,3	-4,2	-3,2
Sudáfrica	-0,1	0,3	0,8	-1,1	-3,2	-4,0	-6,5	-7,3	-8,0	-8,1	-8,3
Sudán	-8,4	-12,7	-10,3	-7,9	-6,5	-11,1	-15,2	-12,6	-6,3	-6,7	-5,8
Swazilandia	-4,9	-4,3	4,8	6,8	3,1	-4,1	-7,4	-1,4	-5,3	-2,0	-2,6
Tanzanía	-4,8	-4,5	-6,2	-4,2	-3,6	-4,1	-7,7	-9,0	-9,8	-10,0	-9,8
Togo	-9,0	-9,3	-5,5	-4,2	-3,0	-5,3	-6,0	-6,4	-9,6	-8,5	-6,5
Túnez	-4,2	-5,1	-3,6	-2,9	-1,9	-1,1	-2,0	-2,6	-3,4	-3,5	-2,7
Uganda	-6,7	-3,7	-4,6	-5,5	-3,0	-4,5	-3,5	-2,8	-3,4	-5,8	-3,7
Zambia	-18,2	-19,9	-13,8	-14,7	-11,7	-10,0	-0,7	-7,1	-9,5	-6,6	-3,6
Zimbabwe ¹	0,6	-0,7	-3,1	-6,0	-7,8	-10,2	-7,0	-3,5	...	...	...

Cuadro A12 (continuación)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
América	-2,3	-2,7	-0,9	0,4	0,9	1,3	1,5	0,4	-0,8	-1,6	-1,9
Antigua y Barbuda	-9,8	-8,0	-11,5	-12,9	-8,3	-12,4	-16,1	-19,4	-18,2	-14,6	-11,6
Argentina	-3,2	-1,4	8,9	6,3	2,1	2,0	2,6	1,7	0,8	-0,6	-0,8
Bahamas, Las	-12,6	-11,6	-7,8	-8,6	-5,4	-14,3	-25,0	-21,9	-15,1	-12,8	-8,9
Barbados	-5,7	-4,4	-6,8	-6,3	-12,4	-12,8	-8,7	-7,2	-9,9	-9,1	-6,4
Belice	-20,3	-21,9	-17,7	-18,2	-14,7	-13,6	-2,1	-4,2	-4,1	-3,0	-6,0
Bolivia	-5,3	-3,4	-4,1	1,0	3,8	6,5	11,3	13,1	12,1	7,4	4,7
Brasil	-3,8	-4,2	-1,5	0,8	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,8	-2,0	-1,7
Chile	-1,2	-1,6	-0,9	-1,1	2,2	1,2	4,7	4,4	-1,1	-0,9	-2,5
Colombia	0,8	-1,2	-1,5	-1,1	-0,8	-1,3	-1,8	-2,9	-2,2	-1,9	-1,3
Costa Rica	-4,3	-3,7	-4,9	-5,0	-4,3	-5,2	-4,9	-5,8	-7,8	-6,6	-5,7
Dominica	-19,7	-18,4	-13,6	-12,8	-16,5	-28,0	-17,8	-23,6	-27,5	-22,9	-17,4
Ecuador	5,3	-3,2	-4,8	-1,5	-1,7	0,8	3,9	2,3	5,6	1,5	-0,1
El Salvador	-3,3	-1,1	-2,8	-4,7	-4,0	-3,3	-3,6	-5,5	-6,1	-5,3	-3,9
Granada	-17,7	-19,7	-26,6	-25,3	-9,7	-31,4	-33,1	-32,6	-36,4	-35,1	-24,4
Guatemala	-6,1	-6,7	-6,1	-4,6	-4,9	-4,5	-5,0	-5,0	-5,8	-5,9	-5,0
Guyana	-14,1	-15,0	-11,9	-8,6	-9,3	-14,8	-19,4	-18,2	-22,2	-18,7	-9,4
Haití	-1,0	-2,0	-0,9	-1,6	-1,6	2,6	-1,4	-1,1	-3,0	-2,9	—
Honduras	-7,1	-6,3	-3,6	-6,8	-7,7	-3,0	-4,7	-10,0	-13,9	-10,5	-7,9
Jamaica	-5,0	-8,3	-12,7	-8,6	-7,3	-10,6	-11,7	-16,4	-16,0	-12,8	-8,0
México	-3,0	-2,6	-2,0	-1,2	-0,9	-0,6	-0,2	-0,6	-1,4	-2,2	-2,8
Nicaragua	-20,1	-19,4	-17,7	-16,2	-14,5	-14,6	-13,6	-18,3	-23,9	-21,1	-16,4
Panamá	-5,9	-1,5	-0,8	-4,5	-7,5	-4,9	-3,2	-8,0	-11,7	-13,9	-8,9
Paraguay	-2,3	-4,2	1,8	2,3	2,1	0,8	1,5	1,9	1,4	0,5	-0,3
Perú	-2,8	-2,1	-1,9	-1,5	—	1,4	3,0	1,4	-2,0	-1,8	-1,3
República Dominicana	-4,2	-3,0	-3,6	4,9	4,8	-1,4	-3,6	-5,4	-13,5	-12,4	-7,7
Saint Kitts y Nevis	-21,0	-32,0	-39,1	-34,8	-20,1	-18,3	-21,1	-28,4	-30,6	-30,2	-24,8
Santa Lucía	-13,4	-15,6	-15,0	-14,7	-10,9	-17,1	-29,7	-29,1	-28,3	-26,7	-17,9
San Vicente y las Granadinas	-7,1	-10,4	-11,5	-20,8	-24,8	-22,3	-24,0	-26,5	-26,5	-22,8	-19,2
Suriname	-3,8	-15,2	-5,6	-10,8	-2,1	-4,3	1,8	2,9	1,3	0,8	1,4
Trinidad y Tabago	6,6	5,0	0,9	8,7	12,5	23,7	25,2	25,8	22,3	19,7	9,2
Uruguay	-2,8	-2,9	3,2	-0,5	0,3	—	-2,4	-0,8	-2,6	-1,9	-1,4
Venezuela, República Bolivariana de	10,1	1,6	8,2	14,1	13,8	17,7	14,7	8,8	8,5	3,4	—
Comunidad de Estados Independientes²	13,7	8,0	6,5	6,3	8,2	8,8	7,5	4,4	5,5	3,0	-2,3
Rusia	18,0	11,1	8,4	8,2	10,1	11,0	9,5	5,9	6,5	3,4	-3,2
Excluido Rusia	1,5	-0,9	1,0	0,4	2,3	1,6	1,1	-0,5	2,3	1,8	1,1
Armenia	-14,6	-9,5	-6,2	-6,8	-0,5	-1,0	-1,8	-6,4	-9,7	-10,8	-8,1
Azerbaiyán	-3,5	-0,9	-12,3	-27,8	-29,8	1,3	17,7	28,9	38,3	38,6	12,0
Belarús	-3,2	-3,3	-2,2	-2,4	-5,2	1,4	-3,9	-6,8	-5,9	-8,0	-7,2
Georgia	-7,9	-6,4	-6,8	-8,6	-8,9	-11,9	-15,9	-20,0	-20,8	-18,7	-11,9
Kazajstán	3,0	-5,4	-4,2	-0,9	0,8	-1,8	-2,4	-6,9	4,3	3,3	3,3
Moldova	-7,6	-1,8	-1,2	-6,6	-2,3	-10,3	-11,8	-17,0	-19,9	-19,1	-16,4
Mongolia	-5,0	-13,0	-8,7	-7,1	1,3	1,1	7,0	2,5	-12,6	-12,6	0,1
República Kirguisa	-4,3	-1,5	-4,0	1,7	4,9	2,8	-3,1	-0,2	-4,2	-5,4	-2,0
Tayikistán	-1,6	-4,9	-3,5	-1,3	-3,9	-2,7	-2,8	-11,2	-8,5	-8,1	-4,5
Turkmenistán	8,2	1,7	6,7	2,7	0,6	5,1	15,7	15,4	26,5	33,0	35,6
Ucrania	4,7	3,7	7,5	5,8	10,6	2,9	-1,5	-3,7	-7,2	-9,2	-5,7

Cuadro A12 (continuación)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Europa central y oriental	-4,8	-2,5	-3,2	-4,1	-5,2	-4,6	-6,0	-6,6	-7,1	-7,2	-6,7
Albania	-3,7	-3,7	-7,2	-5,2	-4,0	-6,1	-5,6	-9,2	-10,5	-7,1	-5,0
Bosnia y Herzegovina	-6,9	-12,5	-17,8	-19,4	-16,3	-18,0	-8,4	-12,7	-15,8	-13,5	-13,0
Bulgaria	-5,6	-5,6	-2,4	-5,5	-6,6	-12,0	-15,6	-21,4	-24,4	-21,5	-12,9
Croacia	-2,9	-3,7	-8,4	-6,2	-5,0	-6,3	-7,9	-8,6	-10,1	-10,2	-7,2
Estonia	-5,4	-5,2	-10,6	-11,3	-11,7	-10,0	-16,7	-18,1	-10,8	-8,7	-9,3
Hungría	-8,4	-6,0	-7,0	-7,9	-8,4	-6,8	-6,1	-5,0	-5,5	-6,1	-6,5
Letonia	-4,7	-7,5	-6,7	-8,2	-12,8	-12,4	-22,7	-22,9	-15,1	-8,3	-5,3
Lituania	-5,9	-4,7	-5,2	-6,9	-7,7	-7,1	-10,7	-14,6	-14,9	-8,7	-8,3
Macedonia, ex República Yugoslava de	-1,9	-7,2	-9,4	-4,1	-8,4	-2,6	-0,9	-3,0	-14,0	-13,8	-8,9
Montenegro, República de	...	...	...	-6,8	-7,2	-8,5	-24,7	-39,6	-39,6	-36,8	-16,7
Polonia	-5,8	-2,8	-2,5	-2,1	-4,0	-1,2	-2,7	-3,8	-4,7	-5,7	-5,9
República Checa	-4,7	-5,3	-5,7	-6,3	-5,3	-1,3	-2,6	-1,8	-2,2	-2,5	-2,8
República Eslovaca	-3,3	-8,3	-8,0	-5,9	-7,8	-8,5	-7,1	-5,4	-5,1	-4,7	-3,0
Rumania	-3,7	-5,5	-3,3	-5,8	-8,4	-8,9	-10,4	-14,0	-13,8	-13,3	-12,7
Serbia	-1,8	-2,5	-8,2	-7,2	-12,1	-8,7	-10,0	-15,9	-18,6	-19,3	-15,4
Turquía	-3,7	2,0	-0,3	-2,5	-3,7	-4,6	-6,0	-5,7	-6,5	-6,7	-5,5
Oriente Medio	11,3	6,3	4,7	8,3	11,7	20,0	21,1	18,4	22,9	17,1	8,7
Arabia Saudita	7,6	5,1	6,3	13,1	20,8	28,7	27,9	25,1	32,5	23,8	8,6
Bahrein	10,6	2,8	-0,7	2,0	4,2	11,0	13,8	16,7	18,0	15,0	9,0
Egipto	-1,2	—	0,7	2,4	4,3	3,2	0,8	1,5	0,6	-0,9	-2,7
Emiratos Árabes Unidos	17,3	9,5	4,9	8,5	9,1	18,0	22,6	20,5	22,6	18,8	10,9
Irán, República Islámica del	13,0	5,2	3,1	0,6	0,9	8,8	9,2	10,1	11,2	6,7	-1,1
Iraq	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Jordania	0,7	0,1	5,7	12,2	0,8	-17,4	-11,3	-17,5	-18,5	-16,3	-11,5
Kuwait	38,9	23,9	11,2	19,7	30,6	46,6	52,2	43,1	44,6	39,3	39,1
Líbano	-17,2	-19,3	-14,1	-13,2	-15,5	-13,6	-5,6	-12,7	-14,0	-13,7	-9,3
Libia	29,8	12,3	3,0	19,9	22,3	38,4	45,8	34,0	36,5	29,5	24,3
Omán	15,5	9,8	6,7	3,8	2,4	15,2	12,1	8,0	10,1	5,6	5,4
Qatar	23,2	27,3	21,9	25,3	22,4	33,2	28,4	29,2	42,9	35,6	23,0
República Árabe Siria	5,2	5,7	7,2	1,0	-1,9	-2,1	-2,9	-1,4	-2,7	-2,9	-4,2
Yemen, República del	13,8	6,8	4,1	1,5	1,6	3,8	1,1	-6,1	2,9	2,1	—

