

## INTRODUCCIÓN

La economía mundial ha comenzado nuevamente una transición. Las economías avanzadas se están fortaleciendo gradualmente. Al mismo tiempo, el crecimiento en las economías de mercados emergentes se ha desacelerado. Esta confluencia está generando tensión, y las economías de mercados emergentes se enfrentan al doble reto de la desaceleración del crecimiento y el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales.

La economía estadounidense sigue siendo el centro de los acontecimientos. La demanda privada conserva la solidez, aunque el crecimiento se ha visto obstaculizado este año por una consolidación fiscal excesiva. Los factores políticos están generando incertidumbre en torno a la naturaleza y la magnitud del ajuste fiscal. El secuestro del gasto representa una mala manera de llevar a cabo la consolidación, y los conflictos en torno al aumento del tope de la deuda podrían conducir a un nuevo episodio de incertidumbre desestabilizante y a una contracción del crecimiento. No obstante, es hora de que la política monetaria prevea cómo abandonar tanto la expansión cuantitativa como las tasas de política monetaria cero. Aunque no hay grandes cuestiones conceptuales ni técnicas de por medio, los problemas de comunicación de la Reserva Federal son nuevos y delicados. Es razonable prever cierta volatilidad de las tasas a largo plazo a medida que su política evolucione.

La recuperación de Japón ha estado impulsada por la Abeconomía, pero para sustentarla habrá que superar dos grandes retos. El primero, reflejado en el debate sobre el aumento del impuesto sobre el consumo, es fijar el ritmo adecuado de la consolidación fiscal: si esta es demasiado lenta, pondrá en peligro la credibilidad, y si es demasiado rápida, no habrá crecimiento. El segundo es implementar un conjunto creíble de reformas estructurales para transformar lo que hoy es una recuperación cíclica en un crecimiento sostenido.

Las economías del núcleo de Europa muestran algunos indicios de recuperación. Esto es resultado, no de grandes cambios recientes de las políticas, sino de un cambio de actitud, que aun así podría autovalidarse si consumidores y empresas deciden incrementar el gasto. Sin embargo, los países periféricos del sur siguen

luchando. El avance en las mejoras de la competitividad y en la promoción de las exportaciones no es aún suficientemente sólido como para compensar una demanda interna deprimida. Tanto en el núcleo como en la periferia, persiste la incertidumbre en torno a los balances bancarios, que debería disminuir gracias a la evaluación prometida de la calidad de los activos bancarios. A más largo plazo, al igual que en el caso de Japón, se necesitan con urgencia reformas estructurales para reactivar las anémicas tasas de crecimiento potencial que aquejan a la región.

La novedad más importante en este momento proviene de las economías de mercados emergentes, cuyo crecimiento ha bajado, en muchos casos más de lo que habíamos previsto.

El interrogante obvio es si esta desaceleración refleja factores cíclicos o una disminución del crecimiento del producto potencial. Basándonos en la información que tenemos hoy, la respuesta es que refleja ambas cosas, aunque en diferente grado según el país: un mayor número de factores cíclicos en Rusia y Sudáfrica, una mayor disminución del potencial en China e India. Las condiciones mundiales inusualmente favorables, como ser los elevados precios de las materias primas y el rápido desarrollo de los mercados financieros, incrementaron el crecimiento potencial en estas economías en la década de 2000, y en varios casos a eso se sumó un componente cíclico. A medida que se estabilizan los precios de las materias primas y se endurecen las condiciones financieras, el crecimiento potencial baja, produciendo en algunos casos un drástico ajuste cíclico.

Frente a estas condiciones cambiantes, los gobiernos de las economías de mercados emergentes tienen ante sí dos retos. El primero es adaptarse a un crecimiento potencial más bajo. Aunque cierta disminución del crecimiento respecto de la década de 2000 es inevitable, las reformas estructurales pueden ayudar a facilitar el ajuste y son cada vez más urgentes. La lista es conocida: desde el reequilibrio orientado al consumo en China, hasta la eliminación de las barreras a la inversión en Brasil e India. El segundo reto consiste en afrontar el ajuste cíclico, y aquí también tienen validez las recomendaciones de siempre. Los países con déficits fiscales

profundos deben consolidar. Los países con una inflación persistentemente superior a la meta deben adoptar políticas restrictivas y, algo a menudo más importante, instituir un marco de política monetaria más creíble.

