

### Moderación del ímpetu, debilidad del comercio internacional y la producción industrial

Durante el último año, el crecimiento mundial disminuyó drásticamente. Entre las economías avanzadas, el debilitamiento ha sido generalizado y ha afectado a las grandes economías (Estados Unidos y, especialmente, la zona del euro) y a las economías avanzadas más pequeñas de Asia. El enfriamiento de la actividad ha sido más pronunciado entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo, como Brasil, China, India, México y Rusia, así como en algunas economías aquejadas por tensiones macroeconómicas y financieras.

Una característica común del debilitamiento del ímpetu de crecimiento durante los últimos 12 meses ha sido un notable enfriamiento geográficamente generalizado de la producción industrial impulsado por múltiples factores interrelacionados (gráfico 1.1, panel 1):

- *Una fuerte desaceleración de la producción y las ventas de automotores, con una disminución de las compras internacionales de vehículos de 3% en 2018 (recuadro 1.1).* La contracción de la actividad de la industria automotriz refleja tanto trastornos de la oferta como influencias de la demanda: una caída de la demanda tras el vencimiento de incentivos tributarios en China; el ajuste de las líneas de producción para cumplir con nuevas normas sobre emisiones en la zona del euro (sobre todo, en Alemania) y China; y posiblemente un cambio de actitud entre los consumidores, que deciden esperar ante la rápida evolución de la tecnología y las normas sobre emisiones en muchos países, así como la transformación de las opciones en materia de modelos y transporte compartido.
- *Debilidad de la confianza de las empresas en medio de las crecientes tensiones entre Estados Unidos y China por cuestiones de comercio internacional y tecnología.* A medida que el alcance de los aranceles estadounidenses y las represalias adoptadas por los socios comerciales se fueron ampliando desde enero de 2018, los insumos intermedios se encarecieron y se acentuó la incertidumbre acerca del futuro de las relaciones comerciales. Las empresas manufactureras son más cautelosas con el gasto a largo plazo y han dado un paso atrás a la hora de adquirir equipos y maquinarias. Esta tendencia

es más evidente en las economías del este de Asia expuestas al comercio internacional y a las cadenas internacionales de valor. En Alemania y Japón, la producción industrial reciente fue inferior a la de un año atrás, en tanto que el crecimiento se enfrió considerablemente en China y el Reino Unido, y en Estados Unidos en cierta medida (gráfico 1.1, panel 2). La debilidad parece ser particularmente pronunciada en la producción de bienes de capital<sup>1</sup>.

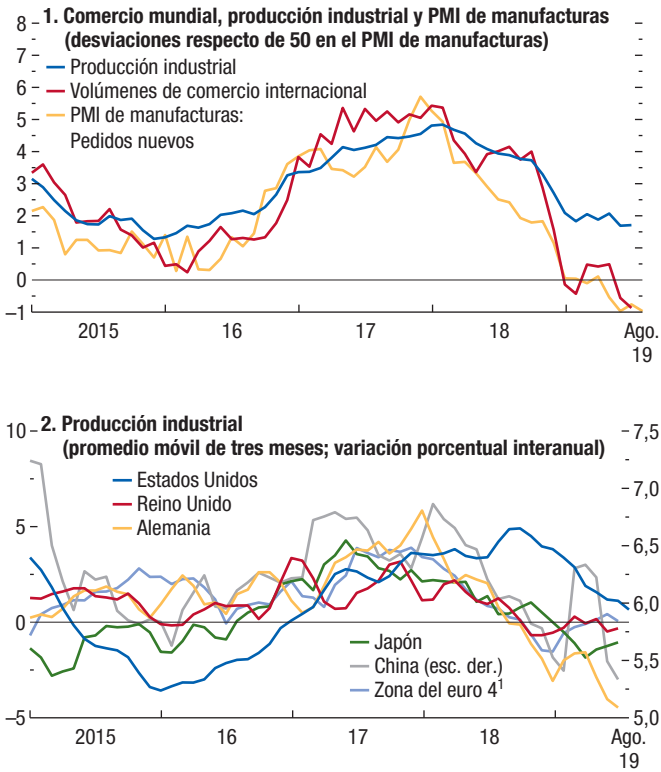
- *Una contracción de la demanda de China, impulsada por los esfuerzos regulatorios necesarios para controlar la deuda y exacerbada por las consecuencias macroeconómicas de la agudización de las tensiones comerciales.*

Como resultado de la ralentización de la producción industrial, el crecimiento del comercio internacional prácticamente es nulo. En el primer semestre de 2019, el volumen del comercio internacional superó en apenas 1% el valor registrado un año atrás, lo cual representa el ritmo de crecimiento semestral más lento desde 2012. Desde un punto de vista geográfico, los principales aportes al enfriamiento de las importaciones mundiales fueron los de China y las economías de Asia oriental (tanto avanzadas como emergentes) y las economías de mercados emergentes que están sometidas a tensiones (gráfico 1.2). Las desaceleraciones del comercio internacional están vinculadas a la caída del gasto de inversión, tal como ocurrió, por ejemplo, en 2015–16. La inversión es intensiva en el caso de los bienes intermedios y de capital muy transados. La inversión mundial retrocedió efectivamente (gráfico 1.3), en consonancia con un menor crecimiento de las importaciones, como consecuencia de factores cíclicos, la fuerte contracción de la inversión en las economías tensionadas, y el impacto del recrudescimiento de las tensiones comerciales en el optimismo de las empresas manufactureras. Otro factor que contribuyó a la ralentización del comercio internacional fue la caída de la producción y las ventas de automotores, reflejada en la disminución de las compras de bienes de consumo no perecederos (gráfico 1.4).

<sup>1</sup>Las ventas internacionales de semiconductores disminuyeron en 2018, en parte como consecuencia de la saturación del mercado de teléfonos inteligentes y el lanzamiento de menos productos nuevos a nivel más general (BCE, 2019).

**Gráfico 1.1. Indicadores de la actividad mundial**  
(promedio móvil de tres meses; variación porcentual interanual, salvo indicación en contrario)

En los últimos 12 meses la producción industrial registró una notable desaceleración que abarca una amplia base geográfica.



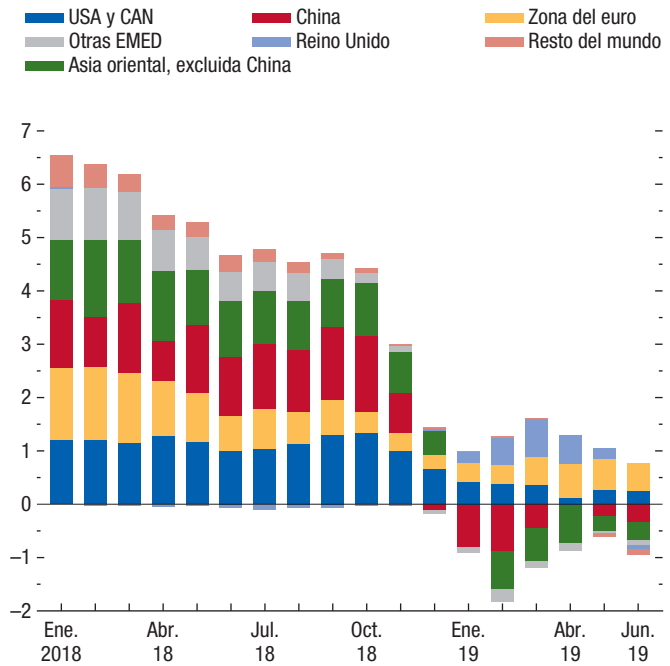
Fuentes: Oficina de Análisis de Política Económica de los Países Bajos, Haver Analytics, Markit Economics y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: PMI = índice de gerentes de compras.  
<sup>1</sup>La zona del euro 4 abarca España, Francia, Italia y los Países Bajos.

En China —el país con el mayor gasto de inversión del mundo—, el retroceso de la inversión en 2019 ha sido mucho más limitado que el de las importaciones, algo parecido a lo que ocurrió en 2015–16. Los factores que contribuyeron a la debilidad de las importaciones (más allá del gasto de capital interno) fueron la reducción del crecimiento de las exportaciones, que es intensivo en las importaciones, y la caída de la demanda de automotores (recuadro 1.1) y productos tecnológicos como teléfonos inteligentes. Es probable que la intensificación de las exportaciones con anterioridad a la imposición de aranceles a fines de 2018 también haya influido, al haber adelantado la demanda de componentes para las importaciones.

Si bien la manufactura perdió aliento, los servicios (que ocupan una proporción más grande de la economía) se mantuvieron firmes en términos generales (gráfico 1.5,

**Gráfico 1.2. Contribución a las importaciones mundiales**  
(puntos porcentuales, promedio móvil de tres meses)

En el primer semestre de 2019, el volumen del comercio internacional superó en apenas 1% el valor registrado un año atrás, lo cual representa el ritmo de crecimiento semestral más lento desde 2012.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: CAN = Canadá; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo; USA = Estados Unidos.

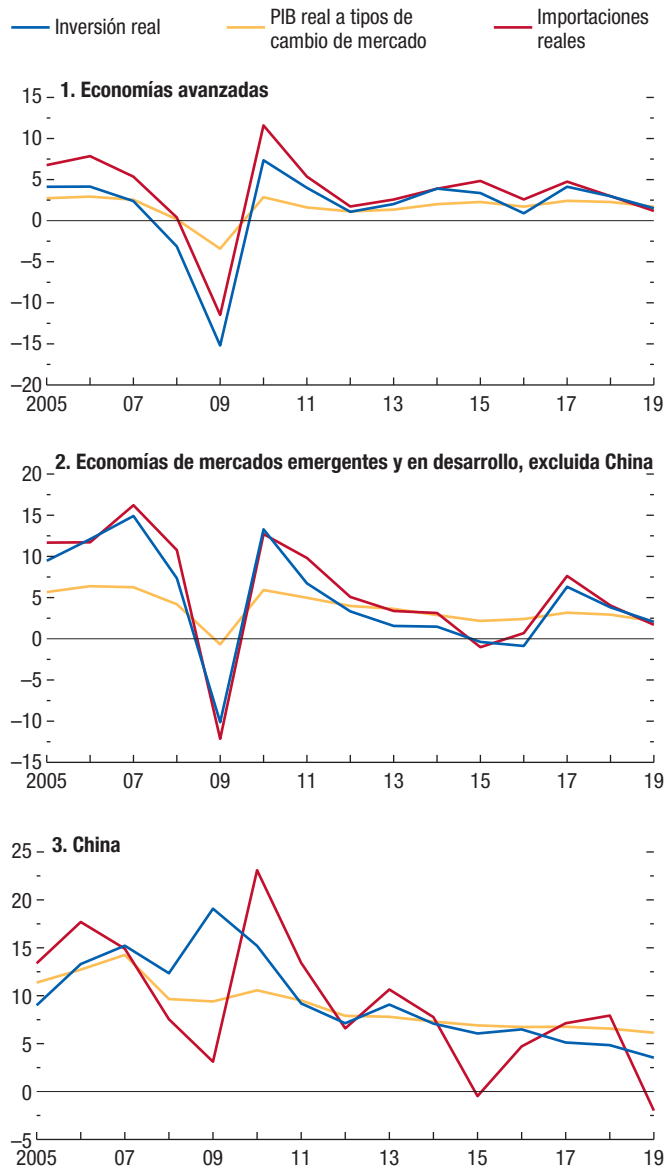
panel 1). La resiliencia de la actividad en el sector de los servicios ha significado una creación constante de empleo agregado, lo cual apuntaló la confianza de los consumidores (gráfico 1.5, panel 2) y, a su vez, el gasto de los hogares en servicios. Esta interacción favorable entre la producción del sector de los servicios, el empleo y la confianza de los consumidores ha servido de respaldo a la demanda interna de varias economías avanzadas.

## Desaceleración del crecimiento

El crecimiento de las economías avanzadas como grupo se estabilizó en el primer semestre de 2019, tras sufrir una fuerte caída en el segundo semestre de 2018. El ritmo de expansión de la economía estadounidense (alrededor de 2% anualizado) experimentó un ligero enfriamiento en los últimos trimestres a medida que se desvaneció el impulso generado por el recorte de los impuestos de comienzos de 2018, y la economía del Reino Unido se desaceleró, dado que la incertidumbre suscitada por

**Gráfico 1.3. Inversión y comercio mundiales**  
(variación porcentual)

La inversión mundial se desaceleró en 2019, en consonancia con un menor crecimiento de las importaciones.

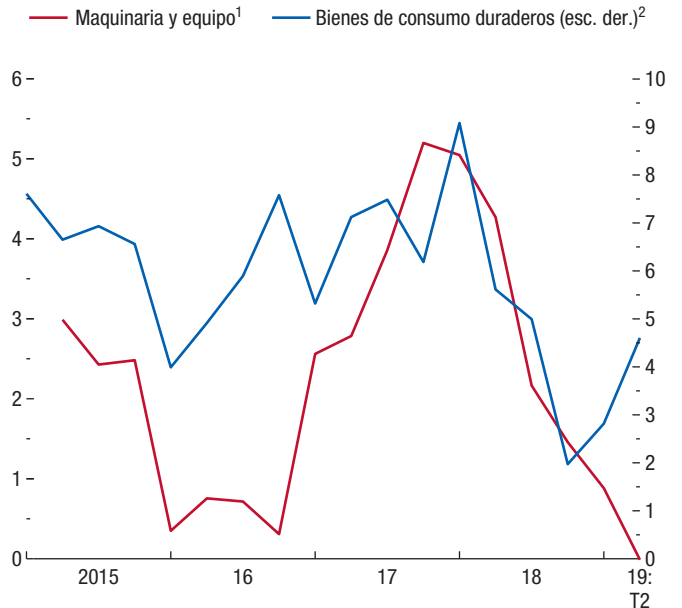


Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

el brexit frenó la inversión. La economía de la zona del euro registró un crecimiento más fuerte en el primer semestre del año que en el segundo de 2018, aunque la economía alemana se contrajo en el segundo trimestre debido al bajón de la actividad industrial. En general, la atonía de las exportaciones ha lastrado la actividad de la zona del euro desde comienzos de 2018, en tanto que la demanda interna conserva por el momento la firmeza. Japón experimentó un vigoroso crecimiento en el primer

**Gráfico 1.4. Gasto en bienes duraderos**  
(variación porcentual con respecto al año anterior)

La reducción del gasto en maquinaria, equipo y bienes de consumo duraderos ha sido un importante factor en la desaceleración del comercio mundial.



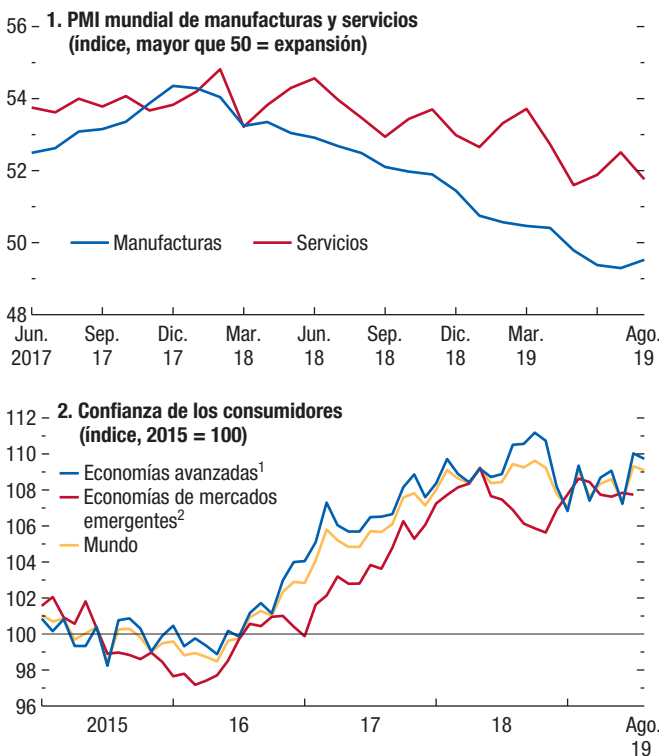
Fuentes: Haver Analytics, Markit Economics y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>Australia, Brasil, Canadá, Chile, China, Corea, Estados Unidos, India, Indonesia, Japón, Malasia, México, Reino Unido, Rusia, Sudáfrica, Turquía y la zona del euro.  
<sup>2</sup>Australia, Brasil, Canadá, Chile, China, Corea, Estados Unidos, Indonesia, Japón, Malasia, México, Reino Unido, Sudáfrica, Turquía y la zona del euro.

semestre del año, gracias a la solidez del consumo público y privado.