Cuadro A12 (conclusión)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Países en desarrollo de Asia	1,7	1,5	2,4	2,7	2,6	4,0	5,9	7,0	5,4	5,2	5,8
Afganistán, República del	...	...	-3,7	-15,7	-4,9	-2,8	-4,9	0,8	0,9	-3,0	-4,6
Bangladesh	-1,4	-0,9	0,3	0,3	-0,3	—	1,2	1,1	1,0	0,9	-0,5
Bhután	-9,0	-8,5	-15,8	-23,6	-17,9	-30,4	-4,3	11,0	11,7	2,8	-28,6
Brunei Darussalam	50,0	48,4	41,2	47,7	48,6	52,8	56,3	48,8	55,0	55,6	56,7
Camboya	-2,8	-1,1	-2,4	-3,6	-2,2	-4,2	-1,1	-3,6	-10,3	-9,8	-5,7
China	1,7	1,3	2,4	2,8	3,6	7,2	9,4	11,3	9,5	9,2	9,9
Fiji	-5,6	-7,0	-1,2	-6,1	-13,6	-14,0	-22,6	-15,5	-21,3	-21,4	-15,0
Filipinas	-2,9	-2,4	-0,4	0,4	1,9	2,0	4,5	4,4	2,4	2,2	0,5
India	-1,0	0,3	1,4	1,5	0,1	-1,3	-1,1	-1,4	-2,8	-3,1	-2,1
Indonesia	4,8	4,3	4,0	3,5	0,6	0,1	3,0	2,5	0,1	-0,1	-2,0
Islas Salomón	-10,1	-9,4	-6,5	9,1	23,5	-9,8	-5,6	-2,8	-6,8	-9,6	-11,9
Kiribati	-1,2	22,2	10,5	12,6	-3,4	-42,2	-27,6	-31,1	-43,7	-47,0	-53,6
Malasia	9,0	7,9	8,0	12,0	12,1	14,5	16,1	15,6	14,8	13,2	11,2
Maldivas	-8,2	-9,4	-5,6	-4,6	-16,2	-35,9	-40,3	-45,0	-48,3	-37,0	-4,0
Myanmar	-0,8	-2,4	0,2	-1,0	2,4	3,7	9,5	6,8	3,6	1,6	-4,8
Nepal	2,9	4,5	4,2	2,4	2,7	2,0	2,2	0,5	1,9	1,7	-0,6
Pakistán	-0,3	0,4	3,9	4,9	1,8	-1,4	-3,9	-4,8	-8,7	-6,4	-3,5
Papua Nueva Guinea	8,5	6,5	-1,0	4,5	2,2	4,2	2,9	4,3	3,3	1,7	-3,7
República Democrática Popular Lao	-9,1	-12,8	-11,6	-12,1	-16,9	-17,4	-10,8	-17,3	-16,3	-16,5	-6,5
Samoa	1,0	0,1	-1,1	-95,3	-6,8	-1,6	-4,6	-6,1	-9,4	-8,4	0,2
Sri Lanka	-6,3	-1,1	-1,4	-0,4	-3,1	-2,7	-5,3	-4,2	-7,5	-7,1	-7,0
Tailandia	7,6	4,4	3,7	3,4	1,7	-4,3	1,1	6,4	3,1	2,0	-0,4
Timor-Leste, República Democrática de	-15,0	-19,3	-22,9	-21,4	14,8	61,0	192,2	253,3	230,5	178,1	94,3
Tonga	-6,2	-9,5	5,1	-3,1	4,2	-2,6	-9,7	-10,4	-10,4	-8,8	-7,6
Vanuatu	2,0	2,0	-5,4	-6,6	-5,0	-7,4	-5,7	-9,9	-11,4	-13,2	-6,5
Vietnam	3,5	2,1	-1,7	-4,9	-3,5	-0,9	-0,3	-9,9	-11,7	-10,4	-6,3

¹Como las tendencias recientes impiden pronosticar con exactitud el PIB nominal, no se presentan proyecciones para 2008 ni años posteriores.

²Mongolia, que no es Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A13. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos netos de capital¹

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	Promedio 1997-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Economías emergentes y en desarrollo											
Flujos netos de capital privado ²	118,9	71,6	75,5	77,1	162,5	236,5	248,7	223,0	632,8	528,6	286,6
Inversión privada directa neta	163,4	172,0	187,2	156,6	166,2	189,0	261,8	246,0	379,0	443,6	414,6
Flujos privados netos de cartera	52,0	16,0	-78,7	-91,9	-13,0	12,7	-20,4	-107,3	54,5	-6,6	-89,1
Otros flujos privados netos de capital	-96,5	-116,3	-33,0	12,4	9,2	34,8	7,3	84,4	199,5	91,8	-38,7
Otros flujos oficiales, neto ³	18,1	-34,2	-0,4	-1,0	-50,5	-71,1	-109,9	-158,0	-140,7	-158,6	-135,4
Variación de las reservas ⁴	-74,4	-138,0	-124,7	-195,1	-364,0	-508,4	-595,8	-754,3	-1.256,1	-1.270,1	-920,2
<i>Partida informativa</i>											
Cuenta corriente ⁵	-27,3	124,3	87,4	131,3	226,4	300,0	525,1	709,9	745,5	869,6	695,6
África											
Flujos netos de capital privado ²	8,6	-3,1	2,3	1,8	3,9	13,1	26,3	36,0	39,6	43,7	62,3
Inversión privada directa neta	7,4	7,7	23,2	14,4	17,6	16,2	23,8	21,8	31,3	31,4	34,0
Flujos privados netos de cartera	6,9	-2,1	-7,9	-1,6	-0,4	6,0	3,6	18,4	12,1	8,3	11,0
Otros flujos privados netos de capital	-5,6	-8,7	-13,1	-10,9	-13,3	-9,2	-1,1	-4,1	-3,6	4,3	17,5
Otros flujos oficiales, neto ³	2,1	1,0	0,1	3,9	1,1	-1,6	-5,3	-16,6	-1,8	6,5	3,7
Variación de las reservas ⁴	-2,6	-13,4	-10,6	-5,7	-11,5	-31,9	-43,3	-54,2	-60,3	-99,3	-78,3
América											
Flujos netos de capital privado ²	74,4	61,9	39,3	13,6	23,0	15,2	36,7	9,5	99,7	73,0	76,8
Inversión privada directa neta	62,3	71,0	68,7	50,6	38,1	48,9	51,3	27,8	77,0	57,8	60,2
Flujos privados netos de cartera	21,3	1,5	-7,9	-15,3	-10,6	-18,6	5,4	-14,0	31,8	39,9	40,8
Otros flujos privados netos de capital	-9,1	-10,6	-21,4	-21,7	-4,5	-15,0	-20,0	-4,3	-9,1	-24,6	-24,1
Otros flujos oficiales, neto ³	5,9	-5,8	25,5	18,4	4,9	-8,9	-30,9	-18,6	1,0	2,9	0,6
Variación de las reservas ⁴	-0,9	-6,7	1,7	1,4	-33,6	-22,4	-33,2	-49,5	-132,6	-74,3	-55,7
Comunidad de Estados Independientes											
Flujos netos de capital privado ²	-7,2	-27,9	6,8	15,4	19,3	3,1	31,7	56,8	125,3	19,8	26,0
Inversión privada directa neta	5,4	2,3	4,9	5,2	5,4	13,0	11,5	21,0	26,0	28,7	35,0
Flujos privados netos de cartera	1,0	-10,0	-1,2	0,4	-0,5	4,4	-4,8	12,8	15,5	-0,2	5,4
Otros flujos privados netos de capital	-13,6	-20,2	3,0	9,9	14,3	-14,3	25,0	23,1	83,8	-8,8	-14,5
Otros flujos oficiales, neto ³	-0,5	-5,8	-5,0	-10,5	-9,3	-7,4	-20,3	-29,7	-5,7	-8,4	-4,9
Variación de las reservas ⁴	1,6	-20,4	-14,4	-15,1	-32,8	-54,9	-77,2	-128,6	-168,3	-129,9	-92,1
Europa central y oriental											
Flujos netos de capital privado ²	32,4	38,6	11,1	53,7	53,6	74,3	119,2	119,9	173,8	179,9	181,7
Inversión privada directa neta	18,1	23,5	24,0	24,5	17,1	36,1	51,7	64,3	74,8	77,3	81,8
Flujos privados netos de cartera	4,3	3,8	0,9	2,1	8,0	28,4	21,5	9,9	-7,7	10,4	15,5
Otros flujos privados netos de capital	10,0	11,4	-13,8	27,2	28,5	9,8	45,9	45,6	106,7	92,2	84,5
Otros flujos oficiales, neto ³	-1,5	1,6	6,0	-7,5	-5,1	-6,0	-7,9	-4,7	-2,4	-2,4	-2,2
Variación de las reservas ⁴	-10,1	-6,2	-2,7	-18,1	-12,8	-14,7	-45,9	-22,8	-41,6	-22,9	-21,3
Oriente Medio⁶											
Flujos netos de capital privado ²	9,3	-5,2	-7,3	-22,1	2,6	-16,9	-57,5	-47,5	33,7	-99,6	-86,2
Inversión privada directa neta	7,2	6,0	12,3	9,2	17,5	10,2	18,3	15,1	7,0	8,0	11,8
Flujos privados netos de cartera	-5,0	3,1	-12,6	-17,4	-17,0	-20,8	-36,5	-24,3	-12,7	-23,4	-31,2
Otros flujos privados netos de capital	7,1	-14,2	-7,1	-13,8	2,1	-6,3	-39,2	-38,2	39,4	-84,2	-66,9
Otros flujos oficiales, neto ³	1,3	-23,5	-13,9	-8,1	-24,2	-33,7	-24,4	-66,4	-93,9	-147,0	-115,3
Variación de las reservas ⁴	-3,4	-31,3	-11,1	-2,9	-36,7	-46,2	-107,5	-126,0	-192,3	-191,7	-161,9
Países emergentes de Asia⁷											
Flujos netos de capital privado ²	1,3	6,3	23,5	23,1	64,2	147,8	90,9	48,3	163,0	291,6	22,0
Inversión privada directa neta	63,1	61,6	54,0	53,3	70,4	64,5	104,3	96,5	160,4	224,5	181,2
Flujos privados netos de cartera	23,4	19,7	-50,1	-60,0	7,9	13,4	-9,3	-110,7	14,8	-24,8	-108,4
Otros flujos privados netos de capital	-85,2	-75,0	19,5	29,9	-14,1	69,9	-4,0	62,5	-12,2	91,9	-50,7
Otros flujos oficiales, neto ³	10,7	-1,8	-13,0	2,8	-18,0	-13,4	-21,2	-22,0	-37,0	-9,5	-18,9
Variación de las reservas ⁴	-59,0	-60,1	-87,7	-154,8	-236,7	-338,7	-288,3	-373,3	-662,8	-752,4	-546,2
Exportadores de combustibles											
Flujos netos de capital privado ²	-4,8	-43,6	-6,4	-16,4	11,6	-18,4	-38,1	-3,8	120,9	-141,0	-103,1
Otros países											
Flujos netos de capital privado ²	123,7	115,2	81,9	93,6	150,9	254,9	286,8	226,7	511,9	669,6	389,6

¹Los flujos netos de capital comprenden la inversión directa neta, la inversión de cartera neta y otros flujos netos de inversión a largo y corto plazo, incluidos los empréstitos oficiales y privados. Este cuadro incluye Corea, Israel, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur.

²Debido a las limitaciones de datos, "otros flujos netos de capital privado" podría incluir algunos flujos oficiales.

³Excluidas las donaciones e incluidas las inversiones en el extranjero de organismos de inversiones oficiales.

⁴El signo menos indica un aumento.