El impacto que podría tener en estas economías un aumento de las tasas estadounidenses a largo plazo hace que esta recomendación adquiera aún más relevancia. La normalización de las tasas de interés de las economías avanzadas probablemente conduzca a un vuelco parcial de los flujos de capitales. A medida que los inversionistas repatrian fondos a Estados Unidos, los países con saldos fiscales más débiles o con inflación más alta quedan particularmente expuestos. La respuesta adecuada debe comprender dos aspectos. Primero, según corresponda, los países deben poner orden en su situación macroeconómica definiendo mejor su marco de política monetaria y manteniendo la sostenibilidad fiscal. Segundo, deben dejar que el tipo de cambio se deprecie en respuesta a las salidas de capitales. Hoy, a diferencia de los efectos adversos que generaron en el pasado, la exposición a las divisas y los efectos

en los balances son más limitados, y las economías de mercados emergentes seguramente podrán adaptarse al nuevo entorno sin sufrir una crisis profunda.

En resumidas cuentas, la recuperación continúa tras la crisis, pero con demasiada lentitud. El centro de atención en este momento son las economías de mercados emergentes; específicamente, la combinación de la desaceleración del crecimiento y el endurecimiento de las condiciones financieras originados por la política monetaria estadounidense. Pero como telón de fondo subsisten otros legados de la crisis, que podrían ciertamente pasar de nuevo a primer plano. La deuda pública y, en algunos casos, la deuda privada siguen siendo muy elevadas, y la sostenibilidad fiscal no está dada. La arquitectura del sistema financiero está evolucionando, y aún no está claro qué forma adoptará. Estos temas continuarán influyendo en la evolución de la economía mundial durante muchos años.

Olivier Blanchard  
*Consejero económico*

## RESUMEN EJECUTIVO

**E**n este momento, el crecimiento mundial avanza a marcha lenta, los factores que impulsan la actividad están cambiando y persisten los riesgos a la baja. China y un creciente número de economías de mercados emergentes están dejando atrás niveles máximos cíclicos. Según las proyecciones, sus tasas de crecimiento se mantendrán muy por encima de las tasas de las economías avanzadas, pero por debajo de los elevados niveles observados en los últimos años, por razones tanto cíclicas como estructurales. Estados Unidos ha experimentado varios trimestres de demanda privada sólida. Aunque la demanda del sector público ha estado empujando en la dirección opuesta, esta fuerza contraria disminuirá en 2014, sentando las bases para un crecimiento más elevado. La economía de Japón está experimentando un vigoroso repunte, pero perderá ímpetu en 2014 a medida que se endurezca la política fiscal. La zona del euro está saliendo muy lentamente de la recesión, pero los pronósticos apuntan a que la actividad seguirá siendo tenue. En estas tres economías avanzadas, la capacidad ociosa abunda, y se prevé que la presión inflacionaria siga siendo suave.

Esta cambiante dinámica de crecimiento plantea nuevos retos para la política económica, y los efectos de contagio pueden ser motivo de mayor inquietud. Dos acontecimientos recientes probablemente influyan en la trayectoria de la economía mundial a corto plazo. Primero, los mercados están cada vez más convencidos de que la política monetaria estadounidense se acerca a un punto de inflexión. Las referencias que hizo la Reserva Federal al repliegue de las medidas de expansión cuantitativa produjeron un aumento inesperadamente fuerte de los rendimientos a largo plazo en Estados Unidos y muchas otras economías; gran parte de ese aumento no se ha revertido, a pesar de que la Reserva Federal posteriormente decidió mantener el volumen de compras de activos y de que otros países adoptaron medidas al respecto. Segundo, cada vez es más firme el convencimiento de que China crecerá con más lentitud a mediano plazo que en el pasado reciente, y ha sido necesario revisar las expectativas de que, si el crecimiento del producto disminuyera hacia

la meta del gobierno fijada en 7½%, las autoridades chinas reaccionarían lanzando un fuerte estímulo.