Los datos preliminares hacen pensar en un ligero repunte del crecimiento en el primer semestre de 2019 en el grupo de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, pero muy por debajo del ritmo de 2017 e inicios de 2018. El crecimiento de China repuntó por efecto del estímulo fiscal y un menor ritmo de fortalecimiento de la regulación financiera que arrancó en el segundo semestre de 2018. La economía de India se enfrió más en el segundo semestre, frenada por debilidades específicas del sector automotor e inmobiliario, así como la persistente incertidumbre en torno al estado de salud de las empresas financieras no bancarias. En México, el crecimiento se desaceleró marcadamente en el primer semestre del año debido a la fuerte incertidumbre acerca de las políticas, la ejecución insuficiente del presupuesto y ciertos factores transitorios. Por otro lado, el crecimiento se reanudó en el segundo trimestre en Brasil, tras una contracción registrada en el primer trimestre debida en parte a un desastre en el sector minero.

### Gráfico 1.5. Índice mundial de gerentes de compras y confianza de los consumidores

Si bien la actividad manufacturera perdió fuerza, en general los servicios se mantuvieron firmes.



Fuentes: Haver Analytics, Markit Economics y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Australia, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, Reino Unido, República Checa, Suecia, Suiza y la zona del euro.

<sup>2</sup>Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania.

Análogamente, el crecimiento experimentó un ligero repunte en el segundo trimestre en Sudáfrica, gracias a la mejora del suministro eléctrico. El crecimiento se recuperó en Turquía en el primer semestre del año tras la profunda contracción observada en el segundo semestre de 2018, habiéndose beneficiado de condiciones financieras internacionales más favorables y de respaldo fiscal y crediticio. Por el contrario, la contracción de la economía argentina continuó durante el primer semestre del año, aunque a un ritmo más lento, y los riesgos se inclinan claramente a la baja debido al marcado deterioro de las condiciones del mercado.

### Inflación moderada

La expansión mundial ampliamente generalizada que se produjo entre mediados de 2016 y mediados de 2018 contribuyó a estrechar las brechas del producto,

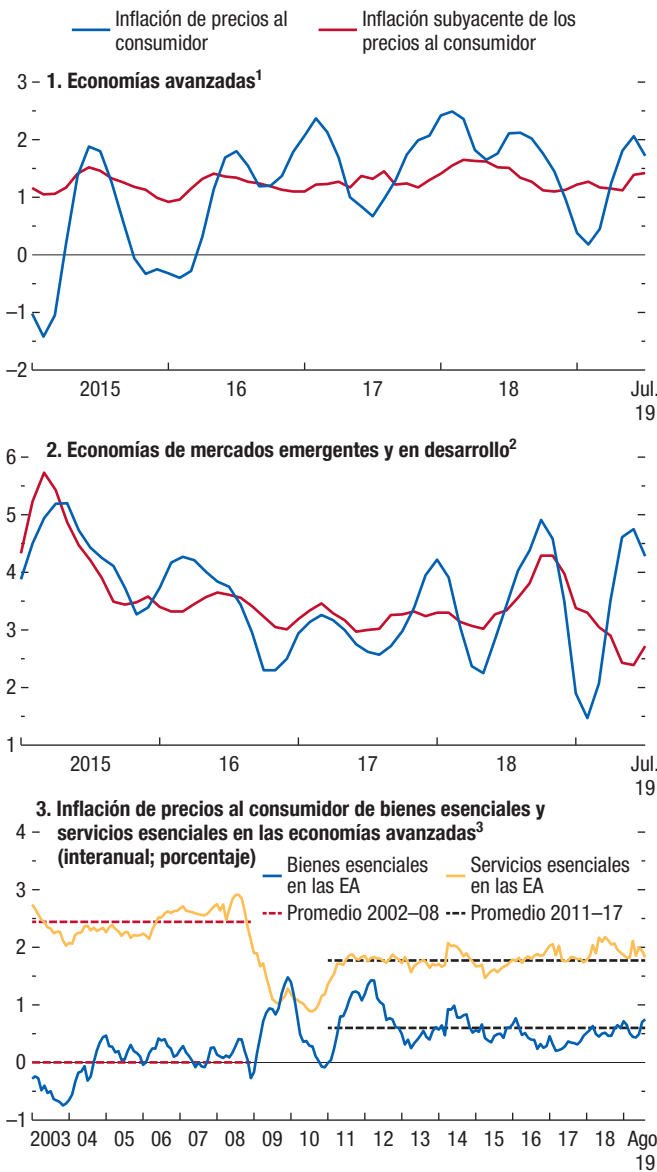
sobre todo en las economías avanzadas, pero no generó alzas sostenidas de la inflación subyacente de los precios. Naturalmente, a medida que la expansión mundial se debilitó, la inflación subyacente ha caído más por debajo de las metas de las economías avanzadas y de los promedios históricos de muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo (gráfico 1.6). Las contadas excepciones a este patrón general son las economías en las cuales las fuertes depreciaciones de la moneda intensificaron la presión sobre los precios internos (Argentina) o donde existe una escasez aguda de bienes esenciales (Venezuela).

A pesar del aumento de los aranceles de importación en algunos países, las presiones de los costos se han mantenido en general moderadas. El avance de los salarios se intensificó ligeramente, a partir de niveles bajos, a medida que las tasas de desempleo retrocedieron más (acercándose a mínimos históricos, por ejemplo en Estados Unidos y el Reino Unido) (gráfico 1.7 panel 1). La participación del trabajo en el ingreso viene trazando una trayectoria levemente ascendente desde alrededor de 2014 en Japón, Estados Unidos y el Reino Unido, y se ha incrementado en la zona del euro desde comienzos de 2018 (gráfico 1.7, panel 2). Estos movimientos no parecen reflejarse en la inflación subyacente de los precios al consumidor, lo cual hace pensar en una leve compresión de los márgenes de utilidad de las empresas. En las economías emergentes y en desarrollo de Europa, la escasez de mano de obra ha contribuido a sólidos avances salariales. Ahora bien, como lo explica el capítulo 2 del informe *Perspectivas económicas regionales* sobre Europa, el aumento de los salarios no ha empujado al alza la inflación de los precios de los bienes finales en la región (en Turquía, el nivel relativamente elevado de la inflación puede atribuirse a otros factores, como la depreciación que ha sufrido la moneda).

Los precios de la energía retrocedieron 13% entre los períodos de referencia de abril de 2019 y el actual informe WEO, ya que la producción récord de petróleo crudo en Estados Unidos, sumada a la flojedad de la demanda, eclipsó la influencia de la escasez de la oferta vinculada a las sanciones impuestas por Estados Unidos a Irán, los recortes de la producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y el conflicto en Venezuela y Libia (gráfico 1.8). El atentado perpetrado el 14 de septiembre contra las refinerías de petróleo en Arabia Saudita amenazó con trastornar profundamente la oferta y provocó de inmediato un salto de más de 10% en los precios del petróleo crudo. Los precios retrocedieron ligeramente cuando se anunció que los daños no

**Gráfico 1.6. Inflación mundial**  
(promedio móvil de tres meses; variación porcentual interanual, salvo indicación en contrario)

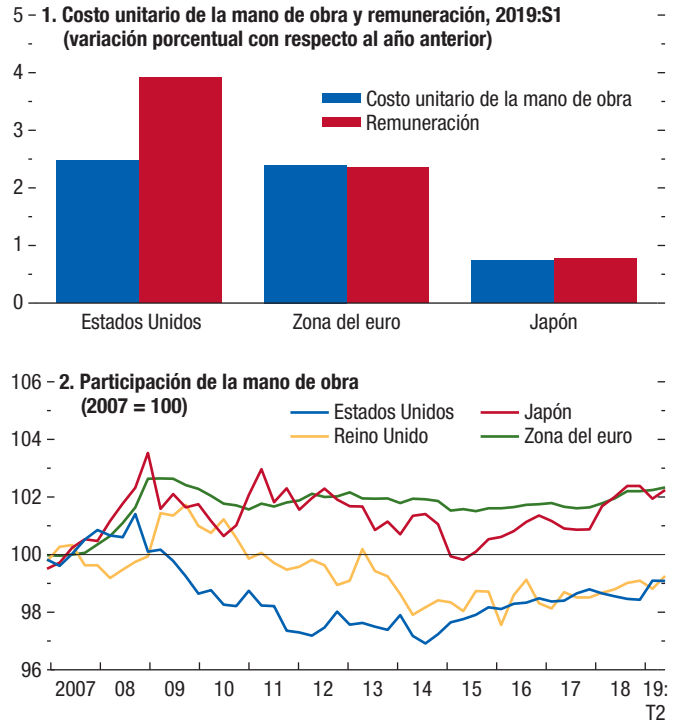
Desde mediados de 2018, la inflación subyacente ha caído aún más por debajo de las metas en las economías avanzadas y por debajo de los promedios históricos en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo.



Fuentes: Consensus Economics, Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).  
<sup>1</sup>Las economías avanzadas son AUT, BEL, CAN, CHE, CZE, DEU, DNK, ESP, EST, FIN, FRA, GBR, GRC, HKG, IRL, ISR, ITA, JPN, KOR, LTU, LUX, LVA, NLD, NOR, PRT, SGP, SVK, SVN, SWE, TWN, USA.  
<sup>2</sup>Las economías de mercados emergentes y en desarrollo son BGR, BRA, CHL, CHN, COL, HUN, IDN, IND, MEX, MYS, PER, PHL, POL, ROU, RUS, THA, TUR, ZAF.  
<sup>3</sup>La muestra comprende 16 economías avanzadas (EA): Alemania, Australia, Austria, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Italia, Japón, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido y Suecia.

**Gráfico 1.7. Salarios, costos unitarios de la mano de obra y participación del trabajo en el ingreso**

En los últimos tiempos el crecimiento salarial y la participación de la mano de obra en el ingreso ha sido mayor en algunas economías avanzadas.



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

eran tan graves como se había temido inicialmente. Los precios del carbón y del gas natural también disminuyeron entre los períodos de referencia como consecuencia de la debilidad de las perspectivas de demanda. Los precios de los metales se mantuvieron, en líneas generales, en una trayectoria plana; la caída de los precios del cobre y del aluminio compensó el aumento de los del níquel y la mena de hierro entre los dos períodos de referencia (véase la sección especial sobre materias primas).

En términos amplios, el bajo nivel general de la inflación subyacente y el moderado impulso que los precios de las materias primas imprimen al nivel general de inflación han llevado a los mercados a recortar las expectativas inflacionarias, sobre todo en Estados Unidos y la zona del euro.

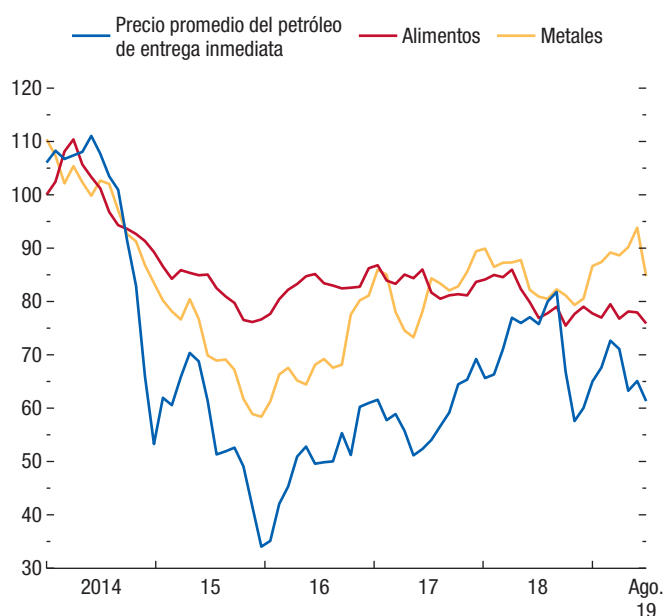
**Volatilidad del ánimo de los mercados, distensión de la política monetaria**

El ánimo de los mercados es volátil desde abril, como consecuencia de distintos tipos de influencias como la multiplicación de los aranceles estadounidenses aplicados



**Gráfico 1.8. Precios de las materias primas**  
(deflactados empleando el índice de precios al consumidor de Estados Unidos; 2014 = 100)

En general, los índices de precios de las materias primas se han debilitado desde el segundo trimestre.



Fuentes: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios, y cálculos del personal técnico del FMI.

a importaciones procedentes de China y las represalias adoptadas por China, los temores en torno a trastornos en la cadena de suministro de productos tecnológicos, la prolongada incertidumbre que suscita la salida del Reino Unido de la UE, tensiones geopolíticas, y el recorte de las tasas de interés y la comunicación de varios bancos centrales que es indicativa de una preferencia por la distensión. El efecto neto de estas fuerzas es que las condiciones financieras imperantes en las economías avanzadas están ahora más distendidas que en el momento de publicarse la edición de abril de 2019 del presente informe, pero en términos generales no han cambiado en la mayor parte de las economías de mercados emergentes y en desarrollo (véase la edición de octubre de 2019 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (informe GFSR)).

Entre las *economías avanzadas*, los principales bancos centrales han adoptado una actitud más acomodaticia y sus comunicaciones de principios de este año han reflejado las medidas de distensión adoptadas en los meses subsiguientes. En Estados Unidos, la Reserva Federal recortó la tasa de política monetaria en julio y septiembre, y puso fin a los recortes de su balance. En septiembre, el Banco Central Europeo redujo la tasa de depósito y anunció que reanudaría la expansión cuantitativa. Estos cambios de

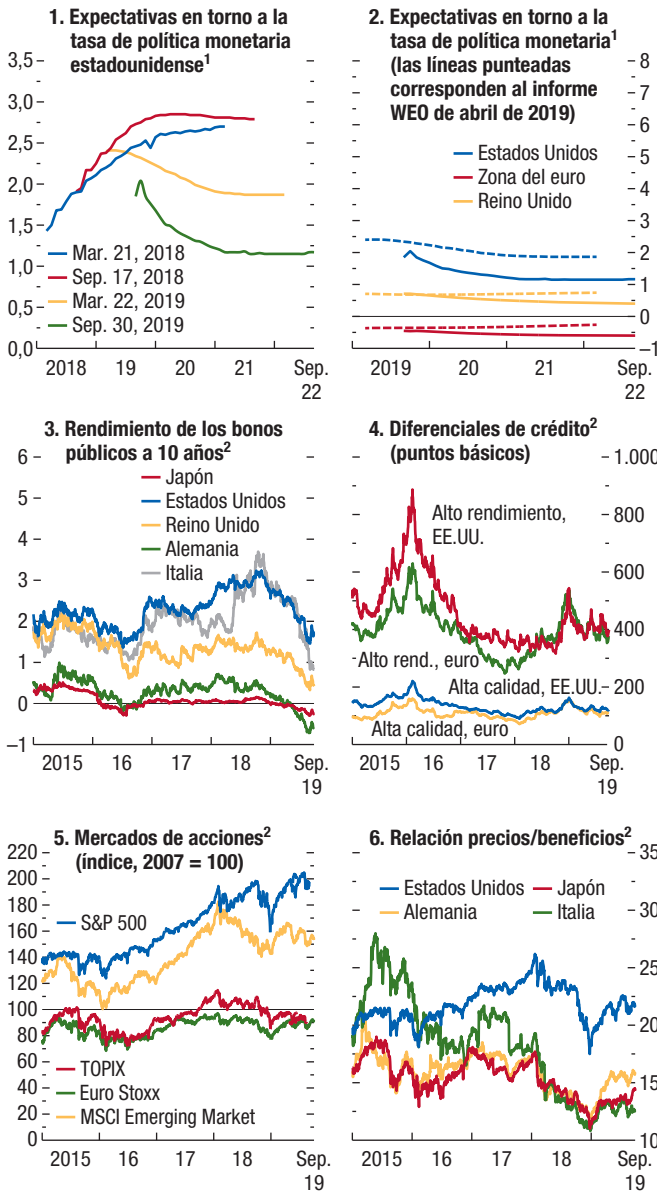
política, sumados a la creciente preocupación del mercado en torno a la desaceleración del ímpetu de crecimiento, contribuyeron a la sustancial disminución del rendimiento de los bonos soberanos, que en algunos casos se adentró profundamente en terreno negativo (gráfico 1.9). El rendimiento de las letras a 10 años del Tesoro de Estados Unidos, los *gilts* británicos, los *bunds* alemanes y los títulos franceses, por ejemplo, retrocedió entre 60 y 100 puntos básicos entre marzo y comienzos de septiembre, en tanto que el de los bonos italianos a 10 años disminuyó 175 puntos básicos al formarse el nuevo gobierno. Los precios de los títulos más riesgosos han sido volátiles. Los diferenciales de crédito de los títulos empresariales de alto rendimiento de Estados Unidos y la zona del euro se han ensanchado marginalmente desde abril, pero se mantienen por debajo de los niveles observados a finales de 2018. En Estados Unidos y Europa, los mercados de renta variable han retrocedido un poco desde abril, pero continúan muy por encima de los mínimos registrados durante la venta masiva ocurrida a fines de 2018.