⁵La suma del saldo en cuenta corriente, los flujos netos de capital privado, los flujos oficiales netos y la variación de las reservas equivale, con signo contrario, a la suma de la cuenta de capital y los errores y omisiones.

⁶Incluye Israel.

⁷Este grupo comprende los países en desarrollo de Asia y las economías recientemente industrializadas de Asia.

Cuadro A14. Economías emergentes y en desarrollo: Flujos de capital privado¹*(Miles de millones de dólares de EE.UU.)*

	Promedio 1997-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Economías emergentes y en desarrollo											
Flujos netos de capital privado	118,9	71,6	75,5	77,1	162,5	236,5	248,7	223,0	632,8	528,6	286,6
Entradas	253,1	314,3	160,1	167,8	414,8	634,7	838,9	1.276,9	2.017,0	1.344,3	1.293,6
Salidas	-87,0	-242,3	-90,5	-90,4	-256,4	-400,3	-591,1	-1.053,8	-1.384,4	-815,7	-1.006,6
África											
Flujos netos de capital privado	8,6	-3,1	2,3	1,8	3,9	13,1	26,3	36,0	39,6	43,7	62,3
Entradas	20,4	5,7	14,5	14,0	18,0	25,8	45,3	70,2	69,5	78,9	93,1
Salidas	-7,3	-8,8	-12,3	-12,2	-14,1	-12,7	-19,0	-34,1	-29,7	-34,9	-30,6
América											
Flujos netos de capital privado	74,5	62,8	39,2	5,1	19,0	15,2	38,1	9,5	97,4	93,2	80,8
Entradas	104,8	84,8	69,8	24,7	47,1	66,0	90,5	110,5	226,3	207,5	196,8
Salidas	-13,6	-22,0	-30,6	-19,6	-28,1	-50,8	-52,4	-101,0	-128,8	-114,3	-116,0
Comunidad de Estados Independientes											
Flujos netos de capital privado	-7,2	-27,9	6,8	15,4	19,3	3,1	31,7	56,8	125,3	19,8	26,0
Entradas	11,2	-5,5	11,0	22,6	46,4	63,2	112,3	161,7	282,8	182,4	195,0
Salidas	-1,4	-22,3	-4,3	-7,1	-27,2	-60,1	-80,6	-104,9	-157,5	-162,6	-169,0
Europa central y oriental											
Flujos netos de capital privado	32,4	38,6	11,1	53,7	53,6	74,3	119,2	119,9	173,8	179,9	181,7
Entradas	38,1	48,6	20,4	55,0	64,0	103,8	140,1	175,3	211,8	203,8	201,1
Salidas	-1,5	-9,9	-9,3	-1,3	-10,5	-29,5	-20,9	-55,4	-38,0	-23,8	-19,4
Oriente Medio²											
Flujos netos de capital privado	9,3	-5,2	-7,3	-22,1	2,6	-16,9	-57,5	-47,5	33,7	-99,6	-86,2
Entradas	17,1	41,2	-3,7	-11,6	32,1	67,1	83,9	246,3	403,6	18,1	94,8
Salidas	-7,1	-46,4	-4,1	-10,3	-29,4	-83,9	-140,1	-293,6	-369,7	-117,5	-180,8
Países emergentes de Asia³											
Flujos netos de capital privado	1,3	6,3	23,5	23,1	64,2	147,8	90,9	48,3	163,0	291,6	22,0
Entradas	61,4	139,6	48,0	63,2	207,1	308,7	366,8	512,9	823,1	653,6	512,8
Salidas	-56,2	-132,9	-29,9	-40,0	-147,2	-163,1	-278,0	-464,8	-660,7	-362,5	-490,8

¹Los flujos de capital privado comprenden la inversión directa, la inversión de cartera y otros flujos de inversión a largo y corto plazo. Este cuadro incluye Corea, Israel, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur.

²Incluye Israel.

³Este grupo comprende los países en desarrollo de Asia y las economías recientemente industrializadas de Asia.

Cuadro A15. Economías emergentes y en desarrollo: Reservas¹

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	<i>Miles de millones de dólares de EE.UU.</i>									
Economías emergentes y en desarrollo	801,1	896,1	1.072,9	1.395,6	1.848,5	2.339,6	3.095,8	4.308,4	5.552,7	6.459,5
Por regiones										
África	54,3	64,6	72,2	90,4	126,4	160,5	221,6	281,9	381,2	459,5
Subsahariana	35,3	35,8	36,3	40,2	62,6	83,3	116,2	144,3	192,0	233,5
Excluidos Nigeria y Sudáfrica	19,0	19,0	22,7	26,3	32,2	36,2	50,6	62,5	82,3	106,8
América	155,7	158,8	160,7	195,6	220,8	255,5	310,7	441,5	515,5	535,9
Brasil	31,5	35,8	37,7	49,1	52,8	53,6	85,6	180,1	207,4	211,7
México	35,5	44,8	50,6	59,0	64,1	74,1	76,3	86,6	97,1	105,9
Comunidad de Estados Independientes ²	33,2	43,9	58,1	92,4	148,7	214,4	356,8	525,1	655,0	747,1
Rusia	24,8	33,1	44,6	73,8	121,5	176,5	296,2	445,2	558,7	638,3
Excluido Rusia	8,4	10,8	13,5	18,5	27,2	37,9	60,6	79,9	96,3	108,8
Europa central y oriental	91,2	91,3	121,7	149,1	172,0	202,2	240,2	281,7	304,6	325,9
Oriente Medio	146,1	157,9	163,9	198,3	246,7	351,6	477,2	671,2	865,9	1.030,8
Países en desarrollo de Asia	320,7	379,5	496,2	669,7	933,9	1.155,5	1.489,3	2.106,9	2.830,4	3.360,3
China	168,9	216,3	292,0	409,2	615,5	822,5	1.069,5	1.531,3	2.201,3	2.701,3
India	38,4	46,4	68,2	99,5	127,2	132,5	171,3	249,6	254,0	243,8
Excluidos China e India	113,4	116,9	136,0	161,1	191,2	200,5	248,5	326,0	375,1	415,2
Por criterios analíticos										
Por fuentes de ingresos de exportación										
Combustibles	192,0	216,6	232,8	310,2	436,7	626,1	931,6	1.310,8	1.716,2	2.034,4
Otros productos	609,1	679,5	840,1	1.085,5	1.411,9	1.713,5	2.164,2	2.997,6	3.836,4	4.425,0
Productos primarios	26,2	25,2	26,5	27,6	29,2	31,9	39,8	42,5	56,3	61,6
Por fuentes de financiamiento externo										
Países deudores netos	420,0	443,7	527,0	644,6	745,4	825,8	1.024,2	1.364,5	1.515,1	1.601,3
Financiamiento oficial	17,3	18,4	18,8	26,1	30,0	33,8	44,3	59,9	69,2	78,6
Países deudores netos según el cumplimiento del servicio de la deuda										
Países que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2002–06	76,7	72,6	81,6	98,5	110,6	122,6	150,9	194,5	209,3	232,8
Otros grupos										
Países pobres muy endeudados	10,6	11,2	13,7	16,4	19,6	20,7	27,0	32,3	38,5	47,3
Oriente Medio y Norte de África	165,5	187,1	200,6	249,6	312,4	431,3	585,0	810,7	1.058,3	1.260,7

Cuadro A15 (conclusión)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	<i>Razón entre las reservas y las importaciones de bienes y servicios³</i>									
Economías emergentes y en desarrollo	44,9	49,7	55,4	60,6	62,8	66,3	73,5	83,5	84,7	88,5
Por regiones										
África	39,9	46,3	46,9	48,1	54,3	57,7	68,6	71,4	75,9	82,2
Subsahariana	34,4	34,1	31,3	27,9	35,2	38,5	45,5	47,1	49,8	54,5
Excluidos Nigeria y Sudáfrica	34,8	32,6	37,0	35,7	35,2	32,0	39,0	39,3	40,5	47,5
América	35,8	37,1	40,1	47,3	44,3	42,2	43,5	52,1	49,5	48,2
Brasil	43,5	49,2	61,1	77,2	65,9	54,8	71,0	114,3	92,2	87,7
México	18,6	24,2	27,3	31,4	29,8	30,5	27,4	28,3	27,1	28,5
Comunidad de Estados Independientes ²	30,5	34,3	40,9	52,6	65,3	76,9	101,6	111,0	103,0	102,4
Rusia	40,6	44,6	52,9	71,5	93,0	107,4	141,7	157,5	146,4	143,4
Excluido Rusia	17,5	20,0	23,3	25,6	28,0	33,1	42,6	42,0	37,9	38,2
Europa central y oriental	35,5	35,7	42,0	39,8	35,1	35,5	34,6	32,2	27,0	26,9
Oriente Medio	75,6	78,7	74,2	78,0	77,4	91,7	101,9	114,4	115,5	119,9
Países en desarrollo de Asia	49,1	58,3	68,1	74,5	79,5	81,8	89,7	106,4	113,3	118,8
China	67,4	79,7	89,0	91,1	101,5	115,5	125,4	148,0	166,0	174,2
India	52,6	65,0	90,0	107,1	97,0	72,8	76,3	88,2	71,8	61,9
Excluidos China e India	34,5	37,9	41,8	45,1	43,7	38,7	42,7	49,3	45,8	47,0
Por criterios analíticos										
Por fuentes de ingresos de exportación										
Combustibles	64,6	66,3	63,8	72,4	81,0	94,1	114,1	124,1	125,3	128,9
Otros productos	41,0	46,1	53,5	57,9	58,7	59,9	63,8	73,1	73,9	77,3
Productos primarios	65,3	62,6	63,3	59,0	49,3	43,9	48,1	41,6	43,2	43,0
Por fuentes de financiamiento externo										
Países deudores netos	36,9	39,6	45,6	48,3	44,3	40,6	42,5	46,7	41,1	40,2
Financiamiento oficial	24,7	26,4	25,3	30,8	28,3	27,8	30,5	32,8	29,5	31,1
Países deudores netos según el cumplimiento del servicio de la deuda										
Países que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2002–06	42,0	41,1	48,4	51,1	45,5	40,1	43,3	46,7	38,3	39,1
Otros grupos										
Países pobres muy endeudados	28,5	28,9	30,9	34,6	32,4	29,6	33,0	32,8	31,1	34,7
Oriente Medio y Norte de África	72,0	78,3	76,4	82,5	82,1	94,8	106,7	117,7	119,9	125,1

¹A los efectos de este cuadro, las tenencias oficiales de oro se han valorado a DEG 35 la onza. Por consiguiente, las reservas de los países con considerables tenencias de oro están muy subestimadas.

²Mongolia, que no es Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

³Reservas al final del año, expresadas como porcentaje de la importación de bienes y servicios del año indicado.