En la edición de octubre de 2013 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o informe GFSR) se explica de qué manera los efectos de contagio producidos por estas nuevas percepciones ya han sometido a los sistemas financieros en cierta manera a una miniprueba de esfuerzo. En los mercados emergentes, los efectos de contagio interactuaron con las vulnerabilidades existentes y provocaron ajustes convenientes y no convenientes. Entre los ajustes convenientes, cabe mencionar redistribuciones de los flujos de capitales y depreciaciones de las monedas que contribuyeron a atenuar los crecientes problemas de competitividad: en términos generales, las monedas que más se depreciaron fueron las que se encontraban sobrevaluadas según el informe piloto sobre el sector externo de 2013 (*Pilot External Sector Report*). Al mismo tiempo, sin embargo, la volatilidad ha aumentado, y el riesgo de ajuste excesivo podría afectar negativamente a la inversión y el crecimiento.

Con miras al futuro, se prevé que la actividad mundial se fortalezca moderadamente, pero la balanza de riesgos para las perspectivas aún se inclina a la baja. Según las proyecciones, el impulso provendría de las economías avanzadas, cuyo producto se expandiría a un ritmo de alrededor de 2% en 2014, alrededor de ¾ de punto porcentual más que en 2013. Los factores que impulsan este pequeño aumento proyectado son el fortalecimiento de la economía estadounidense, una contracción fiscal mucho menor (excepto en Japón), y condiciones monetarias sumamente acomodaticias. El crecimiento de la zona del euro se verá frenado por la gran debilidad de las economías de la periferia. Se proyecta que las economías de mercados emergentes y en desarrollo se expandirán alrededor de 5% en 2014, ya que la política fiscal se mantendría neutra en términos generales y las tasas de interés reales seguirían siendo relativamente bajas. El desempleo continuará en un nivel inaceptablemente elevado en muchas economías avanzadas, así como en diversas economías de mercados emergentes, sobre todo las de Oriente Medio y Norte de África.

Hay algunos riesgos a la baja nuevos que han pasado a primer plano, en tanto que otros riesgos antiguos en gran medida persisten. En el momento de redactarse este informe, un enfrentamiento político ha llevado al cierre administrativo del gobierno federal estadounidense. Las proyecciones suponen que este cierre será breve, que el gasto público discrecional será aprobado y ejecutado tal como lo presumen los pronósticos, y que el tope de la deuda, al que se podría llegar a mediados de octubre, se incrementará sin demora. Estas tres posibilidades están teñidas de incertidumbre. Si bien el daño para la economía estadounidense probablemente sea limitado si el cierre administrativo es breve, podría resultar bastante perjudicial si se prolonga. Y, fundamentalmente, el fracaso de las negociaciones para incrementar sin demora el tope de endeudamiento, que se traduciría en un incumplimiento de pagos selectivo para Estados Unidos, podría dañar seriamente a la economía mundial.

Más allá de estos riesgos inmediatos, en el informe GFSR de octubre de 2013 se recalca que la posibilidad de que Estados Unidos adopte una orientación monetaria menos acomodaticia podría provocar nuevos ajustes en los mercados y dejar expuestos focos de exceso financiero y vulnerabilidad sistémica. En este contexto, las economías de mercados emergentes podrían experimentar correcciones excesivas de los tipos de cambio y de los mercados financieros, al tiempo que se enfrentan a perspectivas económicas más desfavorables y vulnerabilidades internas cada vez más agudas; algunas incluso podrían llegar a sufrir trastornos graves de la balanza de pagos. En la zona del euro, la tarea inconclusa de sanear el sector bancario y la transmisión del crédito, así como el endeudamiento excesivo de las empresas, continúan planteando riesgos. En Japón, un grado insuficiente de consolidación fiscal y reforma estructural podría generar graves riesgos a la baja, especialmente de carácter fiscal. En este sentido, en el informe *Monitor Fiscal* de octubre de 2013 se hace hincapié en que los elevados niveles de deuda pública y la falta de planes de ajuste a mediano plazo con medidas concretas y reformas decididas de las prestaciones sociales en economías avanzadas clave, sobre todo Japón y Estados Unidos, conspiran para mantener los riesgos fiscales en un nivel persistentemente elevado. Las vulnerabilidades fiscales también se están acumulando en las economías de mercados emergentes y de bajo ingreso en distinto grado. En el ínterin, se han reavivado los riesgos geopolíticos.