Los movimientos de las monedas de algunas economías avanzadas han sido notables. En términos efectivos reales, el yen se apreció más de 5%, y el franco suizo, 3%, entre marzo y finales de septiembre, al dispararse la volatilidad del mercado. En cambio, la libra esterlina, por otra parte, se ha depreciado 4%, empujada por el creciente temor de que el Reino Unido salga de la Unión Europea sin haber mediado entre ambos un acuerdo. El dólar de EE.UU. se fortaleció alrededor de 2½%, en tanto que el euro se depreció alrededor de 1½%. Los flujos financieros con origen y destino en las economías avanzadas se han mantenido moderados en general, sobre todo desde que arrancó 2018. Un factor que puede explicar esta situación es la notable caída de los flujos de inversión extranjera directa, que se han visto afectados por las operaciones financieras de las empresas multinacionales tras la reforma tributaria estadounidense (recuadro 1.2).

Entre las *economías de mercados emergentes y en desarrollo*, los bancos centrales de varios países (entre ellos, Brasil, Chile, Filipinas, India, Indonesia, México, Perú, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía) han recortado las tasas de política monetaria desde abril. Los diferenciales soberanos se han mantenido más o menos estables durante este período, con algunas excepciones (gráfico 1.10). Se redujeron en Brasil gracias al creciente optimismo de que se promulgaría la largamente esperada reforma del sistema de pensiones. En el caso de México, los diferenciales soberanos se ampliaron temporalmente tras la rebaja de la calificación crediticia ocurrida en junio. Entre tanto, en Argentina, las elecciones primarias de agosto produjeron

**Gráfico 1.9. Economías avanzadas: Condiciones de los mercados monetarios y financieros**  
(porcentaje, salvo indicación en contrario)

Los rendimientos de los bonos soberanos se han reducido notablemente en meses recientes, llegando en algunos casos a niveles muy negativos.



Fuentes: Bloomberg Finance L.P., Haver Analytics, Thomson Reuters Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.

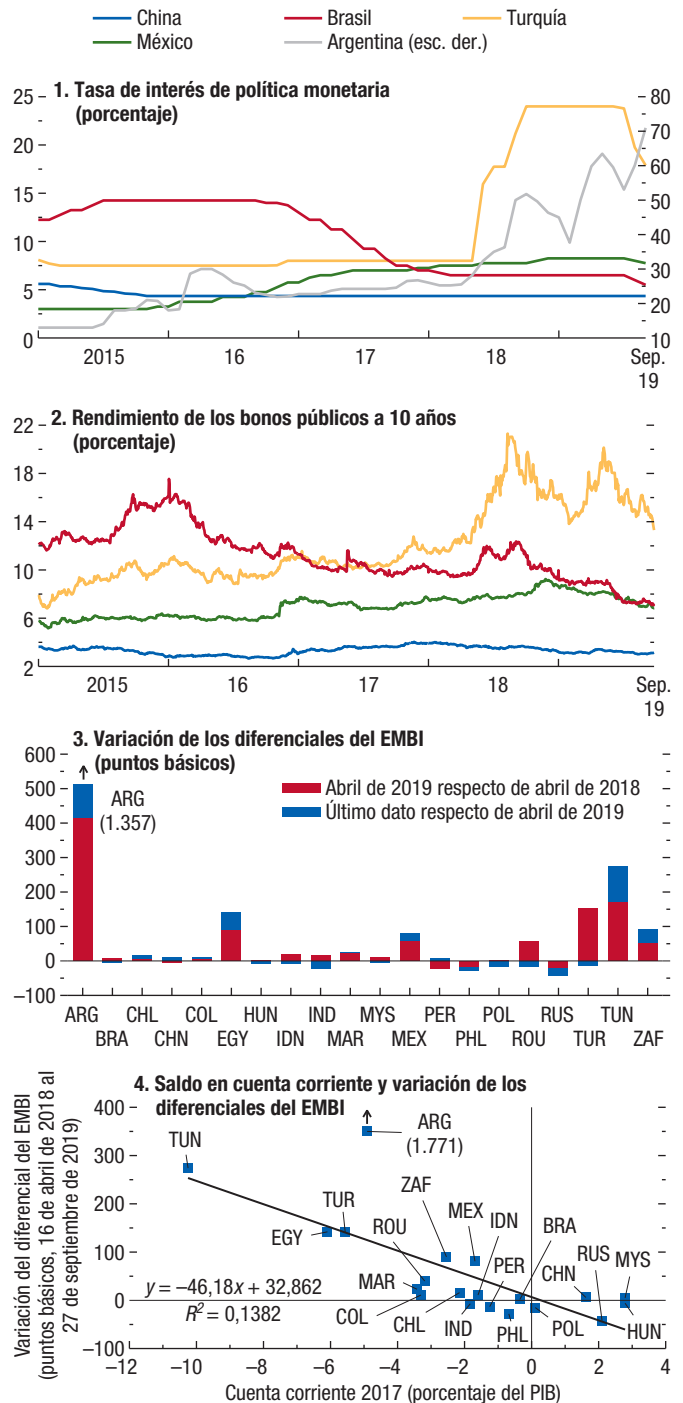
Nota: MSCI = Morgan Stanley Capital International; S&P = Standard & Poor's; TOPIX = índice de precios de la bolsa de Tokio. WEO = *Perspectivas de la economía mundial*.

<sup>1</sup>Las expectativas se basan en los futuros sobre la tasa de los fondos federales para Estados Unidos, la tasa media interbancaria a un día en libras esterlinas para el Reino Unido y la tasa a término ofrecida en el mercado interbancario en euros para la zona del euro; actualizadas al 30 de septiembre de 2019.

<sup>2</sup>Los datos abarcan cifras hasta el 27 de septiembre de 2019.

**Gráfico 1.10. Economías de mercados emergentes: Tasas de interés y diferenciales**

Salvo en unos pocos casos, los diferenciales soberanos de mercados emergentes se han mantenido en general estables desde abril.

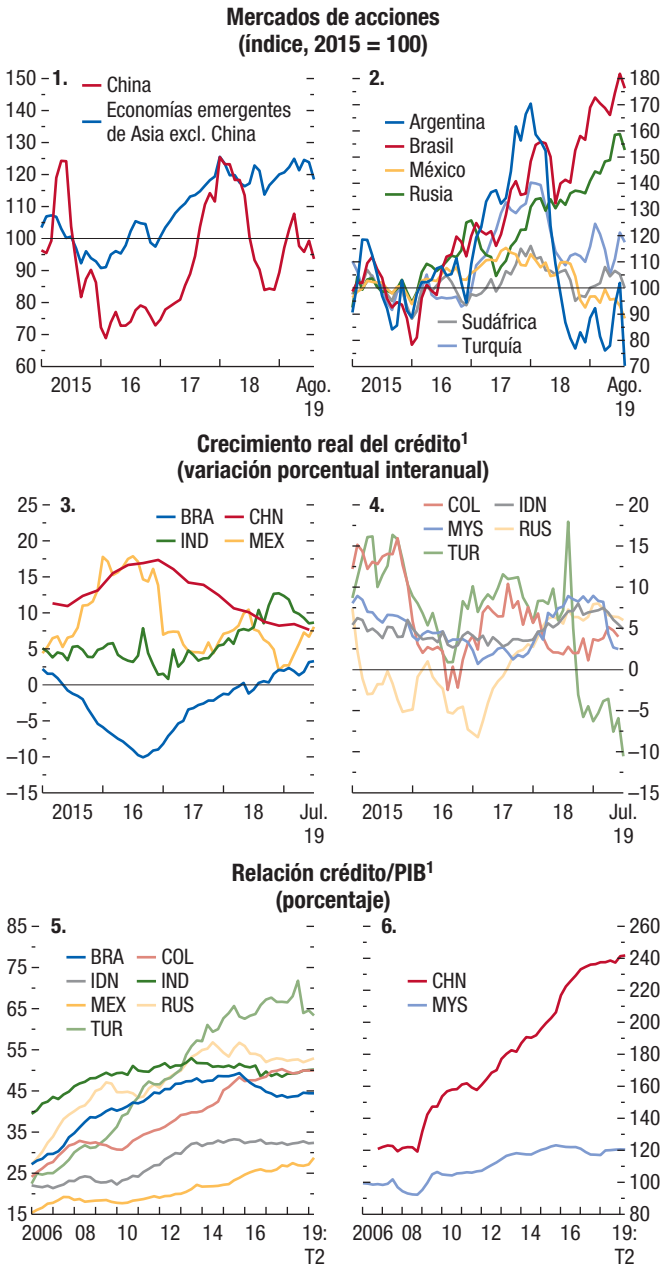


Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de International Financial Statistics; Thomson Reuters Datastream, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EMBI = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan. Todos los datos de los mercados financieros abarcan hasta el 27 de septiembre de 2019 inclusive. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

**Gráfico 1.11. Economías de mercados emergentes: Mercados de acciones y de crédito**

Los índices de cotización de acciones de los mercados emergentes se sitúan, en términos amplios, en los niveles de abril, lo cual refleja las influencias compensatorias que ejercen en las perspectivas con respecto a las utilidades de las empresas el respaldo de la política monetaria interna y externa y el recrudescimiento de las tensiones comerciales.



Fuentes: Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics* (IFS); Thomson Reuters Datastream, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

<sup>1</sup>El crédito está constituido por las acreencias de las otras sociedades de depósito frente al sector privado (datos tomados de IFS), excepto en el caso de Brasil, cuyos datos corresponden al crédito al sector privado tomados del Informe sobre política monetaria y operaciones de crédito del sistema financiero, publicado por el Banco Central de Brasil, y en el caso de China, en el cual el crédito es el financiamiento social total una vez realizado el ajuste por el canje de deuda pública local.

un fuerte aumento del rendimiento de los bonos públicos en medio de una venta masiva general de activos nacionales. En Turquía, los diferenciales se descomprimieron significativamente tras las elecciones municipales de junio y siguen siendo más anchos que en abril. Los índices de renta variable de los mercados emergentes se encuentran, en términos amplios, a los niveles de abril, lo cual refleja las influencias compensatorias que ejercen en las perspectivas de las utilidades el respaldo de la política monetaria interna y externa y el recrudescimiento de las tensiones comerciales (gráfico 1.11).

Los flujos de capitales hacia las economías de mercados emergentes han reflejado los cambios más globales de la actitud frente al riesgo ocurridos desde abril; los inversores han reducido su exposición a la renta variable y se inclinan por bonos en monedas fuertes (gráfico 1.12). Los flujos de inversión de cartera dirigidos hacia la clase de activos de mercados emergentes continúan siendo en general más vigorosos que durante el repliegue observado a fines de 2018; los inversores siguen diferenciando entre las diversas economías según los fundamentos económicos y políticos. La mayor parte de las monedas se apreció entre marzo y julio, gracias a las comunicaciones de la Reserva Federal estadounidense que revelaban una inclinación hacia la distensión monetaria y una orientación hacia una política más acomodaticia. Aun así, varias monedas cedieron terreno en agosto al desmejorar la actitud frente al riesgo, especialmente en el caso del peso argentino. El renminbi chino se ha depreciado alrededor de 3½% desde marzo (gráfico 1.13).

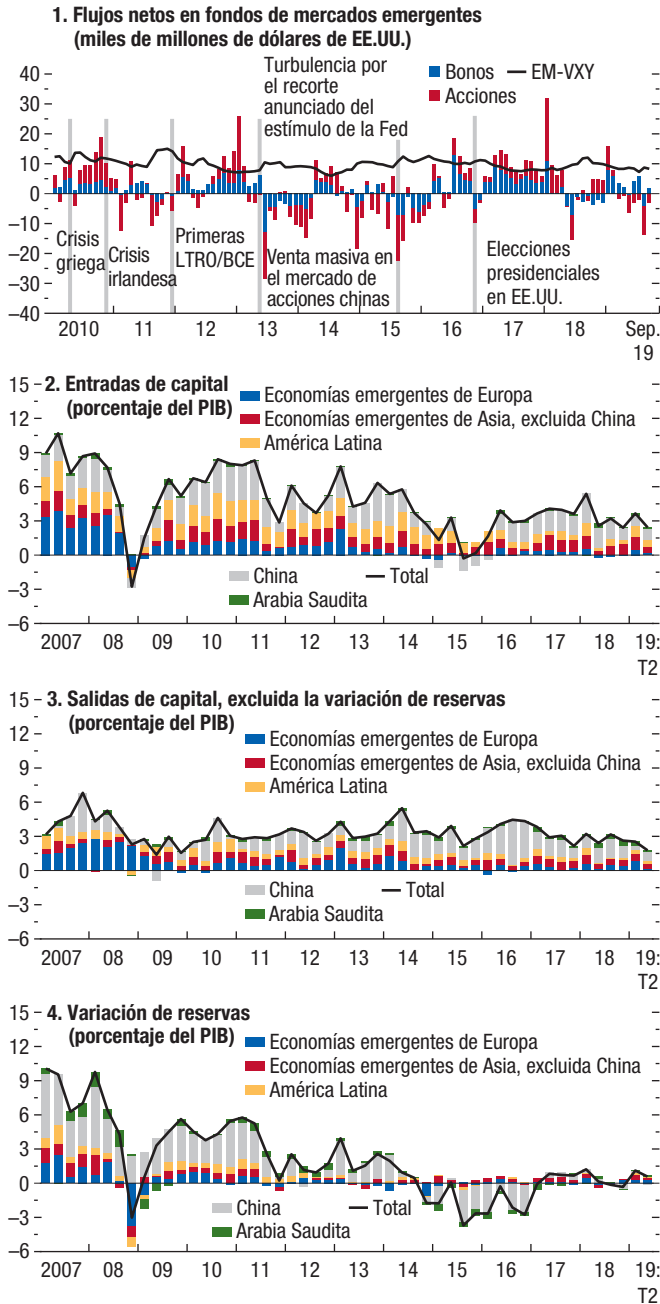
**Perspectivas de crecimiento mundial: Ligero repunte en medio de difíciles vientos en contra**

El crecimiento proyectado para 2019, de 3,0%, es el más débil desde el año 2009. Con la excepción de África subsahariana, más de la mitad de los países registrarían un crecimiento per cápita inferior a la tasa mediana de los 25 últimos años. Esta marcada desaceleración refleja la persistente influencia de la debilidad generalizada que se observó en el segundo semestre de 2018, que estuvo seguida de un leve repunte del crecimiento el primer semestre del año en curso y respaldada en algunos casos por políticas más acomodaticias (como en China y, en cierta medida, en Estados Unidos). Dado que se han revisado a la baja las estimaciones del crecimiento tanto del segundo semestre de 2018 como del primero de 2019, la proyección de crecimiento de 2019 es 0,3 puntos porcentuales menor que la contemplada en la edición de abril de 2019 del informe WEO.



**Gráfico 1.12. Economías de mercados emergentes: Flujos de capital**

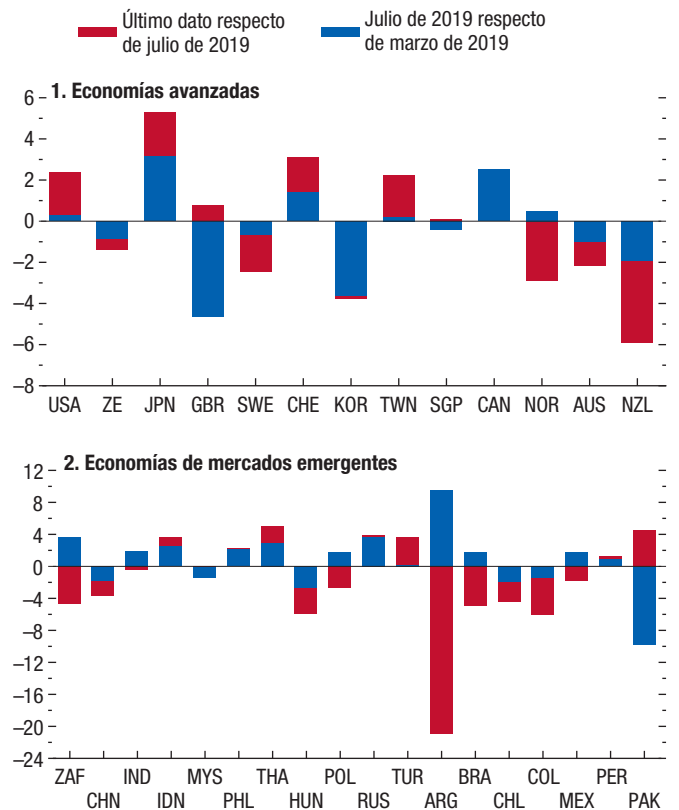
Los flujos de capital hacia las economías de mercados emergentes han reflejado los cambios más generales en la actitud frente al riesgo ocurridos desde abril; los inversionistas han reducido su exposición a la renta variable y se inclinan por bonos en monedas fuertes.