Cuadro A16. Resumen del origen y destino del ahorro mundial

(Porcentaje del PIB)

	Promedios		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Promedio 2010–13
	1986–93	1994–2001									
Mundo											
Ahorro	22,7	22,1	20,6	20,9	22,0	22,9	23,9	24,1	24,0	24,1	24,8
Inversión	22,3	22,4	20,9	21,1	22,0	22,5	23,2	23,5	23,5	23,6	24,4
Economías avanzadas											
Ahorro	22,2	21,6	19,1	19,1	19,8	20,1	20,7	20,5	19,6	19,6	19,9
Inversión	22,7	21,8	19,9	19,9	20,5	21,0	21,4	21,2	20,7	20,2	20,5
Préstamos netos	-0,5	-0,2	-0,7	-0,8	-0,7	-0,9	-0,7	-0,7	-1,1	-0,7	-0,6
Transferencias corrientes	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7
Renta de los factores	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,4	0,8	1,1	0,8	0,3	0,3	0,2
Saldo de los recursos	0,2	0,2	-0,4	-0,4	-0,5	-0,9	-1,1	-0,7	-0,6	-0,2	—
Estados Unidos											
Ahorro	16,3	17,0	14,2	13,3	13,8	14,8	15,5	14,2	12,6	13,4	14,2
Inversión	18,8	19,6	18,4	18,4	19,4	20,0	20,1	18,8	17,5	16,7	17,2
Préstamos netos	-2,6	-2,6	-4,2	-5,1	-5,5	-5,1	-4,6	-4,6	-4,9	-3,3	-3,0
Transferencias corrientes	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
Renta de los factores	-0,4	0,1	0,5	0,1	0,4	1,3	1,8	1,3	0,6	1,1	0,7
Saldo de los recursos	-1,7	-2,2	-4,0	-4,5	-5,2	-5,7	-5,7	-5,1	-4,7	-3,6	-3,0
Zona del euro											
Ahorro	...	21,4	20,8	20,8	21,7	21,3	22,1	22,5	21,8	21,4	21,5
Inversión	...	21,0	20,0	20,1	20,4	20,8	21,6	22,1	22,2	21,8	21,9
Préstamos netos	...	0,5	0,8	0,7	1,3	0,5	0,5	0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Transferencias corrientes ¹	-0,5	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Renta de los factores ¹	-0,3	-0,4	-0,9	-0,7	-0,1	-0,2	0,1	-0,3	-0,7	-0,9	-1,2
Saldo de los recursos ¹	1,0	1,6	2,4	2,1	2,2	1,7	1,2	1,6	1,2	1,4	1,6
Alemania											
Ahorro	23,8	20,5	19,3	19,4	21,8	22,1	23,7	25,9	25,9	24,8	24,8
Inversión	21,8	21,4	17,3	17,4	17,1	16,9	17,6	18,3	18,6	18,0	18,2
Préstamos netos	2,0	-0,9	2,0	2,0	4,7	5,2	6,1	7,6	7,3	6,8	6,6
Transferencias corrientes	-1,6	-1,4	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Renta de los factores	0,8	-0,3	-0,8	-0,7	0,9	1,1	1,6	1,7	1,1	0,6	0,5
Saldo de los recursos	2,8	0,8	4,1	3,9	5,0	5,3	5,6	7,1	7,5	7,5	7,3
Francia											
Ahorro	20,4	20,7	20,5	20,0	20,3	19,6	20,7	20,9	19,5	19,2	19,0
Inversión	20,7	18,8	19,0	18,9	19,6	20,3	21,1	22,1	22,8	23,0	23,4
Préstamos netos	-0,3	1,9	1,6	1,2	0,7	-0,6	-0,4	-1,1	-3,3	-3,7	-4,3
Transferencias corrientes	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,1	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Renta de los factores	-0,5	0,7	0,8	1,2	1,2	1,2	1,9	1,6	0,6	0,3	-0,1
Saldo de los recursos	0,8	2,1	1,7	1,1	0,6	-0,5	-1,1	-1,5	-2,8	-2,8	-3,0
Italia											
Ahorro	20,3	21,1	20,4	19,4	19,9	19,1	19,0	19,0	19,2	19,4	19,4
Inversión	21,7	19,8	21,1	20,7	20,8	20,8	21,5	21,5	21,9	21,8	20,9
Préstamos netos	-1,3	1,4	-0,8	-1,3	-0,9	-1,6	-2,6	-2,5	-2,8	-2,4	-1,6
Transferencias corrientes	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-0,7	-0,8	-0,8
Renta de los factores	-1,6	-1,1	-1,2	-1,3	-1,1	-1,0	-0,9	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Saldo de los recursos	0,7	3,0	0,8	0,6	0,7	—	-0,7	-0,3	-0,8	-0,3	0,6
Japón											
Ahorro	33,7	29,3	25,9	26,1	26,8	27,2	27,8	28,6	27,4	27,0	26,6
Inversión	30,9	26,9	23,1	22,8	23,0	23,6	24,0	23,8	23,4	23,3	23,4
Préstamos netos	2,7	2,3	2,9	3,2	3,7	3,6	3,9	4,7	4,0	3,8	3,2
Transferencias corrientes	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Renta de los factores	0,7	1,2	1,7	1,7	1,9	2,3	2,7	3,1	2,9	2,8	3,0
Saldo de los recursos	2,1	1,3	1,3	1,7	2,0	1,5	1,4	1,9	1,3	1,1	0,4
Reino Unido											
Ahorro	16,1	16,1	15,3	15,1	15,0	14,7	14,2	14,6	13,4	12,7	13,4
Inversión	18,8	17,4	17,1	16,7	17,1	17,3	17,6	18,4	17,1	16,1	16,4
Préstamos netos	-2,6	-1,3	-1,7	-1,6	-2,1	-2,6	-3,4	-3,8	-3,6	-3,4	-3,0
Transferencias corrientes	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1
Renta de los factores	-0,4	0,3	1,7	1,5	1,5	1,7	0,8	0,6	0,9	0,6	0,6
Saldo de los recursos	-1,6	-0,8	-2,6	-2,3	-2,7	-3,4	-3,3	-3,4	-3,5	-3,0	-2,5
Canadá											
Ahorro	17,2	19,8	21,0	21,2	23,0	23,9	24,3	24,1	23,5	22,7	23,4
Inversión	20,6	19,6	19,3	20,0	20,7	22,0	22,9	23,3	22,6	22,7	22,4
Préstamos netos	-3,4	0,2	1,7	1,2	2,3	1,9	1,4	0,9	0,9	—	1,0
Transferencias corrientes	-0,2	0,1	—	—	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Renta de los factores	-3,4	-3,2	-2,6	-2,5	-1,9	-1,6	-0,9	-0,9	-0,8	-1,0	-1,0
Saldo de los recursos	0,2	3,4	4,3	3,7	4,2	3,7	2,4	1,9	1,8	1,1	2,1

Cuadro A16 (continuación)

	Promedios		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Promedio
	1986-93	1994-2001									2010-13
Economías asiáticas recientemente industrializadas											
Ahorro	35,7	33,0	29,7	31,5	32,8	31,3	31,4	32,2	31,6	31,3	31,9
Inversión	29,8	29,9	24,7	24,7	26,5	25,9	26,0	25,9	26,9	27,1	27,9
Préstamos netos	5,9	3,1	5,0	6,8	6,3	5,3	5,3	6,3	4,7	4,3	4,0
Transferencias corrientes	0,1	-0,3	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Renta de los factores	1,3	0,6	0,5	0,8	0,5	-0,1	0,3	0,9	1,0	0,8	1,0
Saldo de los recursos	4,5	2,8	5,2	6,7	6,6	6,1	5,8	6,1	4,4	4,2	3,6
Economías emergentes y en desarrollo											
Ahorro	24,3	24,2	26,3	28,0	29,7	31,5	33,0	33,4	33,7	33,3	33,4
Inversión	25,3	25,0	25,0	26,0	27,3	27,3	28,2	29,3	29,7	30,4	31,3
Préstamos netos	-2,5	-0,8	1,2	2,0	2,4	4,2	4,8	4,1	4,1	2,9	2,1
Transferencias corrientes	0,5	0,9	1,4	1,6	1,5	1,6	1,5	1,5	1,3	1,2	1,1
Renta de los factores	-1,5	-1,6	-2,0	-2,0	-2,0	-1,6	-1,6	-1,4	-1,7	-1,3	-0,8
Saldo de los recursos	-0,8	—	1,8	2,4	2,9	4,2	4,9	4,1	4,4	3,0	1,7
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,1	3,6	3,5	5,7	7,0	9,2	11,2	13,7	9,3	7,4	6,5
Variación de las reservas	0,3	1,1	2,3	3,8	4,7	5,0	5,5	7,9	6,4	4,3	3,4
Por regiones											
África											
Ahorro	18,0	18,5	20,3	21,4	22,9	24,2	26,1	25,0	27,3	25,5	24,6
Inversión	19,5	20,2	22,1	21,8	22,9	22,5	23,3	24,5	24,2	25,1	25,8
Préstamos netos	-1,5	-1,6	-1,8	-0,4	0,1	1,7	2,7	0,5	3,1	0,4	-1,2
Transferencias corrientes	2,4	2,6	3,0	3,1	3,2	3,0	2,9	3,0	2,9	2,7	2,5
Renta de los factores	-3,6	-3,9	-4,6	-4,4	-5,0	-5,3	-5,0	-5,6	-5,6	-5,5	-4,6
Saldo de los recursos	-0,3	-0,3	-0,1	0,9	1,9	4,0	4,8	3,1	5,8	3,2	0,9
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	0,1	2,6	2,8	3,3	4,4	5,8	6,9	6,5	8,5	5,9	4,1
Variación de las reservas	0,1	1,4	1,2	2,0	4,5	5,2	5,7	5,5	7,3	5,2	3,5
América											
Ahorro	18,6	17,7	19,3	19,8	22,0	22,0	23,2	22,7	22,0	21,5	21,4
Inversión	19,1	20,7	19,9	19,2	20,8	20,5	21,6	22,4	23,1	23,4	23,8
Préstamos netos	-0,5	-3,0	-0,7	0,6	1,1	1,5	1,5	0,3	-1,1	-1,9	-2,3
Transferencias corrientes	0,8	0,9	1,7	1,9	2,0	2,0	2,0	1,8	1,5	1,5	1,5
Renta de los factores	-2,3	-2,7	-2,7	-3,0	-2,9	-2,2	-2,3	-2,1	-2,8	-2,5	-2,4
Saldo de los recursos	1,0	-1,2	0,3	1,6	2,0	1,7	1,9	0,6	0,2	-1,0	-1,4
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	0,7	1,7	1,2	2,9	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	2,1	1,6
Variación de las reservas	0,6	0,2	-0,1	1,8	1,0	1,3	1,6	3,6	1,7	0,4	0,3
Comunidad de Estados Independientes²											
Ahorro	...	24,7	26,6	27,5	29,7	29,9	29,8	29,4	30,4	28,3	25,9
Inversión	...	21,0	20,2	21,2	21,5	21,1	22,4	25,1	25,0	25,5	26,7
Préstamos netos	...	3,6	6,4	6,3	8,3	8,8	7,3	4,3	5,4	2,8	-0,8
Transferencias corrientes	...	0,4	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2
Renta de los factores	...	-2,0	-2,0	-2,8	-2,1	-2,8	-3,5	-3,0	-3,4	-3,0	-2,4
Saldo de los recursos	...	5,2	7,9	8,4	9,9	11,0	10,4	6,9	8,4	5,5	1,5
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	...	4,7	5,5	11,6	13,9	15,2	16,2	17,5	11,2	8,4	6,3
Variación de las reservas	...	1,1	3,3	5,7	7,1	7,7	9,9	9,9	5,6	3,4	2,9

Cuadro A16 (continuación)