Las autoridades han demostrado su determinación de evitar que la economía mundial se despeñe. Además de los nuevos acontecimientos que podrían empujarla al

precipicio, crece la preocupación en torno a un período prolongado de lento crecimiento mundial. Un escenario a la baja verosímil a mediano plazo estaría caracterizado por la persistencia de un crecimiento apenas modesto en la zona del euro debido a la continua fragmentación financiera y a los efectos heredados del endeudamiento privado, inesperadamente fuertes, el lastre que representan para las economías de mercados emergentes los desequilibrios y las restricciones de la oferta, y la prolongada deflación de Japón. Entre tanto, la finalización de la expansión cuantitativa en Estados Unidos podría traer aparejado un endurecimiento de las condiciones financieras mundiales más profundo y duradero de lo esperado. En consecuencia, es posible que la economía mundial crezca apenas poco más de 3% al año a mediano plazo, en lugar de volver a acelerarse a más de 4%. Lo que es más preocupante es que la política monetaria de las economías avanzadas podría quedar atrapada en tasas de interés cero durante muchos años. Con el correr del tiempo, un nivel de deuda pública preocupantemente elevado en todas las grandes economías avanzadas y la persistente fragmentación financiera de la zona del euro podrían desencadenar nuevas crisis.

Para evitar que se haga realidad este posible escenario a la baja o que estalle otra crisis se necesitan nuevas medidas de política, sobre todo en las economías avanzadas. Entre los viejos desafíos por resolver cabe mencionar el saneamiento de los sistemas financieros y la adopción de una unión bancaria en la zona del euro, junto con la formulación e implementación de planes decididos de ajuste fiscal a mediano plazo, respaldados por medidas concretas, y la reforma de los programas de prestaciones sociales en Japón y Estados Unidos. Asimismo, en la zona del euro y Japón, en particular, se necesita estimular el producto potencial, entre otras formas, mediante reformas que nivelen el campo de juego entre quienes están adentro y quienes están fuera del mercado laboral y reduzcan las barreras de ingreso a los mercados de productos y servicios. Un nuevo desafío es que la política monetaria estadounidense cambie de orientación cautelosamente frente a la evolución de las perspectivas de crecimiento, inflación y estabilidad financiera. Un endurecimiento excesivo podría ser difícil de revertir, y el crecimiento mundial podría ciertamente quedar por debajo de las proyecciones de crecimiento e inflación a mediano plazo, en lugar de superarlas.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo se enfrentan a nuevos desafíos en el ámbito de la política económica. La combinación adecuada de políticas y el ritmo de ajuste variarán según la econo-

mía, en vista de las diferencias de la brecha del producto, la presión inflacionaria, la credibilidad del banco central, el margen de maniobra de la política fiscal y la naturaleza de las vulnerabilidades. Sin embargo, muchas economías tienen cinco prioridades en común. Primero, las autoridades deberían permitir que los tipos de cambio respondan a la evolución de los fundamentos, pero también deben resguardarse de los riesgos de ajuste desordenado, entre otras formas mediante intervenciones que suavicen la volatilidad excesiva. Segundo, en los casos en que los marcos de política monetaria tienen menos credibilidad, quizá corresponda centrarse más en establecer un ancla nominal sólida. Tercero, se deberían tomar medidas prudenciales para salvaguardar

la estabilidad financiera, dados los riesgos creados por los recientes auges del crédito y los nuevos riesgos que plantean los flujos de capitales. Cuarto, la consolidación fiscal debería seguir su curso, a menos que la actividad amenace con empeorar muy drásticamente y que las condiciones de financiamiento permitan una expansión fiscal, temas que se analizan en profundidad en el informe *Monitor Fiscal* de octubre de 2013. Quinto, muchas economías necesitan una nueva ronda de reformas estructurales, entre las que se incluyen la inversión en infraestructura pública, la eliminación de las barreras de ingreso a los mercados de productos y servicios, y, en el caso de China, el reequilibrio del crecimiento, reorientándolo de la inversión hacia el consumo.