Fuentes: EPFR Global; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*; Thomson Reuters Datastream, y cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: Las entradas de capital son compras netas de activos internos por parte de no residentes. Las salidas de capital son compras netas de activos externos por parte de residentes del país. Las economías emergentes de Asia excluida China son Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia; las economías emergentes de Europa son Polonia, Rumania, Rusia y Turquía; América Latina abarca Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. BCE = Banco Central Europeo; EM-VXY= Índice de Volatilidad de Mercados Emergentes de J.P. Morgan; LTRO = operaciones de financiación a más largo plazo.

**Gráfico 1.13. Variaciones de los tipos de cambio efectivos reales, marzo–septiembre de 2019 (porcentaje)**

La mayor parte de las monedas de los mercados emergentes se apreciaron entre marzo y julio, gracias a las comunicaciones de la Reserva Federal estadounidense que revelaban una inclinación hacia la distensión monetaria y una orientación hacia una política más acomodaticia. Aun así, varias monedas cedieron terreno en agosto al desmejorar la actitud frente al riesgo.

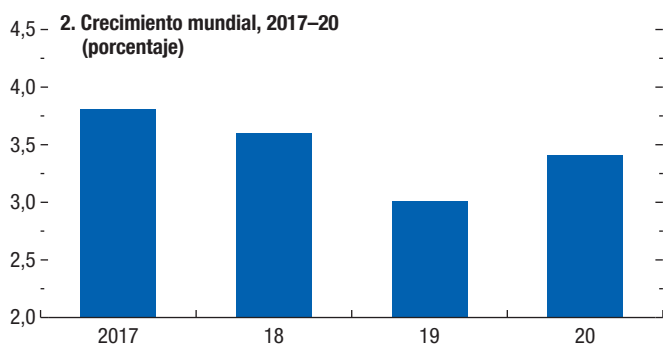
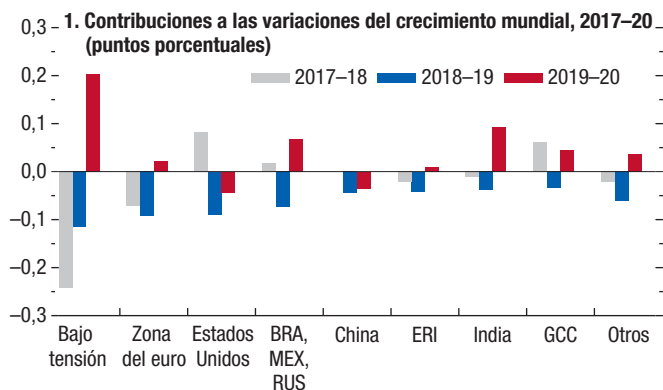


Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: ZE = zona del euro. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO). Los últimos datos disponibles corresponden al 27 de septiembre de 2019.

Las fuerzas detrás de la desaceleración del crecimiento mundial ocurrida en 2018–19 —más allá del efecto directo de un crecimiento muy débil o la contracción de las economías sujetas a tensiones— son la normalización del ritmo de expansión de la economía estadounidense; la caída de la demanda externa y los trastornos asociados a la implementación de nuevas normas sobre las emisiones de los automotores en Europa, y especialmente en Alemania; el debilitamiento de las condiciones macroeconómicas, en gran medida debido a factores idiosincrásicos, en un grupo de economías de mercados emergentes críticas como Brasil, México y Rusia; la ralentización del crecimiento de China como consecuencia del necesario endurecimiento de las regulaciones financieras y el lastre creado por las

### Gráfico 1.14. Crecimiento mundial

La desaceleración del crecimiento mundial desde 2017 y el repunte proyectado para 2020 obedece a una fuerte desaceleración y una recuperación proyectada en un grupo de economías de mercados emergentes sometidas a fuertes tensiones.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: ERI = economías asiáticas de reciente industrialización (Corea, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, RAE de Macao, Singapur); bajo tensión = Argentina, Irán, Libia, Sudán, Turquía, Venezuela; CCG = Consejo de Cooperación del Golfo (Arabia Saudita, Bahrein, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán, Qatar). En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

tensiones comerciales con Estados Unidos; el enfriamiento de la demanda de China y, a nivel más amplio, el efecto negativo que genera la incertidumbre en torno a la política comercial internacional en las economías del este de Asia; la moderación de la demanda interna en India; y la sombra que arroja la posibilidad de un brexit sin acuerdo tanto en el Reino Unido como en la Unión Europea.

Se prevé que el respaldo ininterrumpido de la política macroeconómica en las grandes economías y la estabilización proyectada en algunas economías de mercados emergentes que soportan tensiones empujen el crecimiento mundial ligeramente al alza en lo que resta de 2019 y a comienzos de 2020, con lo cual el crecimiento mundial proyectado ascendería a 3,4% en 2020 (cuadro 1.1). La revisión a la baja de los pronósticos de 0,2 puntos porcentuales en 2020 en relación con el informe WEO de abril

de 2019 en gran medida refleja el hecho de que los aranceles han aumentado y le están costando a la economía mundial: tras los anuncios de mayo y agosto de 2019, el arancel estadounidense promedio aplicado a importaciones procedentes de China aumentará a poco más de 24% para diciembre de 2019 (en comparación con aproximadamente el 12¼% previsto en el informe WEO de abril de 2019), en tanto que el arancel promedio aplicado por China a las importaciones procedentes de Estados Unidos aumentará a alrededor de 26% (en comparación con aproximadamente el 16½% previsto en el informe WEO de abril de 2019). El recuadro de escenario 1.2 contiene simulaciones del impacto directo de los aranceles incluidos en la proyección de base de la actividad económica mundial, así como sus posibles repercusiones en el ánimo de los mercados financieros, la confianza de las empresas y la productividad. Como se ilustra en dicho recuadro, los efectos de contagio de las desviaciones del comercio internacional son positivos para algunas economías, pero son pasajeros y probablemente se vean contrarrestados por los efectos en la confianza de las empresas y el ánimo de los mercados financieros. El recuadro 1.3 contiene más detalles de los principales supuestos sobre las políticas y los precios de las materias primas detrás del pronóstico del crecimiento mundial.

El gráfico 1.14 ilustra los países y las regiones en los cuales las fluctuaciones del crecimiento han afectado a las variaciones del crecimiento mundial desde el máximo alcanzado en 2017. El drástico empeoramiento de las condiciones macroeconómicas ocurrido entre 2017 y 2019 en un pequeño número de economías sometidas a graves tensiones (en particular, Argentina, Irán, Turquía y Venezuela) explica alrededor de la mitad de la disminución del crecimiento mundial, de 3,8% en 2017 a 3,0% en 2019. Estas mismas economías —junto con Brasil, México y Rusia, que según las proyecciones crecerán aproximadamente 1% o menos en 2019— generan más de 70% del repunte del crecimiento previsto para 2020. Se proyecta que la economía argentina se contraiga nuevamente en 2020, pero no tanto como este año; en Venezuela, el colapso que se inició hace varios años continuaría, aunque no al ritmo drástico de 2019. En Irán, se espera la reanudación de un crecimiento moderado luego de la recesión. La actividad también debería repuntar en Arabia Saudita, Brasil, México, Rusia y Turquía. La ligera mejora proyectada del crecimiento mundial también depende fundamentalmente de que los mercados financieros conserven el optimismo y de que continúen desvaneciéndose efectos de lastre pasajeros, sobre todo en la zona del euro, cuya producción industrial mejoraría poco

a poco tras un dilatado período de debilidad. Estos factores, a su vez, dependen de que exista un contexto mundial de políticas propicio que garantice que la orientación de política monetaria acomodaticia de los bancos centrales y la intensificación de las políticas de estímulo en China no se vean limitadas por el recrudecimiento de las tensiones comerciales o un brexit desordenado.

La economía mundial enfrenta difíciles vientos en contra en el período que abarcan los pronósticos. A pesar de que la reciente disminución de las tasas de interés a largo plazo amplía el margen de maniobra fiscal, se prevé que el entorno mundial estará caracterizado por un espacio relativamente limitado dentro del cual la política macroeconómica podrá luchar contra las desaceleraciones y el debilitamiento de los flujos comerciales, en parte como consecuencia del aumento de los aranceles comerciales y la prolongada incertidumbre que continuaría rodeando las políticas comerciales (acumulativamente, el volumen proyectado de exportaciones e importaciones mundiales ha sido revisado a la baja aproximadamente 3½% durante el plazo que abarcan las previsiones en relación con la edición de abril de 2019 del informe WEO). Lastradas por el envejecimiento de la población y el alicaído aumento de la productividad, las economías avanzadas retomarían la modesta tasa potencial de expansión. Por añadidura, se proyecta que China se desacelerará poco a poco hasta llegar a una tasa de crecimiento más sostenible.

Contra este telón de fondo, más allá de 2020, el crecimiento mundial está proyectado en torno a 3,6%. El pronóstico se basa en gran medida en una normalización duradera de las economías de mercados emergentes y en desarrollo que actualmente se encuentran una situación macroeconómica problemática y en un desempeño saludable ininterrumpido de las economías de mercados emergentes y en desarrollo que están creciendo a un ritmo relativamente más rápido. El resultante cambio de las ponderaciones dentro de la economía mundial a favor de las economías de mercados emergentes y en desarrollo más dinámicas contribuye a respaldar el perfil de crecimiento a mediano plazo estable proyectado; su contribución al crecimiento mundial sería de ¼ punto porcentual para fines del período de proyección, en comparación con una proyección del crecimiento mundial en la cual las ponderaciones de los países se mantienen constantes al nivel de 2018.

### Pronóstico de crecimiento para las economías avanzadas

En el caso de las economías avanzadas, se proyecta una moderación del crecimiento a 1,7% en 2019 y 2020. El

pronóstico para 2019 es 0,1 puntos porcentuales más bajo que en la edición de abril de 2019 del informe WEO.

- En *Estados Unidos*, la economía mantuvo el impulso durante el primer semestre del año. Aunque la inversión no fue vigorosa, el empleo y el consumo sí lo fueron. Se prevé que en 2019 el crecimiento alcanzará 2,4%, moderándose a 2,1% en 2020. La moderación proyectada refleja la presunción de que la orientación fiscal dejará de ser expansiva en 2019 para tornarse más bien neutra en 2020, a medida que el estímulo generado por la reciente adopción de un acuerdo presupuestario bianual contrarreste el desvanecimiento de los efectos de la ley de 2017 que recortó los impuestos y promovió el empleo. Globalmente, el pronóstico de crecimiento ha sido revisado al alza respecto de abril (0,1 puntos porcentuales más en 2019 y 0,2 en 2020). Las revisiones de los datos del PIB implican un arrastre más débil a 2019 y la incertidumbre en torno a las políticas suscitada por la situación del comercio internacional produce más efectos negativos, pero el acuerdo presupuestario bianual y los recortes de la tasa de política monetaria decididos por la Reserva Federal arrojan revisiones al alza en términos netos.
- En la *zona del euro*, el menor aumento de la demanda externa y la reducción de las existencias (reflejo de una floja producción industrial) han mantenido frenado el crecimiento desde mediados de 2018. Se prevé que la actividad repunte apenas ligeramente en lo que resta del año y adentrado 2020, ya que la demanda externa recuperaría cierto ímpetu y los factores pasajeros (como las nuevas normas sobre emisiones que han golpeado la producción automotriz alemana) continuarían desvaneciéndose. El crecimiento proyectado es de 1,2% en 2019 (0,1 puntos porcentuales menos que en abril) y 1,4% en 2020. La proyección de 2019 se ha revisado ligeramente a la baja en el caso de *Alemania y Francia* (debido a una demanda externa más débil de lo esperado en el primer semestre del año). Los pronósticos sobre *Italia* se corrigieron a la baja tanto en 2019 como en 2020 debido a la moderación del consumo privado, la reducción del impulso fiscal y el debilitamiento de las condiciones externas. El pronóstico también es ligeramente más flojo en el caso de *España*; el crecimiento se enfriaría poco a poco de 2,6% en 2018 a 2,2% en 2019 y 1,8% en 2020 (0,1 puntos porcentuales menos que en abril).
- El *Reino Unido* gozaría de una expansión a 1,2% en 2019 y 1,4% en 2020. La proyección sin variaciones para ambos años (con respecto al informe WEO de abril de 2019) se debe a la combinación de un impacto

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

	2018	Proyecciones		Diferencia con la Actualización del informe WEO de julio de 2019 <sup>1</sup>		Diferencia con el informe WEO de abril de 2019	
		2019	2020	2019	2020	2019	2020
<b>Producto mundial</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>
Estados Unidos	2,9	2,4	2,1	-0,2	0,2	0,1	0,2
Zona del euro	1,9	1,2	1,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Alemania <sup>2</sup>	1,5	0,5	1,2	-0,2	-0,5	-0,3	-0,2
Francia	1,7	1,2	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Italia	0,9	0,0	0,5	-0,1	-0,3	-0,1	-0,4
España	2,6	2,2	1,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,1
Japón	0,8	0,9	0,5	0,0	0,1	-0,1	0,0
Reino Unido	1,4	1,2	1,4	-0,1	0,0	0,0	0,0
Canadá	1,9	1,5	1,8	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Otras economías avanzadas <sup>3</sup>	2,6	1,6	2,0	-0,5	-0,4	-0,6	-0,5
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Asia</b>	<b>6,4</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>
China	6,6	6,1	5,8	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
India <sup>4</sup>	6,8	6,1	7,0	-0,9	-0,2	-1,2	-0,5
ASEAN-5 <sup>5</sup>	5,2	4,8	4,9	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Europa</b>	<b>3,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>
Rusia	2,3	1,1	1,9	-0,1	0,0	-0,5	0,2
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,6</b>
Brasil	1,1	0,9	2,0	0,1	-0,4	-1,2	-0,5
México	2,0	0,4	1,3	-0,5	-0,6	-1,2	-0,6
<b>Oriente Medio y Asia Central</b>	<b>1,9</b>	<b>0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,4</b>
Arabia Saudita	2,4	0,2	2,2	-1,7	-0,8	-1,6	0,1
<b>África subsahariana</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>
Nigeria	1,9	2,3	2,5	0,0	-0,1	0,2	0,0
Sudáfrica	0,8	0,7	1,1	0,0	0,0	-0,5	-0,4
<i>Partidas informativas</i>							
Unión Europea	2,2	1,5	1,6	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Países en desarrollo de bajo ingreso	5,0	5,0	5,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Oriente Medio y Norte de África	1,1	0,1	2,7	-0,6	-0,4	-1,2	-0,5
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	3,1	2,5	2,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)</b>	<b>3,6</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,7</b>
<b>Importaciones</b>							
Economías avanzadas	3,0	1,2	2,7	-1,0	-0,6	-1,8	-0,5
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	5,1	0,7	4,3	-2,2	-0,8	-3,9	-1,0
<b>Exportaciones</b>							
Economías avanzadas	3,1	0,9	2,5	-1,3	-0,4	-1,8	-0,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	3,9	1,9	4,1	-1,0	-0,5	-2,1	-0,7
<b>Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)</b>							
Petróleo <sup>6</sup>	29,4	-9,6	-6,2	-5,5	-3,7	3,8	-6,0
<b>No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la importación mundial de materias primas)</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>
<b>Precios al consumidor</b>							
Economías avanzadas	2,0	1,5	1,8	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3
Economías de mercados emergentes y en desarrollo <sup>7</sup>	4,8	4,7	4,8	-0,1	0,1	-0,2	0,1
<b>Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)</b>							
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU. (seis meses)	2,5	2,3	2,0	-0,1	-0,3	-0,9	-1,8
Sobre los depósitos en euros (tres meses)	-0,3	-0,4	-0,6	-0,1	-0,3	-0,1	-0,4
Sobre los depósitos en yenes japoneses (seis meses)	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1

Nota: Se parte del supuesto de que los tipos de cambio efectivos reales se mantienen constantes a los niveles vigentes entre el 26 de julio y el 23 de agosto de 2019. La economías se enumeran en base a su tamaño. Los datos trimestrales agregados están desestacionalizados. WEO = Perspectivas de la economía mundial. A partir de la edición de octubre de 2019 deja de utilizarse la Comunidad de Estados Independientes (CEI) como grupo regional. Se agregan cuadro de las economías de la CEI (Belarús, Moldova, Rusia y Ucrania) al grupo regional de economías emergentes y en desarrollo de Europa. Las ocho economías restantes —Armenia, Azerbaiyán, Georgia, Kazajistán, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán y Uzbekistán, que conforman el subgrupo regional del Cáucaso y Asia Central— se combinan con Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán (OMNAP) para formar el nuevo grupo regional de Oriente Medio y Asia Central (OMAC).