	Promedios		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Promedio 2010-13
	1986-93	1994-2001									
Europa central y oriental											
Ahorro	25,3	19,9	18,1	17,1	17,4	17,7	18,2	18,6	18,9	19,3	20,4
Inversión	26,3	22,7	21,3	21,2	22,5	22,2	24,0	25,0	25,6	25,9	26,7
Préstamos netos	-1,0	-2,8	-3,2	-4,1	-5,1	-4,5	-5,8	-6,3	-6,7	-6,6	-6,3
Transferencias corrientes	1,4	1,7	1,7	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2	1,3	1,4
Renta de los factores	-1,4	-1,2	-2,1	-2,5	-2,9	-2,5	-2,7	-2,8	-2,5	-2,4	-2,5
Saldo de los recursos	-0,9	-3,4	-2,8	-3,2	-3,6	-3,4	-4,6	-4,8	-5,4	-5,5	-5,2
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,1	1,9	3,3	2,2	3,3	5,0	4,8	4,7	1,9	1,5	2,0
Variación de las reservas	-0,4	1,6	2,5	1,4	1,3	3,5	1,6	2,3	1,0	0,9	1,3
Oriente Medio											
Ahorro	17,6	25,5	28,4	32,5	35,7	42,7	43,6	43,3	47,4	42,8	38,4
Inversión	23,8	22,4	23,7	24,2	24,0	22,7	22,6	24,9	24,5	25,7	26,5
Préstamos netos	-6,3	3,1	4,7	8,3	11,6	20,0	21,0	18,4	22,8	17,0	11,9
Transferencias corrientes	-3,5	-2,9	-2,5	-2,2	-2,0	-1,7	-1,8	-1,6	-1,4	-1,4	-1,4
Renta de los factores	2,3	2,6	0,5	0,2	0,3	1,5	2,4	2,7	1,3	2,3	3,8
Saldo de los recursos	-5,1	3,3	6,7	10,3	13,3	20,3	20,4	17,3	22,9	16,1	9,5
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	-0,5	4,8	2,6	12,8	17,5	26,2	36,6	42,6	20,2	18,3	13,4
Variación de las reservas	-0,4	1,2	0,6	5,0	5,5	10,3	10,4	13,9	10,1	7,7	4,4
Países en desarrollo de Asia											
Ahorro	28,8	32,7	33,7	36,6	38,4	41,4	43,8	45,1	44,6	44,9	46,3
Inversión	31,4	32,4	31,2	33,8	35,9	37,3	37,9	38,1	39,2	39,7	40,6
Préstamos netos	-2,6	0,4	2,5	2,8	2,6	4,1	5,9	7,0	5,4	5,2	5,8
Transferencias corrientes	0,8	1,3	1,9	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,0	1,8	1,7
Renta de los factores	-1,8	-1,4	-1,5	-1,1	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-0,3	—	0,6
Saldo de los recursos	-1,6	0,4	2,1	1,8	1,6	2,6	4,4	5,2	3,6	3,4	3,5
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	2,4	5,9	5,2	6,1	7,3	9,6	11,4	14,7	12,1	9,2	9,1
Variación de las reservas	0,9	1,7	4,2	5,5	7,4	5,9	6,8	10,7	10,3	6,7	5,6
Por criterios analíticos											
Por fuentes de ingresos de exportación											
Combustibles											
Ahorro	26,6	26,1	28,9	31,1	34,1	38,2	38,6	37,0	39,3	35,4	31,4
Inversión	28,8	22,4	23,5	23,3	23,4	22,4	22,9	25,3	24,3	25,1	26,0
Préstamos netos	-2,2	3,7	5,4	7,8	10,7	15,8	15,6	11,7	14,9	10,3	5,4
Transferencias corrientes	-1,5	-1,9	-1,7	-1,4	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Renta de los factores	—	-0,7	-1,7	-2,3	-2,1	-2,0	-1,9	-1,9	-2,6	-1,8	-0,6
Saldo de los recursos	-0,7	6,3	8,8	11,5	13,9	18,7	18,4	14,5	18,3	13,0	6,9
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	0,2	5,0	3,0	11,7	14,8	20,0	24,3	26,3	15,5	12,7	9,0
Variación de las reservas	-0,3	0,9	1,0	5,2	6,9	9,2	10,3	11,1	8,6	6,0	3,8
Otros productos											
Ahorro	23,2	23,9	25,7	27,3	28,7	29,8	31,5	32,3	32,0	32,5	34,1
Inversión	25,0	25,5	25,4	26,6	28,3	28,7	29,7	30,4	31,4	32,1	33,2
Préstamos netos	-2,1	-1,7	0,3	0,7	0,4	1,1	1,8	1,9	0,6	0,4	0,9
Transferencias corrientes	1,2	1,4	2,0	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2	2,0	1,9	1,9
Renta de los factores	-1,7	-1,8	-2,0	-1,9	-1,9	-1,5	-1,5	-1,3	-1,4	-1,1	-0,8
Saldo de los recursos	-0,8	-1,3	0,3	0,4	0,2	0,4	1,1	1,1	-0,1	-0,4	-0,2
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,3	3,4	3,6	4,4	5,1	6,4	7,5	10,1	7,3	5,6	5,7
Variación de las reservas	0,5	1,1	2,5	3,5	4,2	3,9	4,2	7,0	5,7	3,7	3,3

Cuadro A16 (conclusión)

	Promedios		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Promedio 2010-13
	1986-93	1994-2001									
Por fuentes de financiamiento externo											
Países deudores netos											
Ahorro	20,8	19,6	20,1	20,8	21,7	21,9	23,0	23,3	22,9	23,0	23,9
Inversión	22,9	22,2	20,9	21,4	23,0	23,4	24,4	25,3	26,0	26,3	27,3
Préstamos netos	-2,1	-2,6	-0,8	-0,6	-1,3	-1,5	-1,4	-2,0	-3,0	-3,3	-3,4
Transferencias corrientes	1,5	1,8	2,6	2,7	2,6	2,7	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5
Renta de los factores	-2,4	-2,4	-2,4	-2,5	-2,7	-2,4	-2,5	-2,4	-2,6	-2,3	-2,4
Saldo de los recursos	-1,1	-2,5	-1,0	-0,8	-1,2	-1,8	-1,7	-2,2	-3,0	-3,5	-3,5
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	0,8	1,7	2,4	3,0	2,9	3,1	4,2	6,2	2,6	2,0	2,1
Variación de las reservas	0,5	0,8	1,5	2,0	1,5	1,8	2,3	4,0	1,5	0,8	1,1
Financiamiento oficial											
Ahorro	14,2	17,6	20,2	21,1	22,3	23,2	23,9	23,2	22,4	22,0	22,5
Inversión	17,1	20,5	22,0	23,2	24,2	24,8	25,6	27,0	27,4	26,4	26,3
Préstamos netos	-2,8	-2,9	-1,8	-2,1	-1,8	-1,6	-1,7	-3,8	-5,1	-4,4	-3,8
Transferencias corrientes	4,2	5,7	7,0	7,5	8,2	8,6	8,8	9,3	8,6	7,9	7,9
Renta de los factores	-0,8	-0,6	-0,5	-1,5	-0,8	-1,8	-2,0	-1,2	-1,0	-1,2	-1,4
Saldo de los recursos	-6,3	-7,9	-8,3	-8,1	-9,2	-8,5	-8,5	-11,9	-12,7	-11,1	-10,3
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	0,5	2,8	1,5	4,6	2,8	4,2	3,6	8,5	4,4	3,3	3,9
Variación de las reservas	0,5	0,5	-0,2	3,0	1,2	2,1	2,9	4,2	2,0	1,8	2,4
Países deudores netos según el cumplimiento del servicio de la deuda											
Países que registraron atrasos y/o reprogramaron su deuda en 2002-06											
Ahorro	17,1	19,3	21,0	23,1	21,6	21,9	23,7	23,3	22,4	22,2	22,8
Inversión	23,1	22,3	18,7	20,6	21,4	22,6	23,6	24,3	24,3	24,7	25,3
Préstamos netos	-6,0	-3,0	2,3	2,5	0,2	-0,7	0,2	-0,9	-1,9	-2,4	-2,5
Transferencias corrientes	1,6	2,1	3,9	4,0	3,9	4,5	4,4	4,0	3,9	3,6	3,6
Renta de los factores	-5,6	-3,1	-4,0	-3,3	-4,1	-3,8	-3,7	-3,5	-3,1	-2,4	-2,5
Saldo de los recursos	-1,9	-2,0	2,3	1,8	0,5	-1,3	-0,5	-1,4	-2,7	-3,7	-3,6
<i>Partida informativa</i>											
Adquisición de activos externos	1,0	2,0	3,3	3,9	2,5	2,6	3,7	4,7	1,9	1,9	1,5
Variación de las reservas	0,2	0,5	0,9	2,3	1,5	1,7	2,2	3,3	0,9	1,3	1,1

Nota: Las estimaciones de este cuadro se basan en las cuentas nacionales y las estadísticas de balanza de pagos de cada país. Los datos compuestos sobre los grupos de países se calculan sumando las cifras en dólares de EE.UU. correspondientes a los respectivos países que integran el grupo. Esta práctica difiere de la utilizada en la edición de abril de 2005 y ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial*, donde los datos compuestos sobre los países se ponderaban por el PIB valorado en términos de la paridad del poder adquisitivo (PPA), como proporción del PIB total mundial. En el caso de muchos países, las estimaciones del ahorro nacional se obtienen a partir de los datos de las cuentas nacionales sobre inversión interna bruta y de los datos de la balanza de pagos sobre inversión extranjera neta. Esta última, que es equivalente a la balanza en cuenta corriente, comprende tres componentes: transferencias corrientes, renta neta de los factores y saldo de los recursos. Como los datos se han obtenido de fuentes distintas, según la disponibilidad, los cálculos de las estimaciones del ahorro nacional contienen discrepancias estadísticas. Además, los errores, omisiones y asimetrías de las estadísticas de balanza de pagos afectan las estimaciones de los préstamos netos. A escala mundial, los préstamos netos, que teóricamente deberían ser iguales a cero, son equivalentes a la discrepancia en la cuenta corriente mundial. A pesar de estas deficiencias estadísticas, las estimaciones de los flujos de fondos como las que se presentan en este cuadro proporcionan un marco útil para analizar la evolución del ahorro y la inversión a lo largo del tiempo, así como por regiones y países.

¹Cálculo proveniente de los datos de cada uno de los países que integran la zona del euro.

²Mongolia, que no es Estado miembro de la Comunidad de Estados Independientes, se incluye en este grupo por razones geográficas y por similitudes de estructura económica.

Cuadro A17. Resumen del escenario mundial de referencia a mediano plazo

	Promedios de ocho años		Promedio de	2006	2007	2008	2009	Promedio de
	1990–97	1998–2005	cuatro años					cuatro años
			2006–09					2010–13
<i>Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario</i>								
PIB real mundial	2,9	3,6	4,2	5,1	5,0	3,9	3,0	4,6
Economías avanzadas	2,6	2,6	1,9	3,0	2,6	1,5	0,5	2,5
Economías emergentes y en desarrollo	3,3	5,2	7,2	7,9	8,0	6,9	6,1	6,9
<i>Partidas informativas</i>								
<i>Producto potencial</i>								
Principales economías avanzadas	2,5	2,3	2,1	2,2	2,1	2,0	1,9	1,9
Comercio mundial, volumen¹	6,9	6,2	6,4	9,3	7,2	4,9	4,1	7,1
<i>Importaciones</i>								
Economías avanzadas	6,2	6,0	3,7	7,5	4,5	1,9	1,1	5,2
Economías emergentes y en desarrollo	8,0	7,7	12,8	14,7	14,2	11,7	10,5	11,0
<i>Exportaciones</i>								
Economías avanzadas	6,9	5,2	5,2	8,4	5,9	4,3	2,5	5,3
Economías emergentes y en desarrollo	8,3	8,4	8,5	11,0	9,5	6,3	7,4	10,1
<i>Términos de intercambio</i>								
Economías avanzadas	-0,1	-0,1	-0,7	-1,2	0,3	-1,8	-0,1	0,2
Economías emergentes y en desarrollo	-0,6	1,4	2,8	4,9	1,7	5,5	-0,9	-0,2
Precios mundiales en dólares de EE.UU.								
Manufacturas	1,3	1,6	6,6	3,7	8,8	13,8	0,5	1,5
Petróleo	0,9	13,6	17,2	20,5	10,7	50,8	-6,3	0,6
Productos primarios no combustibles	0,0	0,5	10,5	23,2	14,1	13,3	-6,2	-2,6
Precios al consumidor								
Economías avanzadas	3,4	1,9	2,5	2,4	2,2	3,6	2,0	2,0
Economías emergentes y en desarrollo	62,9	8,3	7,2	5,4	6,4	9,4	7,8	5,3
Tasas de interés (porcentaje)								
LIBOR real a seis meses ²	3,1	1,6	1,8	2,1	2,6	1,0	1,5	3,2
Tasa de interés mundial real a largo plazo ³	4,0	2,4	1,5	1,7	2,0	0,4	1,8	2,8
<i>Porcentaje del PIB</i>								
Balanza en cuenta corriente								
Economías avanzadas	—	-0,7	-1,0	-1,3	-0,9	-1,0	-0,6	-0,5
Economías emergentes y en desarrollo	-1,6	1,2	4,0	4,9	4,1	4,1	2,9	2,2
Deuda externa total								
Economías emergentes y en desarrollo	34,2	35,8	25,4	26,6	26,9	24,2	23,8	23,5
Servicio de la deuda								
Economías emergentes y en desarrollo	4,6	6,3	4,7	5,8	4,8	4,1	4,0	4,0

¹Los datos corresponden al comercio de bienes y servicios.

²Tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) para los depósitos en dólares de EE.UU. menos la variación porcentual del deflactor del PIB de Estados Unidos.

³Promedio ponderado por el PIB de las tasas de los bonos públicos a 10 años (o al vencimiento más próximo a 10 años) para Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia, el Reino Unido y Canadá.

TEMAS SELECCIONADOS DE DISTINTAS EDICIONES DE *PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL*, 2000–08

I. Metodología: Cifras agregadas, modelos y pronósticos

Ponderaciones revisadas basadas en la paridad del poder adquisitivo para Perspectivas de la economía mundial	Mayo de 2000, recuadro A1
La discrepancia en los saldos mundiales en cuenta corriente	Octubre de 2000, capítulo I, apéndice II
¿Pueden los expertos en pronósticos predecir el cambio de la tendencia económica?	Mayo de 2001, recuadro 1.1
La revolución de la tecnología de la información:	
Consideraciones sobre la medición	Octubre de 2001, recuadro 3.1
Cálculo de la liberalización de la cuenta de capital	Octubre de 2001, recuadro 4.1
Hablemos de los pronósticos de recuperación	Abril de 2002, recuadro 1.2
Discrepancia en los saldos mundiales en cuenta corriente y otros problemas estadísticos	Septiembre de 2002, recuadro 2.1
El modelo de la economía mundial	Abril de 2003, recuadro 4.3
¿Cómo deberíamos medir el crecimiento de la economía mundial?	Septiembre de 2003, recuadro 1.2
Medición de las reservas en divisas	Septiembre de 2003, recuadro 2.2
Efectos de la reducción de impuestos en un modelo fiscal mundial	Abril de 2004, recuadro 2.2
¿Cuán exacta son las previsiones de Perspectivas de la economía mundial?	Abril de 2006, recuadro 1.3
La diferencia entre el ahorro de los hogares y el de las empresas	Abril de 2006, recuadro 4.1
Medición de la desigualdad: Cuestiones conceptuales, metodológicas y de medición	Octubre de 2007, recuadro 4.1
Nuevos índices del ciclo económico para América Latina:	
Una reconstrucción histórica	Octubre de 2007, recuadro 5.3
Implicaciones de las nuevas estimaciones de la PPA para el cálculo del crecimiento mundial	Abril de 2008, apéndice 1.1
Medición de las brechas del producto	Octubre 2008, recuadro 1.3
Evaluación y divulgación de los riesgos para las perspectivas mundiales	Octubre 2008, apéndice 1.1

II. Estudios históricos

La economía mundial en el siglo XX	Mayo de 2000, capítulo V
El sistema monetario y el crecimiento durante la revolución comercial	Mayo de 2000, recuadro 5.2
La Gran Depresión	Abril de 2002, recuadro 3.2
Datos históricos sobre las crisis financieras	Abril de 2002, recuadro 3.3
Una perspectiva histórica sobre los auges, las caídas y las recesiones	Abril de 2003, recuadro 2.1
Influencia de la historia y la geografía en el desarrollo institucional	Abril de 2003, recuadro 3.1
Desequilibrios externos: Ayer y hoy	Abril de 2005, recuadro 3.1
Las tasas de interés a largo plazo desde una perspectiva histórica	Abril de 2006, recuadro 1.1
El reciclaje de petrodólares durante los años setenta	Abril de 2006, recuadro 2.2
Perspectiva histórica sobre el crecimiento y la cuenta corriente	Octubre de 2008, recuadro 6.3

III. Crecimiento económico: Fuentes y perfil

¿Cómo pueden los países pobres recuperar el terreno perdido?	Mayo de 2000, capítulo IV
Tendencias del índice de desarrollo humano	Mayo de 2000, recuadro 5.1
El aumento de la productividad y la tecnología de la información en las economías avanzadas	Octubre de 2000, capítulo II
La transición: Resultados y cuestiones de política económica	Octubre de 2000, capítulo III
Vínculos de los ciclos económicos de las principales economías avanzadas	Octubre de 2001, capítulo II
¿Cómo inciden las fluctuaciones macroeconómicas de los países del G-7 en los países en desarrollo?	Octubre de 2001, capítulo II
Repercusiones en la confianza	Octubre de 2001, recuadro 2.1
Vías de transmisión de los ciclos económicos a los países en desarrollo	Octubre de 2001, recuadro 2.2
La revolución de la tecnología de la información	Octubre de 2001, capítulo III
¿Menos volatilidad en la producción gracias a la revolución de la tecnología de la información?	Octubre de 2001, recuadro 3.4
El efecto de la liberalización de la cuenta de capital en la economía	Octubre de 2001, recuadro 4.2
¿Está la riqueza impulsando en mayor medida el consumo?	Abril de 2002, capítulo II
Recesiones y recuperaciones	Abril de 2002, capítulo III
¿Fue una recesión mundial?	Abril de 2002, recuadro 1.1
¿Cuál es la importancia del efecto riqueza para el consumo?	Abril de 2002, recuadro 2.1
El efecto riqueza desde la óptica de los hogares	Abril de 2002, recuadro 2.2
Cómo medir los ciclos económicos	Abril de 2002, recuadro 3.1
Fluctuaciones económicas en los países en desarrollo	Abril de 2002, recuadro 3.4
¿Cómo afectarán las recientes bajas a la actividad bursátil?	Septiembre de 2002, recuadro 1.1
Papeles trastocados: Aumento de la productividad en Europa y Estados Unidos	Septiembre de 2002, recuadro 1.3
El crecimiento y las instituciones	Abril de 2003, capítulo III
¿Ha muerto la Nueva Economía?	Abril de 2003, recuadro 1.2
¿Se ha acelerado en la práctica la reforma institucional gracias a un ancla externa?	Abril de 2003, recuadro 3.2
El papel del FMI en el desarrollo institucional	Abril de 2003, recuadro 3.4
¿Cómo afectará la guerra en Iraq a la economía mundial?	Abril de 2003, apéndice 1.2
¿Cómo puede acelerarse el crecimiento económico en Oriente Medio y Norte de África?	Septiembre de 2003, capítulo II
Cambios recientes de las condiciones monetarias y financieras en las principales zonas monetarias	Septiembre de 2003, recuadro 1.1
Análisis del crecimiento económico en la región de Oriente Medio y Norte de África	Septiembre de 2003, recuadro 2.1
La gestión de los crecientes flujos de asistencia a los países en desarrollo	Septiembre de 2003, recuadro 1.3
Promoción de las reformas estructurales en los países industriales	Abril de 2004, capítulo III
¿Cómo afectará el cambio demográfico a la economía mundial?	Septiembre de 2004, capítulo III
VIH/SIDA: Consecuencias demográficas, económicas y fiscales	Septiembre de 2004, recuadro 3.3
Las repercusiones del cambio demográfico en los sistemas de atención de la salud	Septiembre de 2004, recuadro 3.4
Remesas de trabajadores y desarrollo económico	Abril de 2005, capítulo II
La volatilidad del producto en los países de mercados emergentes y en desarrollo	Abril de 2005, capítulo II

La inestabilidad macroeconómica y la paralización del crecimiento en África subsahariana	Abril de 2005, recuadro 1.5
¿Cómo deberían usar los países de Oriente Medio y Asia central los ingresos producidos por las exportaciones de petróleo?	Abril de 2005, recuadro 1.6
¿Por qué es perjudicial la volatilidad?	Abril de 2005, recuadro 2.3
El desarrollo de las instituciones	Septiembre de 2005, capítulo III
Rendimiento de la inversión en los países industriales y en desarrollo	Septiembre de 2005, recuadro 2.2
Instrumentos específicos para luchar contra la corrupción	Septiembre de 2005, recuadro 3.2
Efecto de las transferencias sin contrapartida en las instituciones	Septiembre de 2005, recuadro 3.3
Impacto de los recientes ajustes del mercado inmobiliario en los países industriales	Abril de 2006, recuadro 1.2
Abundancia de efectivo: ¿Por qué ahorran tantas las empresas?	Abril de 2006, capítulo IV
Las repercusiones mundiales de una pandemia de gripe aviar	Abril de 2006, apéndice 1.2
El despertar de Asia: Estructuras de desarrollo y crecimiento económico	Septiembre de 2006, recuadro 3
El crecimiento del producto potencial y la productividad en Japón	Septiembre de 2006, recuadro 3.1
La evolución y el impacto de la calidad de la gestión empresarial en Asia	Septiembre de 2006, recuadro 3.2
¿Es posible desacoplar el tren?: Desbordamientos y ciclos en la economía mundial	Abril de 2007, capítulo IV
Desbordamientos y sincronización de los ciclos económicos internacionales: Una perspectiva más amplia	Abril de 2007, recuadro 4.3
¿Qué riesgos plantean los mercados de la vivienda para el crecimiento mundial?	October 2007, recuadro 2.1
El cambio climático: Impacto económico y medidas de política	Octubre de 2007, apéndice 1.2
El debate sobre el descuento	Octubre de 2007, recuadro 1.7
Los impuestos o la cantidad en un marco de incertidumbre (Weitzman, 1974)	Octubre de 2007, recuadro 1.8
Resultados obtenidos mediante el comercio de emisiones de la Unión Europea	Octubre de 2007, recuadro 1.9
La dinámica cambiante del ciclo económico mundial	Octubre de 2007, capítulo V
Las principales economías y las fluctuaciones en el crecimiento mundial	Octubre de 2007, recuadro 5.1
La mejora de los resultados macroeconómicos: ¿Buena suerte o buenas políticas?	Octubre de 2007, recuadro 5.2

IV. Inflación y deflación; mercados de materias primas

Ciclos de los precios de los productos básicos no petroleros	Mayo de 2000, recuadro 2.2
Alzas y bajas en el mercado mundial de petróleo	Mayo de 2000, recuadro 2.3
Precios de los productos básicos y países exportadores de estos productos	Octubre de 2000, capítulo II
Evolución de los mercados petroleros	Octubre de 2000, recuadro 2.2
¿Es posible que se mantenga el descenso de la inflación en los mercados emergentes?	Mayo de 2001, capítulo IV
La desaceleración económica mundial y los precios de los productos básicos	Mayo de 2001, capítulo I, apéndice 1
Por qué los países de mercados emergentes deben tratar de mantener un bajo nivel de inflación	Mayo de 2001, recuadro 4.1
¿Existe una relación entre el déficit fiscal y la inflación?	Mayo de 2001, recuadro 4.2

La estrategia de metas explícitas de inflación en las economías de mercados emergentes: Aplicación y desafíos	Mayo de 2001, recuadro 4.3
¿Cuánto debe preocuparnos un nivel más alto de inflación general?	Octubre de 2001, recuadro 1.2
Mercados de productos primarios y semiconductores	Octubre de 2001, capítulo I, apéndice 1
¿Puede la inflación ser demasiado baja?	Abril de 2002, recuadro 2.3
¿Podría la deflación convertirse en un problema mundial?	Abril de 2003, recuadro 1.1
Mercados inmobiliarios de los países industriales	Abril de 2004, recuadro 1.2
¿Vuelve la inflación mundial?	Septiembre de 2004, recuadro 1.1
¿A qué se debe la reciente escalada de los precios de la vivienda?	Septiembre de 2004, recuadro 2.1
¿Se mantendrá la tensión en el mercado del petróleo?	Abril de 2005, capítulo IV
¿Deberían preocuparse los países por las fluctuaciones de los precios del petróleo?	Abril de 2005, recuadro 4.1
Calidad de los datos del mercado del petróleo	Abril de 2005, recuadro 4.2
Expectativas de inflación a largo plazo y credibilidad	Septiembre de 2005, recuadro 4.2
¿Podrá continuar el auge de precios de los productos básicos no combustibles?	Septiembre de 2006, capítulo V
Shocks de precios de los productos básicos, crecimiento y financiamiento en África subsahariana	Septiembre de 2006, recuadro 2.2
Las empresas petroleras internacionales y nacionales y los cambios en el sector petrolero	Septiembre de 2006, recuadro 1.4
¿Ha contribuido la especulación al aumento de los precios de los productos básicos?	Septiembre de 2006, recuadro 5.1
La liberalización del comercio agrícola y los precios de los productos básicos	Septiembre de 2006, recuadro 5.2
Evolución reciente de los mercados de productos básicos	Septiembre de 2006, apéndice 2.1
¿A quién perjudica la subida de los precios de los alimentos?	Octubre de 2007, recuadro 1.1
Estrangulamientos de la producción en las refinerías	Octubre de 2007, recuadro 1.5
El mejor uso posible de los biocombustibles	Octubre de 2007, recuadro 1.6
Evolución y perspectivas de los mercados de productos básicos	Abril de 2008, apéndice 1.2
La depreciación del dólar y los precios de los productos básicos	Abril de 2008, recuadro 1.4
¿Por qué la oferta de petróleo no ha respondido al alza de los precios?	Abril de 2008, recuadro 1.5
Precios de referencia del petróleo	Abril de 2008, recuadro 1.6
La globalización, los precios de los productos básicos y los países en desarrollo	Abril de 2008, capítulo 5
El auge actual de los precios de los productos básicos en perspectiva	Abril de 2008, recuadro 5.2
¿Ha vuelto la inflación? Precios de las materias primas e inflación	Octubre de 2008, capítulo 3
¿Influye la inversión financiera en el comportamiento de los precios de las materias primas?	Octubre de 2008, recuadro 3.1
Medidas fiscales adoptadas ante los recientes aumentos de precios de las materias primas: Una evaluación	Octubre de 2008, recuadro 3.2
Los regímenes de política monetaria y los precios de las materias primas	Octubre de 2008, recuadro 3.3