<sup>1</sup>Diferencia basada en cifras redondeadas de los pronósticos de la última Actualización del informe WEO (julio de 2019) y el informe WEO de abril de 2019 y en grupo modificados y nuevos.

<sup>2</sup>En el caso de Alemania, la definición del PIB ha sido modificada de un enfoque ajustada por día laborable (hasta el informe WEO de abril de 2019) a un enfoque no ajustado, a partir de la Actualización del informe WEO de julio de 2019. El cambio en la definición implica un mayor nivel de PIB en 2020, que es un año bisiesto.

<sup>3</sup>Excluye el Grupo de los Siete (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, el Reino Unido) y los países de la zona del euro.

Cuadro 1.1 (continuación)

	Interanual				De T4 a T4 <sup>8</sup>			
	2017	2018	Proyecciones		2017	2018	Proyecciones	
			2019	2020			2019	2020
<b>Producto mundial</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>
Estados Unidos	2,4	2,9	2,4	2,1	2,8	2,5	2,4	2,0
Zona del euro	2,5	1,9	1,2	1,4	3,0	1,2	1,0	1,8
Alemania <sup>2</sup>	2,5	1,5	0,5	1,2	3,4	0,6	0,4	1,3
Francia	2,3	1,7	1,2	1,3	3,0	1,2	1,0	1,3
Italia	1,7	0,9	0,0	0,5	1,7	0,0	0,2	1,0
España	3,0	2,6	2,2	1,8	3,1	2,3	2,0	1,8
Japón	1,9	0,8	0,9	0,5	2,4	0,3	0,3	1,2
Reino Unido	1,8	1,4	1,2	1,4	1,6	1,4	1,0	1,6
Canadá	3,0	1,9	1,5	1,8	2,9	1,6	1,8	1,7
Otras economías avanzadas <sup>3</sup>	2,9	2,6	1,6	2,0	3,0	2,2	1,7	2,1
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	6,6	6,4	5,9	6,0	6,8	6,0	6,0	5,9
China	6,8	6,6	6,1	5,8	6,7	6,4	6,0	5,7
India <sup>4</sup>	7,2	6,8	6,1	7,0	8,1	5,8	6,7	7,2
ASEAN-5 <sup>5</sup>	5,3	5,2	4,8	4,9	5,4	5,2	4,8	4,9
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	3,9	3,1	1,8	2,5	...	...	...	...
Rusia	1,6	2,3	1,1	1,9	0,5	2,9	1,8	1,2
América Latina y el Caribe	1,2	1,0	0,2	1,8	1,3	0,3	0,4	1,8
Brasil	1,1	1,1	0,9	2,0	2,2	1,1	1,2	2,3
México	2,1	2,0	0,4	1,3	1,5	1,6	1,0	0,7
Oriente Medio y Asia Central	2,3	1,9	0,9	2,9	...	...	...	...
Arabia Saudita	-0,7	2,4	0,2	2,2	-1,3	4,3	-0,9	3,0
África subsahariana	3,0	3,2	3,2	3,6	...	...	...	...
Nigeria	0,8	1,9	2,3	2,5	...	...	...	...
Sudáfrica	1,4	0,8	0,7	1,1	2,2	0,2	0,8	0,6
<i>Partidas informativas</i>								
Unión Europea	2,8	2,2	1,5	1,6	3,0	1,7	1,3	1,8
Países en desarrollo de bajo ingreso	4,7	5,0	5,0	5,1	...	...	...	...
Oriente Medio y Norte de África	1,8	1,1	0,1	2,7	...	...	...	...
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	3,2	3,1	2,5	2,7	3,5	2,6	2,5	2,8
<b>Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)</b>	<b>5,7</b>	<b>3,6</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2</b>	...	...	...	...
Importaciones								
Economías avanzadas	4,7	3,0	1,2	2,7	...	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	7,5	5,1	0,7	4,3	...	...	...	...
Exportaciones								
Economías avanzadas	4,7	3,1	0,9	2,5	...	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	7,3	3,9	1,9	4,1	...	...	...	...
<b>Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)</b>								
Petróleo <sup>6</sup>	23,3	29,4	-9,6	-6,2	19,6	9,5	-3,8	-8,8
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	6,4	1,6	0,9	1,7	3,5	-1,8	4,9	-1,0
<b>Precios al consumidor</b>								
Economías avanzadas	1,7	2,0	1,5	1,8	1,7	1,9	1,7	1,6
Economías de mercados emergentes y en desarrollo <sup>7</sup>	4,3	4,8	4,7	4,8	3,7	4,2	4,1	4,0
<b>Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)</b>								
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU. (seis meses)	1,5	2,5	2,3	2,0	...	...	...	...
Sobre los depósitos en euros (tres meses)	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	...	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses (seis meses)	0,0	0,0	0,0	-0,1	...	...	...	...

<sup>4</sup>En el caso de India, los datos y pronósticos están basados en el ejercicio fiscal, y el PIB de 2011 en adelante se basa en el PIB a precios de mercado utilizando como año base el ejercicio 2011/12.

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

<sup>6</sup>Promedio simple de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai Fateh y West Texas Intermediate. El precio promedio del petróleo fue USD 8,33 el barril en 2018; el precio supuesto con base en los mercados de futuros es USD 61,78 en 2019 y USD 57,94 en 2020.

<sup>7</sup>Excluye Venezuela. Véase la nota específica sobre Venezuela en la sección "Notas sobre los países" del apéndice estadístico.

<sup>8</sup>En el caso del producto mundial, las estimaciones y proyecciones trimestrales representan aproximadamente el 90% del producto mundial anual, medidas por las ponderaciones de la paridad del poder adquisitivo. En el caso de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las estimaciones y proyecciones trimestrales representan aproximadamente el 80% del producto anual de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, medidas por las ponderaciones de la paridad del poder adquisitivo.



negativo derivado del crecimiento mundial más flojo y la incertidumbre reinante en torno al brexit y un impacto positivo gracias al aumento del gasto público anunciado en el reciente informe de examen de gasto (*Spending Review*). La economía se contrajo en el segundo trimestre y los indicadores recientes apuntan a un crecimiento débil en el tercero. El pronóstico supone una salida ordenada de la Unión Europea seguida de una transición gradual hacia el nuevo régimen. Sin embargo, a comienzos de septiembre, la forma definitiva del brexit sigue siendo muy incierta.

- Se proyecta que la economía de *Japón* crezca a un ritmo de 0,9% en 2019 (0,1 puntos porcentuales menos de lo previsto en el informe WEO de abril de 2019). El vigor del consumo privado y del gasto público en el primer semestre de 2019 superó la constante debilidad del sector externo. Se prevé un crecimiento de 0,5% en 2020 (igual que en abril de 2019) y también que las medidas fiscales provisionales amortiguarán en parte la disminución prevista del consumo privado tras el aumento de la tasa del impuesto al consumo en octubre de este año.

Más allá de 2020, el crecimiento del grupo de las economías avanzadas se estabilizaría en torno a 1,6%, un nivel parecido al que contemplaba el informe WEO de abril de 2019. El moderado repunte que se prevé en la productividad contrarrestaría el freno que se espera que la desaceleración del crecimiento de la fuerza laboral imponga al crecimiento del producto potencial a medida que la población siga envejeciendo.

### Pronóstico de crecimiento para las economías de mercados emergentes y en desarrollo

En el grupo de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se prevé que la tasa de crecimiento tocará fondo a un nivel de 3,9% en 2019 y aumentará a 4,6% en 2020. Los pronósticos para 2019 y 2020 son 0,5 y 0,2 puntos porcentuales más bajos, respectivamente, que lo señalado en abril, debido a revisiones a la baja en todas las principales regiones, con la excepción de las economías emergentes y en desarrollo de Europa<sup>2</sup>.

<sup>2</sup>A partir del informe WEO de octubre de 2019, la Comunidad de Estados Independientes (CEI) ya no se utiliza como grupo regional. Se agregaron cuatro economías de la CEI (Belarús, Moldova, Rusia y Ucrania) al grupo regional de economías emergentes y en desarrollo de Europa. Las ocho economías restantes —Armenia, Azerbaiyán, Georgia, Kazajistán, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán y Uzbekistán, que conforman el subgrupo regional del Cáucaso y Asia Central— se combinan con Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán (OMNAP) para formar el nuevo grupo regional de Oriente Medio y Asia Central (OMAC).

- Las *economías emergentes y en desarrollo de Asia* siguen siendo el principal motor de la economía mundial, pero el crecimiento se está moderando poco a poco con la desaceleración estructural de China. Se prevé que el producto de la región crezca 5,9% este año y 6,0% en 2020 (0,4 y 0,3 puntos porcentuales menos, respectivamente, que según el pronóstico presentado en el informe WEO de abril de 2019). En *China*, los efectos de la escalada de los aranceles y del aflojamiento de la demanda externa han exacerbado el enfriamiento asociado al fortalecimiento regulatorio necesario para frenar la acumulación de deuda. Dado que se prevé que el estímulo fiscal continúe apuntando la actividad frente al shock externo adverso, se pronostica un crecimiento de 6,1% en 2019 y de 5,8% en 2020; es decir, 0,2 y 0,3 puntos porcentuales menos con respecto a la proyección del informe WEO de abril de 2019. En *India*, se prevé que la economía crezca a una tasa de 6,1% en 2019, repuntando a 7% en 2020. La revisión a la baja respecto del informe WEO de abril de 2019, de 1,2 puntos porcentuales en 2019 y 0,5 puntos porcentuales en 2020, refleja el hecho de que las perspectivas de la demanda interna no son tan favorables como se esperaba. El crecimiento estará respaldado por los efectos rezagados de la distensión de la política monetaria, una reducción de los impuestos sobre la renta de las sociedades, las medidas adoptadas hace poco para despejar la incertidumbre regulatoria en los ámbitos empresarial y ambiental, y los programas públicos destinados a apuntalar el consumo rural.
- El moderado crecimiento de las *economías emergentes y en desarrollo de Europa* refleja en gran medida la desaceleración sufrida por Rusia y la atonía de la actividad en Turquía. Las previsiones apuntan a un crecimiento de 1,8% en 2019 y 2,5% en 2020. La revisión al alza del crecimiento de 2019 en relación con los pronósticos de abril pasado refleja una desaceleración menos profunda de lo esperado en *Turquía* en el primer semestre del año como consecuencia del respaldo fiscal. En *Rusia*, por el contrario, el crecimiento este año ha sido más flojo de lo pronosticado en abril, pero se recuperaría el año próximo, contribuyendo a la revisión al alza del crecimiento de la región proyectado para 2020. Varios otros países de Europa central y oriental, como *Hungría* y *Polonia*, están experimentando un sólido crecimiento gracias a la resiliencia de la demanda interna y al aumento de los salarios.
- En *América Latina*, la actividad se desaceleró notablemente al comienzo del año en las economías más

grandes, debido principalmente a factores idiosincráticos. En este momento, se prevé que el crecimiento de la región sea de 0,2% este año (1,2 puntos porcentuales menos que en el informe WEO de abril de 2019). La sustancial revisión a la baja para 2019 refleja la rebaja de los pronósticos de *Brasil* (donde los trastornos de la oferta de productos de minería han dañado la actividad) y *México* (donde la inversión sigue siendo débil y el consumo privado se ha enfriado, por efecto de la incertidumbre en torno a las políticas, el debilitamiento de la confianza y el aumento de los costos de endeudamiento). Se prevé que en *Argentina* la economía se contraiga más en 2019 debido a la pérdida de confianza y al endurecimiento de las condiciones de financiamiento externo. Se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento de *Chile*, tras un desempeño que defraudó las expectativas a comienzos del año. La profunda crisis humanitaria y la implosión económica en *Venezuela* siguen teniendo un impacto devastador, y se prevé que la economía se contraiga alrededor de un tercio en 2019. Para la región en su conjunto, se prevé que el crecimiento se afianzará y llegará a 1,8% en 2020 (0,6 puntos porcentuales menos que en abril). El afianzamiento proyectado refleja la recuperación prevista en *Brasil* (gracias a una política monetaria acomodaticia) y en *México* (a medida que se reduce gradualmente la incertidumbre), junto con el hecho de que las contracciones serían menos graves en *Argentina* y *Venezuela* en 2020 comparadas con las del corriente año.

- En la región de *Oriente Medio y Asia Central*, se prevé que el crecimiento será de 0,9% en 2019 y que repuntará a 2,9% en 2020. El pronóstico es 0,9 y 0,4 puntos porcentuales, respectivamente, más bajo que en el informe WEO de abril de 2019, en gran parte debido a la revisión a la baja del pronóstico para *Irán* (como consecuencia del efecto de las sanciones más restrictivas impuestas por Estados Unidos) y *Arabia Saudita*. Si bien el crecimiento no petrolero se afianzaría en 2019 gracias al aumento del gasto público y al fortalecimiento de la confianza, se prevé que el PIB petrolero de Arabia Saudita disminuya contra el telón de fondo que representan la prórroga del acuerdo OPEP+ y la debilidad general del mercado internacional del petróleo. Es difícil determinar en este momento el impacto que los recientes atentados contra refinerías de petróleo de Arabia Saudita tendrán en el crecimiento, pero las perspectivas a corto plazo se encuentran rodeadas de mayor incertidumbre. Se proyecta que el crecimiento repuntará en 2020 a medida que

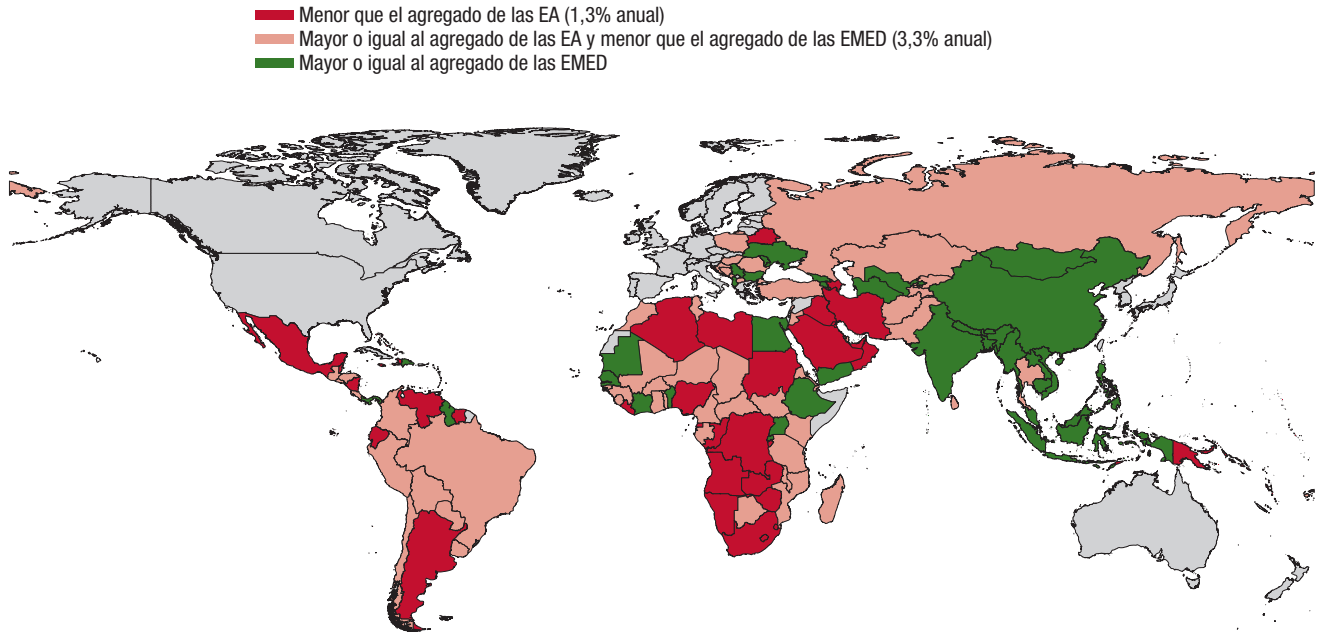
el PIB petrolero se estabilice y se mantenga el sólido ímpetu del sector no petrolero. Las contiendas civiles en otras economías, como *Libia*, *Siria* y *Yemen*, lastran las perspectivas de la región.