V. Política fiscal

Gasto social, reducción de la pobreza y alivio de la deuda en los países pobres muy endeudados	Mayo de 2000, recuadro 4.3
Avances fiscales en las economías avanzadas: ¿Cuánto tiempo durarán?	Mayo de 2001, capítulo III

Repercusiones del saneamiento fiscal en los resultados macroeconómicos	Mayo de 2001, recuadro 3.3
Regímenes fiscales en las economías avanzadas y en las economías de mercados emergentes	Mayo de 2001, recuadro 3.4
Datos sobre la deuda pública de las economías de mercados emergentes	Septiembre de 2003, recuadro 3.1
Riesgo fiscal: Pasivos contingentes y demografía	Septiembre de 2003, recuadro 3.2
Evaluación de la viabilidad de las finanzas públicas frente a la incertidumbre	Septiembre de 2003, recuadro 3.3
Las ventajas de los bonos indexados según el crecimiento	Septiembre de 2003, recuadro 3.4
¿Es demasiado grande la deuda pública de los mercados emergentes?	Septiembre de 2003, capítulo III
¿Cómo ha cambiado el comportamiento fiscal en el marco de la UEM?	Septiembre de 2004, capítulo II
Integración de las microempresas a la economía formal	Septiembre de 2004, recuadro 1.5
VIH/SIDA: Consecuencias demográficas, económicas y fiscales	Septiembre de 2004, recuadro 3.3
Las repercusiones del cambio demográfico en los sistemas de atención de la salud	Septiembre de 2004, recuadro 3.4
El impacto del envejecimiento en los planes públicos de jubilación	Septiembre de 2004, recuadro 3.5
¿Cómo deberían usar los países de Oriente Medio y Asia central los ingresos producidos por las exportaciones de petróleo?	Abril de 2005, recuadro 1.6
Globalización financiera y conducción de la política macroeconómica	Abril de 2005, recuadro 3.3
¿Sigue siendo demasiado alto el nivel de deuda pública en los países de mercados emergentes?	Septiembre de 2005, recuadro 1.1
El mejoramiento del desempeño fiscal de los mercados emergentes, ¿es cíclico o estructural?	Septiembre de 2006, recuadro 2.1
¿En qué casos funciona el estímulo fiscal?	Abril de 2008, recuadro 2.1
La política fiscal como herramienta anticíclica	Octubre de 2008, capítulo 5
Diferencias en la magnitud de los estabilizadores automáticos y relación con la política fiscal discrecional	Octubre de 2008, recuadro 5.1
¿Por qué es tan difícil determinar los efectos del estímulo fiscal?	Octubre de 2008, recuadro 5.2
La puntualidad, provisionalidad y focalización de los recortes de impuestos en Estados Unidos	Octubre de 2008, recuadro 5.3

VI. Política monetaria; mercados financieros; flujo de fondos

Los precios de los activos y el ciclo económico	Mayo de 2000, capítulo III
La liquidez mundial y los precios de los activos	Mayo de 2000, recuadro 3.2
Flujos internacionales de capital a los mercados emergentes	Octubre de 2000, capítulo II
Evolución de los mercados bursátiles mundiales	Octubre de 2000, capítulo II
La política monetaria de Estados Unidos y las tasas de interés de las emisiones soberanas en los mercados emergentes	Octubre de 2000, recuadro 2.1
Repercusión en la economía real de la corrección mundial del valor de las acciones tecnológicas	Mayo de 2001, capítulo II
La estrategia de metas explícitas de inflación en las economías de mercados emergentes: Aplicación y desafíos	Mayo de 2001, recuadro 4.3
La política monetaria en una era de baja inflación	Abril de 2002, capítulo II
Euros en billetes y en monedas	Abril de 2002, recuadro 1.3
Factores determinantes de la estructura de capital en los distintos países	Septiembre de 2002, recuadro 2.3
Cuando estallan las burbujas	Abril de 2003, capítulo II

¿Cómo afectan las vulnerabilidades de los balances a la inversión?	Abril de 2003, recuadro 2.3
Reconocimiento de los auges y caídas de los precios de los activos	Abril de 2003, apéndice 2.1
¿Es demasiado alto el nivel de reservas en divisas de Asia?	Septiembre de 2003, capítulo II
Las reservas y la deuda a corto plazo	Septiembre de 2003, recuadro 2.3
¿Deberían ser motivo de preocupación los auges del crédito en los mercados emergentes?	Abril de 2004, capítulo IV
¿Cómo afectan a la situación financiera de los mercados emergentes las tasas de interés y los tipos de cambio en Estados Unidos?	Abril de 2004, recuadro 2.1
¿Contribuye el desarrollo del sector financiero al crecimiento y bienestar económicos?	Abril de 2004, recuadro 4.1
Hipotecas con tasa de interés variable o fija: ¿Qué factores influyen en las decisiones de los países?	Septiembre de 2004, recuadro 2.2
¿Cuáles son los riesgos que plantean las bajas tasas de interés a largo plazo en Estados Unidos?	Abril de 2005, recuadro 1.2
El control de las remesas	Abril de 2005, recuadro 2.2
Globalización financiera y conducción de la política macroeconómica	Abril de 2005, recuadro 3.3
La política monetaria en un mundo globalizado	Abril de 2005, recuadro 3.4
Régimen de metas de inflación: ¿Es viable en los países de mercados emergentes?	Septiembre de 2005, capítulo IV
Estrategias alternativas al régimen de metas de inflación: Metas monetarias y cambiarias	Septiembre de 2005, recuadro 4.1
¿De qué forma la globalización ha afectado la inflación?	Abril de 2006, capítulo III
El impacto de los petrodólares en el rendimiento de los bonos estadounidenses y de mercados emergentes	Abril de 2006, recuadro 2.3
Globalización e inflación en los mercados emergentes	Abril de 2006, recuadro 3.1
La globalización y la baja inflación desde una óptica histórica	Abril de 2006, recuadro 3.2
Traslado del tipo de cambio a los precios de importación	Abril de 2006, recuadro 3.3
Evolución de las utilidades y el ahorro del sector financiero	Abril de 2006, recuadro 4.2
¿Cómo influyen los sistemas financieros en los ciclos económicos?	Septiembre de 2006, capítulo IV
Endeudamiento financiero y deuda-deflación	Septiembre de 2006, recuadro 4.1
Vínculos financieros y desbordamientos	Abril de 2007, recuadro 4.1
Condiciones macroeconómicas en los países industriales y flujos financieros hacia los mercados emergentes	Abril de 2007, recuadro 4.2
¿Qué es la liquidez mundial?	Octubre de 2007, recuadro 1.4
Implicaciones macroeconómicas de la reciente turbulencia en los mercados financieros: Evolución con respecto a episodios anteriores	Octubre de 2007, recuadro 1.2
Evolución del ciclo de la vivienda e implicaciones para la política monetaria	Abril de 2008, capítulo III
Evaluación de los focos de vulnerabilidad ante las correcciones del mercado de la vivienda	Abril de 2008, recuadro 3.1
¿Hay una contracción crediticia?	Abril de 2008, recuadro 1.1
Tensiones financieras y desaceleraciones económicas	Octubre de 2008, capítulo 4
Políticas adecuadas para resolver las tensiones en el sistema financiero y restablecer una intermediación financiera eficaz	Octubre de 2008, recuadro 4.1
El último brote de tensiones financieras: ¿Cómo cambia las perspectivas de la economía mundial?	Octubre de 2008, recuadro 1.1
Precios de la vivienda: Correcciones y consecuencias	Octubre de 2008, recuadro 1.2

VII. Mercado laboral, pobreza y desigualdad

Desempleo e instituciones del mercado de trabajo: Por qué las reformas son beneficiosas	Abril de 2003, capítulo IV
Disparidades regionales en materia de desempleo	Abril de 2003, recuadro 4.1
Reformas del mercado de trabajo en la Unión Europea	Abril de 2003, recuadro 4.2
La globalización de la mano de obra	Abril de 2007, capítulo V
Emigración y comercio exterior: ¿Qué efecto tienen en los países en desarrollo?	Abril de 2007, recuadro 5.1
Reformas del mercado del trabajo en la zona del euro y la relación de sustitución entre salarios y desempleo	Octubre de 2007, recuadro 2.2
Globalización y desigualdad	Octubre de 2007, capítulo IV

VIII. Regímenes cambiarios

Ventajas y desventajas de la dolarización	Mayo de 2000, recuadro 1.4
¿Por qué está el euro tan subvaluado?	Octubre de 2000, recuadro 1.1
Convergencia y apreciación del tipo de cambio real de los países que aspiran a ingresar a la UE	Octubre de 2000, recuadro 4.4
¿Cuáles son las causas de la debilidad del euro y la solidez del dólar?	Mayo de 2001, capítulo II
La debilidad de las monedas australiana y neozelandesa	Mayo de 2001, recuadro 2.1
Expectativas de los mercados acerca de las fluctuaciones cambiarias	Septiembre de 2002, recuadro 1.2
¿Es demasiado alto el nivel de reservas en divisas de Asia?	Septiembre de 2003, capítulo II
¿En qué medida deberían preocuparse los países en desarrollo por la volatilidad cambiaria de las tres grandes monedas del mundo?	Septiembre de 2003, capítulo II
Las reservas y la deuda a corto plazo	Septiembre de 2003, recuadro 2.3
Efectos de un descenso del dólar	Abril de 2004, recuadro 1.1
Aprendiendo a flotar: La experiencia de los países de mercados emergentes desde principios de los años noventa	Septiembre de 2004, capítulo II
¿Cómo aprendieron a flotar Chile, India y Brasil?	Septiembre de 2004, recuadro 2.3
Desarrollo del mercado cambiario e intervención en el mismo	Septiembre de 2004, recuadro 2.4
Los posibles efectos de los shocks externos en los países de mercados emergentes	Septiembre de 2006, recuadro 1.3
Los tipos de cambio y el ajuste de los desequilibrios externos	Abril de 2007, capítulo III
La transmisión del tipo de cambio a los precios del comercio y el ajuste externo	Abril de 2007, recuadro 3.3
Causas y consecuencias de la depreciación del dólar de EE.UU.	Abril de 2008, recuadro 1.2

IX. Pagos externos, comercio exterior, movimientos de capital y deuda externa

La discrepancia en los saldos mundiales en cuenta corriente	Octubre de 2000, capítulo I, apéndice II
La integración comercial y África al sur del Sahara	Mayo de 2001, capítulo II
Sostenibilidad de la cuenta corriente externa de Estados Unidos	Mayo de 2001, recuadro 1.2
Reducción de los desequilibrios de la balanza de pagos	Mayo de 2001, capítulo I, apéndice 2
El sistema de comercio mundial: De Seattle a Doha	Octubre de 2001, capítulo II
La integración financiera internacional y los países en desarrollo	Octubre de 2001, capítulo IV