- En *África subsahariana*, el crecimiento está previsto en 3,2% en 2019 y 3,6% en 2020, ligeramente por debajo de los registros que contemplaba la edición de abril de 2019 del informe WEO para ambos años. El alza de los precios del petróleo —que, con todo, son volátiles— ocurrida a comienzos de este año ha servido de respaldo a las moderadas perspectivas de *Nigeria* y de otros países de la región exportadores de petróleo, aunque se prevé que debido a la disminución de la producción de petróleo la economía de *Angola* se contraiga este año y experimente apenas una ligera recuperación el próximo. En el caso de *Sudáfrica*, pese al moderado repunte del segundo trimestre se proyecta un crecimiento más débil en 2019 que el proyectado en el informe WEO de abril de 2019, tras un primer trimestre muy flojo, debido a un impacto mayor de lo previsto de las huelgas y problemas relacionados con el suministro de energía en el sector minero, junto con una magra producción agrícola. Aunque se proyecta que las tres economías más grandes de la región continúen registrando un desempeño deslucido, muchas otras —por lo general, las más diversificadas— están experimentando un crecimiento sólido. Unas 20 economías de la región, que albergan alrededor de 45% de la población de África subsahariana y generan 34% del PIB de la región (1% del PIB mundial), crecerían a un ritmo superior a 5% este año; entre tanto, en un grupo ligeramente más grande de países, el crecimiento per cápita será más rápido que el de las economías avanzadas.

A mediano plazo, el crecimiento del grupo de las economías de mercados emergentes y en desarrollo se estabilizará, según las proyecciones, en torno a 4,8%, pero con importantes diferencias según la región. En las economías emergentes y en desarrollo de Asia, se prevé que el crecimiento se mantenga en torno a 6% a lo largo del plazo de proyección. Este fluido perfil de crecimiento depende de la gradual desaceleración de la economía china a 5,5% para 2024 y del afianzamiento y la estabilización del crecimiento de India en torno a 7,3% a mediano plazo, sobre la base de la implementación ininterrumpida de las reformas estructurales. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento de América Latina aumentará del 1,8% previsto para 2020, pero se mantendrá por debajo de 3% a mediano plazo; las perspectivas se ven lastradas por rigideces estructurales, moderados términos de intercambio y

### Gráfico 1.15. Economías de mercados emergentes y en desarrollo: Crecimiento del PIB per cápita (promedio 2019–24)

Según las proyecciones, 40 economías de mercados emergentes y en desarrollo crecerán, en términos per cápita, por encima del promedio ponderado del grupo, de 3,3%; es decir, más de 2 puntos porcentuales por encima del promedio de las economías avanzadas.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: El agregado correspondiente a la tasa de crecimiento per cápita de las EA (EMED) se refiere a la tasa de crecimiento del PIB real per cápita en el grupo de economías avanzadas (economías de mercados emergentes y en desarrollo), calculado como la suma del PIB real, a tasas basadas en la paridad de poder adquisitivo, dividida por la población total del grupo. Véase también el cuadro 1.1.6 del anexo. EA = economías avanzadas; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo. Las fronteras de los países que se muestran en este mapa no implican un aval o una aceptación oficial por parte del FMI.

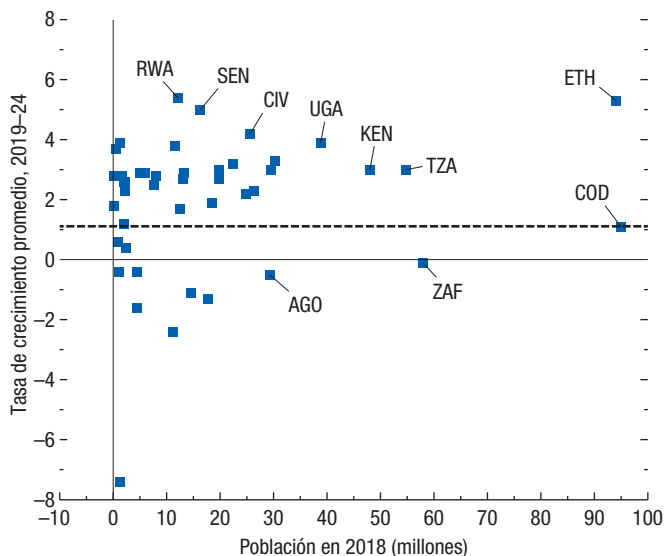
desequilibrios fiscales (sobre todo en el caso de Brasil). La actividad de las economías emergentes y en desarrollo de Europa repuntaría, según los pronósticos, poniendo fin al período de bajo crecimiento en el que se encuentran desde la crisis financiera mundial, y la región crecería a un ritmo de aproximadamente 2½% a mediano plazo. Las perspectivas son variadas dentro de África subsahariana, pero se prevé que el crecimiento de la región en su conjunto aumente de 3,6% en 2020 a 4,2% en 2024 (aunque en casi dos quintos de las economías, se proyecta que la tasa de crecimiento promedio a mediano plazo supere 5%). Las perspectivas a mediano plazo de la región de Oriente Medio y Asia Central están determinadas en gran medida por las perspectivas de los precios de los combustibles, el ajuste necesario para corregir los desequilibrios macroeconómicos en ciertas economías y las tensiones geopolíticas.

Según las proyecciones, 40 economías de mercados emergentes y en desarrollo (alrededor de una cuarta parte del total) crecerán, en términos per cápita, por encima del promedio ponderado del grupo, que es de 3,3%; es

decir, más de 2 puntos porcentuales por encima del promedio de las economías avanzadas (gráfico 1.15). Para estas economías, que incluyen China, India e Indonesia, el reto consiste en asegurar que estas tasas de crecimiento se hagan realidad y que los beneficios del crecimiento se distribuyan ampliamente. En cambio, las perspectivas de convergencia son sombrías para algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo. En África subsahariana y la región de Oriente Medio y Asia Central, se proyecta que en los próximos cinco años 47 economías, que representan alrededor de 10% del PIB mundial en términos de paridad del poder adquisitivo y donde viven cerca de 1.000 millones de personas, crezcan menos que las economías avanzadas en términos per cápita, lo que implica que sus niveles de ingreso previstos se reducirían aún más respecto de los de esas economías. El gráfico 1.16 documenta la heterogeneidad de las tasas de crecimiento per cápita de África subsahariana, donde se proyecta que la mayoría de los países crezca a tasas muy por encima del promedio ponderado de la región.

### Gráfico 1.16. África subsahariana: Población en 2018 y tasas proyectadas de crecimiento del PIB per cápita, 2019–24

En África subsahariana, se proyecta que la mayoría de los países crecerán con tasas bastante superiores al promedio ponderado de la región.



Fuentes: Organismos nacionales de estadística, Naciones Unidas y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Las líneas punteadas representan el promedio ponderado de la tasa de crecimiento per cápita en África subsahariana en 2019–24. Nigeria no aparece en este gráfico porque su población, que las Naciones Unidas estima en alrededor de 196 millones en 2018, está fuera del rango del eje de la abscisa. Su tasa media proyectada de crecimiento per cápita para 2019–24 es de aproximadamente cero. En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

### Perspectivas de inflación

En coincidencia con la atenuación de los precios de la energía y la moderación del crecimiento, se prevé que este año la inflación de precios al consumidor alcance un promedio de 1,5% en las economías avanzadas, frente al 2,0% registrado en 2018. Con la economía de Estados Unidos que opera por encima de su potencial, se proyecta que la inflación básica de precios al consumidor se sitúe en torno a 2,6% en 2020–21, por encima de su valor a mediano plazo de 2,2% (el nivel congruente con la meta de mediano plazo de 2,0% para la inflación del gasto de consumo personal). Se proyecta que en Japón la tasa de inflación básica (excluidos los alimentos frescos y la energía) se eleve a alrededor de 1% en 2019–20 debido al aumento de la tasa del impuesto al consumo en octubre, y que avance lentamente a 1,2% en el mediano plazo. Se prevé que la inflación general aumente gradualmente en la zona del euro, pasando de 1,2% en 2019 a 1,4% en 2020.

Se espera que este año la inflación de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, excluida Venezuela,

bajar a 4,7%. Las excepciones incluyen Argentina, donde la inflación ha aumentado tras la depreciación del peso; Rusia, donde un aumento de la tasa del impuesto al valor agregado a comienzos del año potenció la inflación; y, en menor grado, China, en parte debido al alza de precios de la carne porcina. Al quedar mejor ancladas las expectativas de inflación en algunas economías y seguir disipándose el traspaso de anteriores depreciaciones, la inflación en el grupo de economías de mercados emergentes habrá de moderarse a alrededor de 4,4% en el mediano plazo.

### Perspectivas del sector externo

#### Crecimiento del comercio

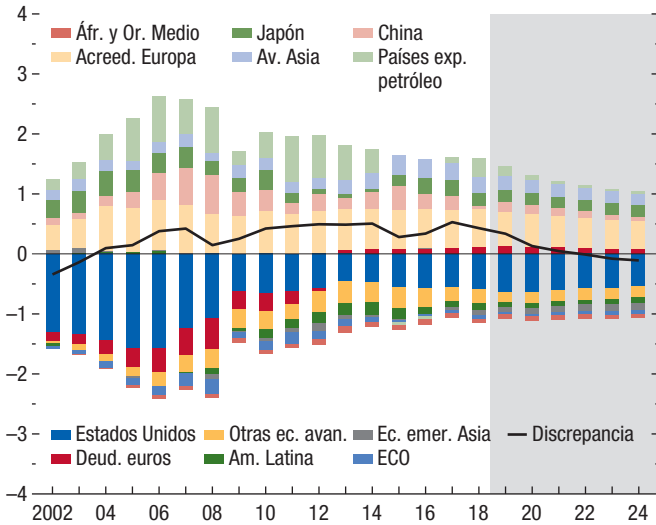
Después de llegar a un máximo en 2017, el crecimiento del comercio mundial se desaceleró considerablemente en 2018 y el primer semestre de 2019, y se proyecta que sea de 1¼% en 2019. La desaceleración refleja una confluencia de factores, incluida una ralentización de la inversión, el impacto del incremento de las tensiones comerciales sobre el gasto en bienes de capital (ampliamente comercializados), un ciclo tecnológico y una sustancial caída del comercio de automóviles y autopartes. Se proyecta que el crecimiento del comercio mundial se recupere y llegue a 3,2% en 2020 y 3,75% en los años siguientes. La disipación de algunos factores temporales, junto con cierta recuperación de la actividad económica mundial en 2020, reforzada por una reactivación gradual de la demanda de inversión en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, deberían dar sustento al repunte del crecimiento del comercio, compensando la desaceleración del gasto de capital en las economías avanzadas proyectada para 2020 y más adelante. Sin embargo, existe una considerable incertidumbre acerca de la estructura futura de las cadenas de valor y las repercusiones de las tensiones relacionadas con la tecnología, y estas podrían pesar en el crecimiento del comercio.

#### Posiciones en cuenta corriente

Después de que los déficits y superávits de la cuenta corriente mundial se ampliaran marginalmente en 2018, principalmente como resultado del encarecimiento de los precios del petróleo, se proyecta que se estrechen gradualmente en 2019 y en los años subsiguientes (gráfico 1.17). En los países superavitarios, se proyecta que los saldos en cuenta corriente disminuyan gradualmente en los países exportadores de petróleo, en las economías avanzadas de Europa que son acreedoras y en las economías avanzadas de Asia en 2019 y a mediano plazo.

**Gráfico 1.17. Saldo mundial en cuenta corriente**  
(porcentaje del PIB mundial)

Se proyecta que los déficits y superávits en la cuenta corriente mundial se reduzcan gradualmente en 2019 y los años posteriores.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Av. Asia = economías avanzadas de Asia (Corea, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, Singapur); Áfr. y Or. Medio = África y Oriente Medio (Egipto, Etiopía, Ghana, Jordania, Kenya, Libano, Marruecos, República Democrática del Congo, Sudáfrica, Sudán, Tanzania, Túnez); ECO = Europa central y oriental (Belarús, Bulgaria, Croacia, Hungría, Polonia, República Checa, República Eslovaca, Rumanía, Turquía, Ucrania); Ec. emer. Asia = economías emergentes de Asia (Filipinas, India, Indonesia, Pakistán, Tailandia, Vietnam); Acreed. Europa = acreedores de Europa (Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Suecia, Suiza); Deud. euros = deudores de la zona del euro (Chipre, Eslovenia, España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal); Am. Latina = América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay); Países exp. petróleo = países exportadores de petróleo (Arabia Saudita, Argelia, Azerbaiyán, Emiratos Árabes Unidos, Irán, Kazajistán, Kuwait, Nigeria, Omán, Qatar, Rusia, Venezuela); OTRAS ec. avan. = otras economías avanzadas (Australia, Canadá, Francia, Islandia, Nueva Zelanda, Reino Unido).

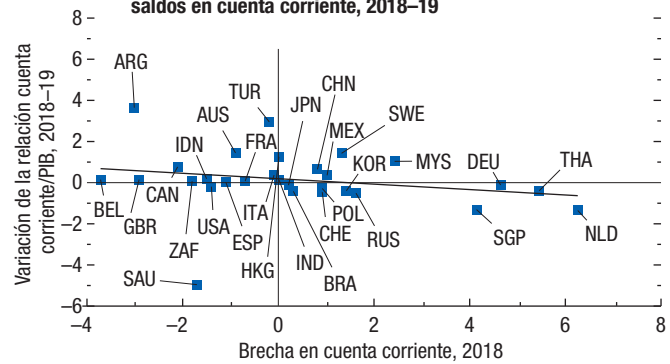
Se prevé que la moderada ampliación del superávit en cuenta corriente registrada en China en 2019 se revierta en los años subsiguientes al continuar el proceso de reequilibramiento. Se proyecta que los déficits en cuenta corriente se contraigan en Europa central y oriental en 2019, reflejando el equilibramiento de la cuenta corriente de Turquía tras una fuerte reducción de la demanda interna. Se proyecta que, después de ampliarse en 2019–20 impulsado por una política fiscal expansiva y el fortalecimiento del dólar, el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos se contraiga en el mediano plazo al reducirse la tasa de crecimiento de la demanda interna<sup>3</sup>.

<sup>3</sup>Los datos de balanza de pagos muestran una marcada discrepancia positiva de la cuenta corriente mundial en los últimos años. Se supone que la discrepancia se reducirá gradualmente durante el período pronosticado, comprimiéndose los superávits proyectados de la cuenta corriente mundial más que los déficits.

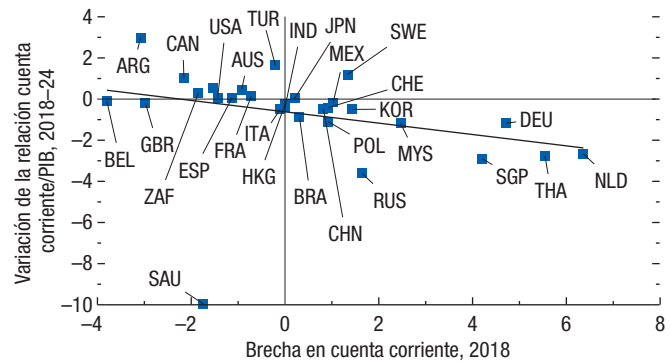
**Gráfico 1.18. Saldos en cuenta corriente en relación con los fundamentos económicos**

Se proyecta que en 2019 los saldos en cuenta corriente excesivos disminuyan moderadamente; las proyecciones a mediano plazo indican, en promedio, un mayor avance en la misma dirección.

**1. Brechas en cuenta corriente en 2018 y variación de los saldos en cuenta corriente, 2018–19**



**2. Brechas en cuenta corriente en 2018 y variación de los saldos en cuenta corriente, 2018–24**



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

Se prevé que las medidas comerciales impuestas recientemente por Estados Unidos y las represalias de los socios comerciales tengan un impacto limitado en los desequilibrios externos en general (en el Informe sobre el sector externo de 2018 del FMI y en el capítulo 4 del informe WEO de abril de 2019 se analiza la relación entre los costos del comercio y los desequilibrios externos).

Como se destacó en el informe sobre el sector externo de 2019, en 2018 los desequilibrios en cuenta corriente de muchos países fueron demasiado profundos en relación con las normas específicas para cada país congruentes con los fundamentos subyacentes y las políticas más convenientes. Como se muestra en el panel 1 del gráfico 1.18, se espera que en 2019 los saldos en cuenta



corriente excesivos disminuyan moderadamente, indicando las proyecciones a mediano plazo, en promedio, un mayor avance en la misma dirección (gráfico 1.18, panel 2)<sup>4</sup>. Al mismo tiempo, dado que los cambios en los fundamentos macroeconómicos respecto a 2018 afectan no solo los saldos en cuenta corriente sino también sus valores de equilibrio, la trayectoria de los futuros desequilibrios excesivos no puede inferirse con precisión a partir de este ejercicio<sup>5</sup>.

**Posiciones de inversión internacional**

Los cambios en las posiciones de inversión internacional reflejan las variaciones tanto de los flujos financieros netos como de la valoración resultantes de las fluctuaciones de los tipos de cambio y los precios de los activos. Dado que las proyecciones del informe WEO toman como supuesto la existencia de tipos de cambio efectivos reales generalmente estables y una variación limitada de los precios de los activos, los cambios en las posiciones de inversión internacional obedecen a las proyecciones relativas al nivel de préstamo y endeudamiento externo neto (en consonancia con el saldo en cuenta corriente), siendo afectada su relación respecto del PIB nacional y el mundial por las tasas de crecimiento proyectadas para cada país y para la economía mundial en su conjunto<sup>6,7</sup>.

Como muestra el panel 1 del gráfico 1.19, se proyecta que las posiciones acreedoras y deudoras como proporción del PIB mundial se amplíen levemente este año y que luego se estabilicen en el horizonte de pronóstico. Por el lado acreedor, las crecientes posiciones acreedoras de un grupo de economías avanzadas de Europa y —en menor medida— de las economías avanzadas de Asia son parcialmente compensadas por cierta reducción de la posición acreedora de China y de los países exportadores de petróleo. Por el lado deudor, la posición deudora neta

<sup>4</sup>Se estima que la variación del saldo en cuenta corriente durante 2019 ha compensado, en promedio, alrededor de una quinta parte de la brecha de cuenta corriente de 2018; la variación entre 2018 y 2024 compensaría menos de la mitad de la brecha de 2018.

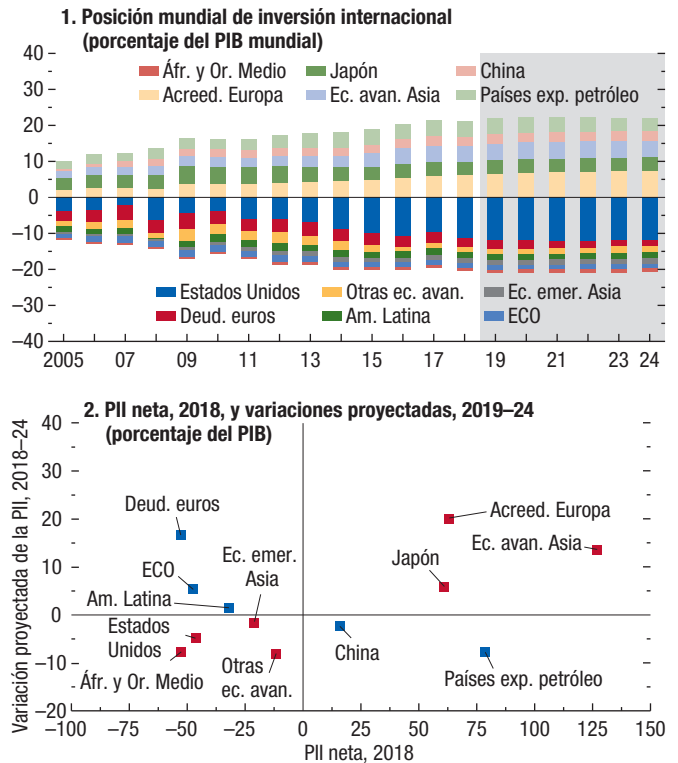
<sup>5</sup>Por ejemplo, una mejora de los términos de intercambio suele estar asociada con un tipo de cambio de equilibrio más apreciado.

<sup>6</sup>Los pronósticos del informe WEO incluyen proyecciones de los rendimientos de los bonos públicos a 10 años, que afectarían los precios de esos valores, pero el impacto de esas variaciones de precios de los bonos en la valoración de los activos y pasivos externos normalmente no se incluye en los pronósticos de la posición de inversión internacional.

<sup>7</sup>Además de las variaciones de los tipos de cambio, la caída de los precios mundiales de las acciones a fines de 2018 (en comparación con sus niveles al final de 2017) implica un deterioro de las posiciones de inversión internacional al final de 2018 en países con significativas tenencias netas de participaciones de capital y de inversión extranjera directa en el exterior, y una correspondiente mejora de las posiciones en el caso de los países con pasivos netos de capital.

**Gráfico 1.19. Posición de inversión internacional neta**

Se proyecta que las posiciones acreedoras y deudoras como proporción del PIB mundial se amplíen ligeramente este año y que luego se estabilicen durante el horizonte de proyección.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Ec. avan. Asia = economías avanzadas de Asia (Corea, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, Singapur); Áfr. y Or. Medio = África y Oriente Medio (Egipto, Etiopía, Ghana, Jordania, Kenya, Líbano, Marruecos, República Democrática del Congo, Sudáfrica, Sudán, Tanzania, Túnez); ECO = Europa central y oriental (Belarús, Bulgaria, Croacia, Hungría, Polonia, República Checa, República Eslovaca, Rumanía, Turquía, Ucrania); Ec. emer. Asia = economías emergentes de Asia (Filipinas, India, Indonesia, Pakistán, Tailandia, Vietnam); Acreed. Europa = acreedores de Europa (Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Suecia, Suiza); Deud. euros = deudores de la zona del euro (Chipre, Eslovenia, España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal); PII = posición de inversión internacional; Am. Latina = América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay); Países exp. petróleo = Arabia Saudita, Argelia, Azerbaiyán, Emiratos Árabes Unidos, Irán, Kazajistán, Kuwait, Nigeria, Omán, Qatar, Rusia, Venezuela); Otras ec. avan. = otras economías avanzadas (Australia, Canadá, Francia, Islandia, Nueva Zelanda, Reino Unido).

de Estados Unidos aumenta inicialmente y luego se estabiliza tras la reducción prevista de su déficit en cuenta corriente al retirarse el estímulo fiscal, mientras que la posición de los países deudores de la zona del euro sigue mejorando.

Se destacan tendencias similares en el panel 2 del gráfico 1.19, que muestra las variaciones proyectadas de las posiciones netas de inversión internacional como porcentaje del PIB nacional de los diversos países y regiones entre 2018 y 2024, el último año del horizonte de

proyecciones del informe WEO. Se proyecta que la posición acreedora neta supere el 80% del PIB en las economías avanzadas de Europa, el 65% en el caso de Japón y el 140% del PIB en otras economías avanzadas de Asia más pequeñas, mientras que la posición acreedora neta de China se reduciría a alrededor de 12%. Se proyecta que la posición deudora de Estados Unidos aumente a alrededor de 50% del PIB, unos 5 puntos porcentuales por encima de la estimación de 2018, en tanto se prevé que la posición de inversión internacional neta de un grupo de países deudores de la zona del euro, incluidos España e Italia, mejore más de 16 puntos porcentuales de su PIB colectivo.

### *Implicaciones de los desequilibrios*

El continuo exceso de desequilibrios externos en las principales economías y las medidas de política que amenazan ampliar dichos desequilibrios plantean riesgos para la estabilidad mundial. Se proyecta que la política fiscal expansiva de Estados Unidos aumente el déficit en cuenta corriente en el período 2019–20, lo cual podría agravar más las tensiones comerciales. En el mediano plazo, la ampliación de las posiciones deudoras en economías de importancia clave podría limitar el crecimiento mundial y posiblemente generar fuertes y perturbadores ajustes de las monedas y del precio de los activos (véase también el Informe sobre el sector externo de 2019).

Como se analiza en la sección titulada “Prioridades de política económica”, la economía de Estados Unidos —que ya está operando por encima del nivel de pleno empleo— debería aplicar un plan a mediano plazo para revertir el creciente coeficiente de deuda pública, acompañado de medidas fiscales orientadas a estimular gradualmente el potencial de oferta interna. Esto contribuiría a asegurar una dinámica de crecimiento más sostenible, así como a contener los desequilibrios externos. Una dependencia más fuerte del crecimiento de la demanda en algunos países acreedores, especialmente aquellos como Alemania que cuentan con un margen para aplicar políticas que la sustenten y que enfrentan un debilitamiento de la demanda, facilitaría el reequilibrio nacional y mundial respaldando al mismo tiempo el crecimiento mundial en el mediano plazo.

### **Riesgos: Inclinados a la baja**

Los riesgos en torno a los pronósticos de base se mantienen inclinados a la baja. Aunque la reciente relajación de la política monetaria en muchos países podría elevar la demanda más que lo proyectado, especialmente si las

tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se atenúan y se evita un brexit sin acuerdo, los riesgos a la baja parecen dominar las perspectivas. Como se analiza en la sección sobre perspectivas del crecimiento mundial, alrededor de 70% del repunte del crecimiento mundial proyectado para 2020 corresponde a un pequeño grupo de economías de mercados emergentes y en desarrollo que enfrentan serios problemas o que actualmente presentan un desempeño más bajo en relación con los promedios anteriores. Además, el pronóstico mundial se fundamenta en el crecimiento continuado y constante en una serie de economías de mercados emergentes que, según se prevé, mantendrán un desempeño relativamente sólido aun cuando se proyecta que el crecimiento se moderará en Estados Unidos y China. El crecimiento mundial no alcanzará la línea de base proyectada si no se disipan las tensiones en las economías con dificultades o de bajo desempeño, o si la actividad resulta decepcionante entre el grupo de economías que, según se prevé, habrían de mantener sólidas tasas de expansión.

*Más perturbaciones para el comercio y las cadenas de suministro:* Las tensiones que afectan los vínculos comerciales y tecnológicos se han intensificado en los últimos meses. Desde la primavera, los mercados financieros se han visto sacudidos por la ampliación de los aranceles estadounidenses a todas las importaciones provenientes de China, las restricciones aplicadas por Estados Unidos al comercio con empresas tecnológicas chinas y una mayor percepción del riesgo de un brexit sin acuerdo (véase en el recuadro de escenario 1 del informe WEO de abril de 2019 un análisis de las implicaciones macroeconómicas de una salida del Reino Unido de la Unión Europea sin un acuerdo de libre comercio). Estos hechos han ocurrido tras una secuencia de aumentos arancelarios y de amenazas entre Estados Unidos y China desde principios de 2018, que han contribuido al retroceso generalizado de la confianza de las empresas y de la inversión y a la marcada desaceleración del comercio mundial, lo cual en algunos casos indujo a las autoridades fiscales y monetarias a desplegar un margen para la aplicación de políticas orientadas a contrarrestar esa carga negativa en la confianza y la demanda. Si las tensiones en estos ámbitos se intensificaran, el perjuicio para la inversión se profundizaría y podría provocar una desarticulación de las cadenas de suministro mundiales así como un menor grado de “derrame tecnológico”, es decir, de beneficios indirectos de la tecnología, dañando el crecimiento de la productividad y del producto en el mediano plazo (véase en el recuadro de escenario 1.1 un análisis del impacto del regreso de la producción a sus países

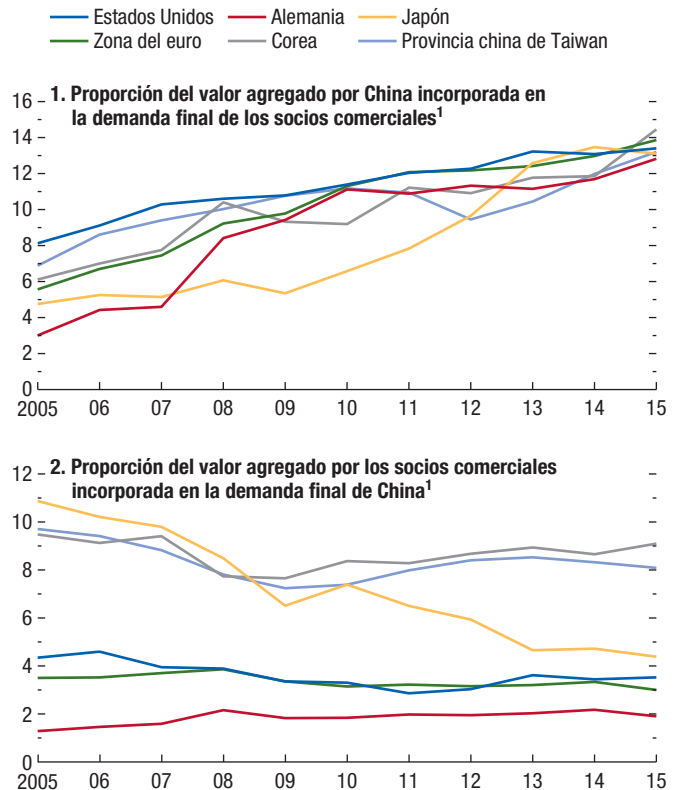
[reshoring] por parte de las empresas de economías avanzadas en respuesta a la creciente incertidumbre acerca de las políticas comerciales). Los últimos datos sobre las vinculaciones insumo-producto señalan la existencia de una tecnología aún más interrelacionada, incluida la creciente dependencia del sector tecnológico estadounidense de las importaciones de valor agregado provenientes de productores chinos (gráfico 1.20). La incertidumbre acerca de la política comercial y las barreras comerciales han aumentado de forma más generalizada, incluso en los casos de Japón y Corea, que impusieron procedimientos más estrictos a las exportaciones entre los dos países. Aunque estas restricciones han tenido efectos limitados hasta ahora, una escalada de las tensiones podría afectar a ambas economías considerablemente, con repercusiones regionales que se propagarían por las cadenas de suministro del sector de la tecnología.

Como se señaló anteriormente, la actividad todavía resiliente del sector de los servicios es un punto relativamente positivo en la economía mundial, particularmente entre las economías avanzadas. Dada la prolongada debilidad de las manufacturas mundiales, los servicios orientados a las empresas como la logística, las finanzas, los servicios jurídicos y el comercio mayorista, son vulnerables a una moderación de la demanda. Dependiendo de la gravedad, las empresas que operan en estas categorías de servicios podrían reducir las contrataciones de personal y debilitar el ciclo de interacción entre el crecimiento del empleo, la confianza de los consumidores y el gasto de consumo. La demanda consiguientemente menor de servicios orientados al consumidor, como el comercio minorista y la hotelería, deprimiría el ánimo empresarial en estas categorías y amplificaría el efecto en el mercado de trabajo.

*Abruptas caídas del apetito por el riesgo:* En medio de políticas monetarias expansivas y condiciones financieras favorables en muchas economías, los mercados financieros son susceptibles a sufrir abruptas caídas de la confianza. En los últimos meses, las crecientes tensiones entre Estados Unidos y China en torno al comercio y las empresas tecnológicas desencadenaron un rápido descenso del apetito mundial por el riesgo y la huida hacia activos seguros. En el recuadro de escenario 1.2 —que actualiza los escenarios presentados antes en el informe WEO de octubre de 2018 para incorporar las medidas arancelarias recientes— se destacan los grandes efectos de las tensiones comerciales en el crecimiento mundial debido al empeoramiento del ánimo del mercado así como de la productividad. Los potenciales disparadores de episodios de intolerancia al riesgo siguen siendo

**Gráfico 1.20. Cadenas de suministro de material tecnológico (porcentaje)**

Las vinculaciones insumo-producto señalan la existencia de una tecnología aún más interrelacionada, incluida la creciente dependencia del sector tecnológico estadounidense de las importaciones de valor agregado provenientes de productores chinos.



Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, base de datos del comercio en valor agregado.

<sup>1</sup>Computadoras, electrónicos y equipo eléctrico.

abundantes. Ellos incluyen un nuevo aumento de las tensiones comerciales; una prolongada incertidumbre sobre la política fiscal y el empeoramiento de la dinámica de la deuda en algunos países altamente endeudados; una intensificación de las presiones en grandes mercados emergentes que actualmente atraviesan difíciles procesos de ajuste macroeconómico; un brexit sin acuerdo; o una desaceleración más pronunciada que la esperada en China, que lidia con múltiples frenos al crecimiento resultantes de las tensiones comerciales y un necesario refuerzo de las regulaciones internas. Un episodio abrupto de percepción de riesgo alto podría poner en evidencia las vulnerabilidades financieras acumuladas durante años de bajas tasas de interés y deprimir el crecimiento mundial al dificultar el refinanciamiento de la deuda de los prestatarios altamente apalancados y al

reducirse los flujos de capital hacia las economías de mercados emergentes y fronterizas (véase en el informe sobre la estabilidad financiera mundial —GFSR, por sus siglas en inglés— de octubre de 2019 un análisis más detallado de las vulnerabilidades financieras).