Posibles ventajas de una nueva ronda de negociaciones comerciales para el bienestar	Octubre de 2001, recuadro 2.3
Críticas a una nueva ronda de negociaciones comerciales	Octubre de 2001, recuadro 2.4
La inversión extranjera directa y los países más pobres	Octubre de 2001, recuadro 4.3
La secuencia de la liberalización de la cuenta de capital en varios países	Octubre de 2001, recuadro 4.4
Crisis de la cuenta de capital en los países de mercados emergentes	Abril de 2002, recuadro 3.5
¿Cómo se han ajustado los déficit externos en el pasado?	Septiembre de 2002, recuadro 2.2
Cómo utilizar los precios para medir la integración de los mercados de bienes	Septiembre de 2002, recuadro 3.1
Los costos de transporte	Septiembre de 2002, recuadro 3.2
El modelo gravitacional del comercio internacional	Septiembre de 2002, recuadro 3.3
La especialización vertical en la economía globalizada	Septiembre de 2002, recuadro 3.4
Comercio y crecimiento	Septiembre de 2002, recuadro 3.5
¿En qué medida preocupan los desequilibrios externos?	Septiembre de 2002, capítulo II
¿Cómo afectan las políticas agrícolas de los países industriales a los países en desarrollo?	Septiembre de 2002, capítulo II
La integración comercial y la integración financiera	Septiembre de 2002, capítulo III
Riesgos para el sistema multilateral de comercio	Abril de 2004, recuadro 1.3
¿Se ha reencauzado la Ronda de Doha?	Septiembre de 2004, recuadro 1.3
Tratados regionales de comercio e integración: La experiencia con el TLCAN	Septiembre de 2004, recuadro 1.4
Integración comercial y financiera en Europa: Cinco años después del euro	Septiembre de 2004, recuadro 2.5
Globalización y desequilibrios externos	Abril de 2005, capítulo III
El final de los contingentes en el comercio mundial de productos textiles	Abril de 2005, recuadro 1.3
¿Cuánto se ha avanzado con las políticas de reducción de los desequilibrios mundiales?	Abril de 2005, recuadro 1.4
Medición de la posición externa neta de un país	Abril de 2005, recuadro 3.2
Desequilibrios mundiales: Perspectiva del ahorro y la inversión	Septiembre de 2005, capítulo II
El impacto de los cambios demográficos en el ahorro, la inversión y los saldos en cuenta corriente	Septiembre de 2005, recuadro 2.3
¿Cómo se ajustarán los desequilibrios mundiales?	Septiembre de 2005, apéndice 1.2
Los precios del petróleo y los desequilibrios mundiales	Abril de 2006, capítulo II
¿En qué medida se han logrado superar los desequilibrios mundiales?	Abril de 2006, recuadro 1.4
La Ronda de Doha después de las reuniones en la RAE de Hong Kong	Abril de 2006, recuadro 1.5
Perspectivas a largo plazo de las corrientes de capital hacia los países de mercados emergentes	Septiembre de 2006, recuadro 1.1
¿Cómo se ajustarán los desequilibrios mundiales?	Septiembre de 2006, recuadro 2.1
Sostenibilidad externa e integración financiera	Abril de 2007, recuadro 3.1
Grandes y persistentes desequilibrios en cuenta corriente	Abril de 2007, recuadro 3.2
Consulta Multilateral sobre los desequilibrios mundiales	Octubre de 2007, recuadro 1.3
Consecuencias macroeconómicas de la gestión de las afluencias de ayuda cuantiosas y volátiles	Octubre de 2007, recuadro 2.3
Gestión de las grandes entradas de capital	Octubre de 2007, capítulo III
¿Pueden dar resultado los controles de capital?	Octubre de 2007, recuadro 3.1

Consulta Multilateral sobre los Desequilibrios Mundiales: Informe de avance	Abril de 2008, recuadro 1.3
¿Cómo afecta la globalización del comercio y las finanzas al crecimiento? Teoría y datos empíricos	Abril de 2008, recuadro 5.1
Divergencias de los saldos en cuenta corriente en las economías emergentes	Octubre de 2008, capítulo 6
Factores determinantes de la cuenta corriente de los países exportadores de petróleo	Octubre de 2008, recuadro 6.1
Fondos soberanos de inversión: Implicaciones para los mercados financieros mundiales	Octubre de 2008, recuadro 6.2
X. Temas regionales	
Impacto económico HIV/SIDA en África meridional	Octubre de 2000, recuadro 1.4
La adhesión de las economías en transición a la Unión Europea: Perspectivas y tensiones	Octubre de 2000, capítulo IV
El FMI y las economías en transición	Octubre de 2000, recuadro 3.1
Ampliaciones anteriores de la UE	Octubre de 2000, recuadro 4.2
Iniciativa reforzada para los PPME de África	Mayo de 2001, recuadro 1.4
Grandes déficit en cuenta corriente en los países en transición que aspiran a adherirse a la Unión Europea	Mayo de 2001, recuadro 1.5
El comercio exterior de África y el modelo gravitacional	Mayo de 2001, recuadro 2.2
Efecto de la desaceleración de la economía japonesa en Asia oriental	Octubre de 2001, recuadro 1.4
Crecimiento relativo en la zona del euro: ¿Por qué Alemania e Italia van a la zaga de Francia?	Octubre de 2001, recuadro 1.5
Crecimiento económico, conflictos civiles y reducción de la pobreza en África al sur del Sahara	Octubre de 2001, recuadro 1.7
La tecnología de la información y el crecimiento en las economías emergentes de Asia	Octubre de 2001, recuadro 3.3
Los contratiempos de la tecnología de la información y las perspectivas de crecimiento a corto plazo en Asia oriental	Octubre de 2001, recuadro 3.5
Crisis de la deuda: ¿En qué se diferencia América Latina?	Abril de 2002, capítulo II
La inversión extranjera directa en África	Septiembre de 2002, recuadro 1.6
Fomento de instituciones más sólidas y el crecimiento: La Nueva Asociación para el Desarrollo de África	Abril de 2003, recuadro 3.3
¿Cómo puede acelerarse el crecimiento económico en Oriente Medio y Norte de África?	Septiembre de 2003, capítulo II
El Consejo para la Cooperación en el Golfo: Desafíos en el camino hacia la unión monetaria	Septiembre de 2003, recuadro 1.5
Análisis del crecimiento económico en la región de Oriente Medio y Norte de África	Septiembre de 2003, recuadro 2.1
¿Se están convirtiendo las economías emergentes de Asia en el motor del crecimiento económico mundial?	Abril de 2004, recuadro 1.4
Una estrategia para África	Abril de 2004, recuadro 1.5
Integración económica y reformas estructurales: El caso de Europa	Abril de 2004, recuadro 3.4
¿Cuáles son los riesgos de una desaceleración en el crecimiento de China?	Septiembre de 2004, recuadro 1.2
Desafíos y avances en materia de gobernabilidad en África subsahariana	Septiembre de 2004, recuadro 1.6
El tsunami del océano Índico: Impacto en las economías de Asia meridional	Abril de 2005, recuadro 1.1

Las remesas de los trabajadores y la emigración en la región del Caribe	Abril de 2005, recuadro 2.1
¿Qué explica las diferencias en el desempeño del sector externo en la zona del euro?	Septiembre de 2005, recuadro 1.3
Más presión para los productores africanos de algodón	Septiembre de 2005, recuadro 1.5
¿Es insuficiente la inversión en los países de mercados emergentes de Asia?	Septiembre de 2005, recuadro 2.4
Un fortalecimiento institucional que armonice con las circunstancias de cada país: Comparación de la transformación de la propiedad en China y en Europa central y oriental	Septiembre de 2005, recuadro 3.1
¿A qué ritmo se están gastando los ingresos adicionales en los países exportadores de petróleo?	Abril de 2006, recuadro 2.1
La Unión Económica y Monetaria: 10 años después	Octubre de 2008, recuadro 2.1

XI. Análisis de situaciones específicas

El programa de desinflación respaldado por el FMI en Turquía	Mayo de 2000, recuadro 2.1
La productividad y la cotización de las acciones en Estados Unidos	Mayo de 2000, recuadro 3.1
India: Revitalización del proceso de reforma	Mayo de 2000, recuadro 4.2
La volatilidad del producto y los peligros de la predicción en Japón	Octubre de 2000, recuadro 1.2
El posible ingreso de China a la OMC	Octubre de 2000, recuadro 1.3
El problema del trueque y los atrasos en Rusia	Octubre de 2000, recuadro 3.3
Descentralización fiscal en las economías en transición: China y Rusia	Octubre de 2000, recuadro 3.5
Adhesión de Turquía a la Unión Europea	Octubre de 2000, recuadro 4.3
Recientes iniciativas de política monetaria y estructural en Japón	Mayo de 2001, recuadro 1.3
Japón: ¿Un caso fiscal atípico?	Mayo de 2001, recuadro 3.1
Repercusiones financieras de la menor oferta de títulos del Tesoro de Estados Unidos	Mayo de 2001, recuadro 3.2
Crecimiento y pobreza en India	Octubre de 2001, recuadro 1.6
¿Se ha acelerado la productividad total de los factores de los otros sectores en Estados Unidos?	Octubre de 2001, recuadro 3.2
El desafío fiscal de China a mediano plazo	Abril de 2002, recuadro 1.4
La reconstrucción de Afganistán	Abril de 2002, recuadro 1.5
Rusia y la reactivación	Abril de 2002, recuadro 1.6
Brasil: El intento de restablecer la confianza del mercado	Septiembre de 2002, recuadro 1.4
Liberalización del comercio en India	Septiembre de 2002, recuadro 1.5
¿En qué medida la atonía de la banca explica el estancamiento de Alemania?	Abril de 2003, recuadro 1.3
Las condiciones financieras de las empresas y la intensidad de las recesiones en Estados Unidos	Abril de 2003, recuadro 2.2
Reconstrucción de Iraq en la etapa de posguerra	Septiembre de 2003, recuadro 1.4
¿Cómo afectará al resto del mundo el déficit presupuestario de Estados Unidos?	Abril de 2004, capítulo II
La presencia cada vez mayor de China y sus efectos en la economía mundial	Abril de 2004, capítulo II
¿Puede mantener China el rápido crecimiento del producto?	Abril de 2004, recuadro 2.3
Cuantificación del impacto a nivel internacional de la adhesión de China a la OMC	Abril de 2004, recuadro 2.4
Reformas estructurales y crecimiento económico: El caso de Nueva Zelandia	Abril de 2004, recuadro 3.1

Reformas estructurales en el Reino Unido durante los años ochenta	Abril de 2004, recuadro 3.2
Países Bajos: ¿Cómo contribuyó la interacción entre las reformas del mercado de trabajo y la reducción de los impuestos al fuerte aumento del empleo?	Abril de 2004, recuadro 3.3
¿Por qué sigue siendo positivo el saldo de ingresos del exterior de Estados Unidos? y ¿podrá mantenerse?	Septiembre de 2005, recuadro 1.2
¿Será India el motor del crecimiento mundial?	Septiembre de 2005, recuadro 1.4
Ahorro e inversión en China	Septiembre de 2005, recuadro 2.1
Revisión del PIB de China: ¿Qué significa para el país y para la economía mundial?	Abril de 2006, recuadro 1.6
¿Qué nos indican los estudios de países sobre el impacto de la globalización en la desigualdad? Ejemplos de México, China e India	Octubre de 2007, recuadro 4.2

XII. Temas destacados

El cambio climático y la economía mundial	Abril de 2008, capítulo 4
Aumento de la propiedad de automóviles en las economías emergentes: Consecuencias para el cambio climático	Abril de 2008, recuadro 4.1
Asia Meridional: Impacto ilustrativo de un shock climático abrupto	Abril de 2008, recuadro 4.2
Políticas macroeconómicas para un ajuste más suave a shocks climáticos abruptos	Abril de 2008, recuadro 4.3
Seguros y bonos de catástrofe: Nuevos instrumentos de cobertura para el riesgo de fenómenos meteorológicos extremos	Abril de 2008, recuadro 4.4
Iniciativas de política recientes para reducir las emisiones	Abril de 2008, recuadro 4.5
Complejidades del diseño de las políticas internas de mitigación	Abril de 2008, recuadro 4.6