*Continuada acumulación de vulnerabilidades financieras:* Las atenuadas presiones inflacionarias han permitido a los bancos centrales relajar sus políticas en respuesta a los crecientes riesgos a la baja para el crecimiento. Esas iniciativas, junto con los cambios en las expectativas del mercado acerca de las futuras medidas de política, han ayudado a distender las condiciones financieras (posiblemente más que lo justificado por las comunicaciones de los bancos centrales, especialmente en el caso del sendero implícito en el mercado de la tasa de fondos federales, que permanece muy por debajo de la proyección del “gráfico de puntos” del Comité Federal de Mercado Abierto). Si bien las condiciones financieras más laxas han respaldado la demanda y el empleo, también podrían conducir a una infravaloración del riesgo en algunos segmentos del mercado financiero. En este contexto, las insuficientes respuestas de la regulación y la supervisión a esa infravaloración podrían permitir una mayor acumulación de vulnerabilidades financieras, amplificando potencialmente la próxima contracción económica.

*Amenaza de ciberataques:* Los ataques cibernéticos a la infraestructura financiera plantean una amenaza para las perspectivas porque pueden perturbar gravemente los sistemas de pagos transfronterizos y el flujo de bienes y servicios.

*Presiones desinflationarias:* La preocupación acerca de las espirales desinflationarias se atenuaron durante la reactivación cíclica desde mediados de 2016 a mediados de 2018. Un crecimiento mundial más lento y una moderación de la inflación básica entre las economías avanzadas y de mercados emergentes han reavivado este riesgo. Una menor inflación y las enquistadas expectativas inflacionarias más bajas pueden elevar los costos reales del servicio de la deuda para los prestatarios y pesar en el gasto de inversión de las empresas. Al mantener bajas las tasas nominales de interés, una inflación más suave también restringiría el margen de política monetaria que tienen los bancos centrales para contrarrestar las contracciones económicas, lo que significa que el crecimiento podría ser persistentemente más bajo en el caso de cualquier shock adverso dado.

*Tensiones geopolíticas, incertidumbre política interna y conflictos:* Los cambios percibidos en la dirección de las políticas de algunos países y la elevada incertidumbre

respecto de las reformas representan una carga para la inversión y el crecimiento. Al mismo tiempo, algunos factores de riesgo geopolítico debatidos en anteriores ediciones del informe WEO se han vuelto más notorios —especialmente las crecientes tensiones en el Golfo Pérsico tras los ataques a importantes refineras de petróleo en Arabia Saudita— sumándose al conflicto más general existente en Oriente Medio, y las tensiones en el este de Asia (gráficos 1.21 y 1.22). En forma aislada, esos factores de riesgo quizá no tengan un impacto fuerte en el crecimiento que trascienda los países directamente afectados, pero una acumulación de tales eventos —combinada con tensiones comerciales y condiciones financieras mundiales más restrictivas— podría haber tenido efectos desproporcionados a más grande escala. Al mismo tiempo, los enfrentamientos civiles en curso en muchos países plantean el riesgo de generar terribles costos humanitarios, presiones migratorias en los países vecinos y —junto con las tensiones geopolíticas— mayor volatilidad en los mercados de materias primas.

*Cambio climático:* La mitigación de las graves amenazas planteadas por el cambio climático para la salud y los medios de vida en muchos países requiere hacer una transición rápida y de gran envergadura hacia una economía con bajos niveles de carbono (capítulo 2 del informe *Monitor Fiscal*). Sin embargo, las estrategias nacionales sobre políticas de mitigación no logran aún concitar un amplio apoyo social en algunos países, mientras que la cooperación internacional se diluye porque los grandes emisores se niegan a participar (véase un análisis relativo a las emisiones en el recuadro 1. SE.1 de la Sección Especial sobre materias primas). El Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático advirtió en octubre de 2018 que, a sus actuales tasas de aumento, el calentamiento del planeta podría llegar a 1,5°C por encima de los niveles preindustriales entre 2030 y 2052, acompañado de niveles extremos de temperatura, precipitaciones y sequías. Dadas las incertidumbres, el clima podría calentarse más rápidamente, ocasionando resultados más catastróficos, que tendrían devastadores efectos humanitarios y causarían pérdidas graves y persistentes del producto en muchas economías. El cambio climático puede también exacerbar la desigualdad dentro de los países, incluso en las economías avanzadas, que según se prevé serán más adaptables (véase el capítulo 2, recuadro 2.2).

*Evaluación de riesgo coherente a nivel mundial en los pronósticos del informe WEO:* Las bandas de confianza de los pronósticos del informe WEO se obtienen utilizando el módulo G20MOD del Sistema Flexible de Modelos

**Gráfico 1.21. Incertidumbre en torno a las políticas y tensiones comerciales (índice)**

La incertidumbre mundial en torno a las políticas económicas se mantiene en un nivel elevado.



Fuente: Baker, Bloom y Davis (2016).  
 Nota: El índice de incertidumbre de política económica mundial utilizado por Baker-Bloom-Davis es un promedio ponderado por el PIB de los índices de incertidumbre de política económica nacionales de 20 países: Alemania, Australia, Brasil, Canadá, Chile, China, Corea, España, Estados Unidos, Francia, Grecia, India, Irlanda, Italia, Japón, México, Países Bajos, Reino Unido, Rusia y Suecia. Mediana del índice de incertidumbre de política económica mundial desde 1997 a 2015 = 100; mediana del índice de incertidumbre de la política comercial de Estados Unidos desde 1985 a 2010 = 100. PPA = paridad del poder adquisitivo.

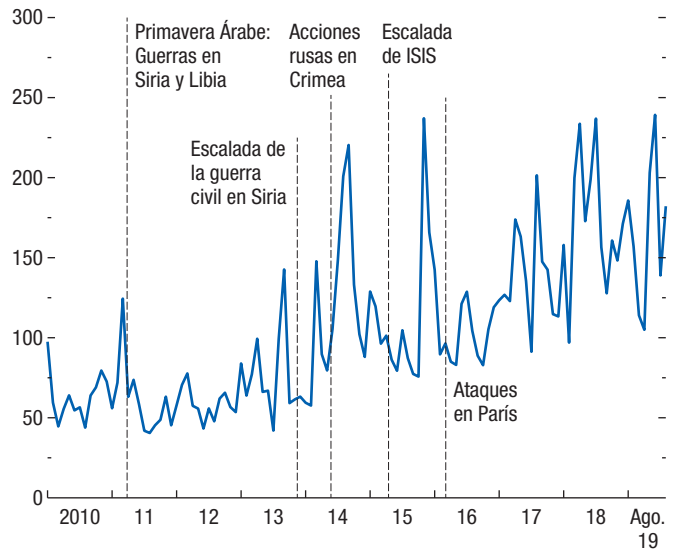
Mundiales del FMI<sup>8</sup>. Dichas bandas de confianza son asimétricas respecto de la mayoría de las regiones, y se inclinan hacia un crecimiento menor que en la línea de base. Esto refleja tanto la preponderancia de las sorpresas negativas en lo concerniente al crecimiento en el pasado y un limitado espacio de política monetaria disponible para compensar los shocks de crecimiento negativo ya que las tasas de interés en la mayoría de las economías avanzadas están en sus límites inferiores efectivos o cerca de ellos<sup>9</sup>.

<sup>8</sup>El G20MOD es un modelo estructural, a escala mundial, de la economía del mundo, que recoge los efectos internacionales de derrame y las relaciones económicas clave entre los sectores de los hogares, las empresas y el gobierno, incluida la política monetaria.

<sup>9</sup>La aplicación del modelo para hacer una evaluación de riesgo del pronóstico se realiza en dos pasos. Primero, el modelo se usa para resolver los shocks económicos que impulsaron la economía mundial en el pasado. Históricamente, los impulsores fundamentales de la dinámica cíclica del producto, la inflación y las tasas de interés fueron los shocks de demanda interna y de precios del petróleo. Segundo, estos shocks estimados son entonces utilizados para generar un gran número de escenarios contrafacticos para la economía mundial mediante un muestreo de historias

**Gráfico 1.22. Índice de riesgo geopolítico (índice)**

La elevada tensión geopolítica incrementa el riesgo de graves costos humanitarios y de agudización de las tensiones económicas en algunas regiones.



Fuente: Caldara y Iacoviello (2018).  
 Nota: El índice de Caldara y Iacoviello sobre riesgo geopolítico (GPR, por sus siglas en inglés) recoge resultados de búsquedas automatizadas de texto de archivos electrónicos de 11 periódicos nacionales e internacionales. El índice se calcula contando la cantidad de artículos relacionados con el riesgo geopolítico en cada periódico cada mes (como proporción del número total de artículos noticiosos), y se normaliza para que tenga como promedio un valor de 100 en la década de 2000–09. ISIS = Estado Islámico.

La resultante evaluación de riesgo también puede usarse para estimar la probabilidad de una desaceleración económica mundial. La probabilidad estimada de un crecimiento mundial a un año por debajo del 2,5% —el percentil 10 de los resultados de crecimiento mundial en los últimos 25 años— ha aumentado desde la primavera y se ubica ahora cerca del 9% (gráfico 1.23).

**Prioridades de política económica**

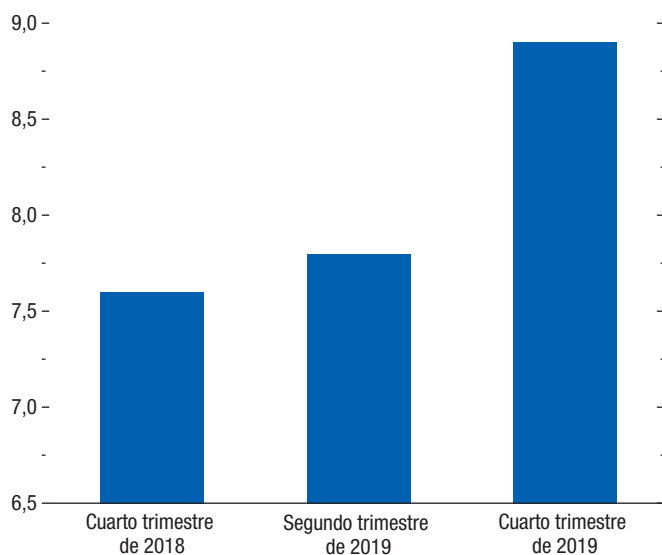
La economía mundial sigue estando en un momento delicado. Aun si se neutralizan los riesgos analizados en la sección anterior, como se supone en el escenario de base, se proyecta que a mediano plazo el crecimiento per cápita se mantendrá por debajo de los niveles que han sido la norma en la mayoría de los grupos, excepto en África subsahariana. Además, las condiciones son muy difíciles para una

quinquenales de su función de distribución conjunta empírica. La resultante distribución predictiva conjunta respecto de un amplio conjunto de variables económicas es congruente a nivel interno y mundial y es apropiada para la evaluación de riesgos tanto a nivel mundial como de cada país.



### Gráfico 1.23. Probabilidad de que en un año el crecimiento mundial sea inferior a 2,5% (porcentaje)

La probabilidad estimada de un crecimiento mundial a un año por debajo del 2,5% —el percentil 10 de los resultados de crecimiento mundial en los últimos 25 años— ha aumentado desde el segundo trimestre.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Las probabilidades se calculan utilizando el módulo G20MOD del Sistema Flexible de Modelos Mundiales del FMI. G20MOD es un modelo global estructural de la economía mundial, que refleja los efectos de contagio internacionales y las relaciones económicas fundamentales entre los sectores de hogares, sociedades y gobierno, incluida la política monetaria.

serie de economías de mercados emergentes que necesitan ajustar sus políticas macroeconómicas de manera drástica.

Como se analiza en la sección sobre las Perspectivas de crecimiento mundial, la economía mundial se enfrenta a una serie diversa de vientos en contra. Estos vientos afectan de manera diferente a los países y se suman a factores idiosincrásicos y diversas posiciones cíclicas, lo que significa que los objetivos y prioridades de política varían mucho de un país a otro. Un elemento común y la máxima prioridad en muchos casos es eliminar la incertidumbre generada por las políticas o los riesgos para el crecimiento. En esta coyuntura, los errores de política, como un *brexit* sin acuerdo o la intensificación de las diferencias comerciales, podrían socavar gravemente la confianza, el crecimiento y la creación de empleo y agotar el margen de maniobra de política económica por razones evitables.

### Políticas multilaterales

La cooperación multilateral es indispensable para abordar algunas cuestiones a corto y a largo plazo que amenazan la sostenibilidad y la inclusividad del

crecimiento mundial. Es necesario reforzar urgentemente la cooperación en los ámbitos del comercio y la tecnología. Igualmente, una cooperación multilateral más estrecha en materia de tributación internacional, reforma de la regulación financiera mundial, cambio climático y corrupción, ayudaría a abordar las vulnerabilidades y a ampliar los beneficios de la integración económica.

*Comercio y tecnología:* Las autoridades económicas deberían colaborar con el fin de reducir las tensiones comerciales, que han debilitado la actividad económica mundial y han dañado la confianza. También deberían resolver rápidamente la incertidumbre en torno a los cambios en acuerdos comerciales de larga data (como los acuerdos entre el Reino Unido y la Unión Europea, y entre Canadá, Estados Unidos y México). Específicamente, los países no deberían utilizar los aranceles para influir en la balanza comercial bilateral. A un nivel más fundamental, las diferencias comerciales pueden ser síntomas de una frustración más profunda suscitada por las deficiencias del sistema de comercio multilateral basado en reglas. Las autoridades económicas deberían abordar conjuntamente las causas del descontento con el sistema y mejorar la gestión del comercio. Esto requiere resolver el impasse en torno al órgano de apelación del sistema de resolución de diferencias de la Organización Mundial del Comercio (OMC) con el fin de asegurar que se cumplan de manera continua las normas en vigor de la OMC; modernizar las normas de la OMC de modo que abarquen ámbitos como el comercio electrónico, los subsidios y la transferencia de tecnología, y lograr avances en las negociaciones sobre nuevos ámbitos como el comercio digital. Podría volver a barajarse la idea de que todos los países participen en todas las negociaciones; así los países que prefieran avanzar a un ritmo más rápido podrían hacerlo, pero manteniendo los nuevos acuerdos dentro del marco de la OMC y abiertos a todos los miembros de la organización. Al menos, declarar una tregua en el aumento de las barreras comerciales evitaría inyectar más fuerzas desestabilizadoras en una economía mundial que ya está desacelerándose. Las autoridades económicas también deberían cooperar más estrechamente para poner freno a los ciberataques transfronterizos contra la seguridad nacional y las entidades comerciales, así como limitar las prácticas distorsivas, como exigir que las empresas entreguen su propiedad intelectual a cambio de acceso a los mercados. Sin avances concretos en estos ámbitos, es probable que las tensiones tecnológicas se intensifiquen, lo que obstaculizará el libre flujo de ideas entre los países y podría frenar el crecimiento de la productividad a largo plazo.

*Tributación internacional:* Con el auge de las empresas multinacionales, la competencia tributaria internacional dificulta cada vez más la tarea de los gobiernos de abordar la evasión fiscal y recaudar los ingresos necesarios para financiar sus presupuestos. Deberían reforzarse las iniciativas orientadas a reducir las oportunidades transfronterizas de evasión y elusión fiscal, como la iniciativa sobre la Erosión de la Base Tributaria y el Traslado de Beneficios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos–G-20 (véase el recuadro 1.3 de la edición de abril de 2019 del informe *Monitor Fiscal*). Como se analiza en FMI (2019), esta iniciativa ha logrado avances significativos en el ámbito de la cooperación tributaria internacional, pero persisten vulnerabilidades. Las limitaciones del principio de la independencia mutua de las partes —con arreglo al cual las transacciones entre partes relacionadas deben tener el mismo precio que tendrían si las partes fuesen independientes— y la dependencia del concepto de presencia física del contribuyente para determinar la base jurídica para aplicar el impuesto sobre la renta han permitido que empresas aparentemente rentables paguen pocos impuestos. Pueden lograrse ciertas mejoras a nivel unilateral o regional, pero para que las soluciones sean más profundas es necesario reforzar las instituciones de cooperación mundial.

*Reformas financieras regulatorias y red de seguridad financiera mundial:* El programa de reformas que comenzó después de la crisis financiera mundial aún no ha terminado. Los avances logrados en algunos ámbitos, como la mayor intensidad de la supervisión de las instituciones financieras de importancia mundial y los regímenes de resolución más eficaces, se encuentran bajo presión o se están revirtiendo. Las autoridades económicas deben asegurar que se complete el programa de reformas, entre otras formas mediante el fortalecimiento de los marcos internacionales de resolución y la introducción de nuevas mejoras en los marcos de política macroprudencial (lo cual podría entrañar la simplificación de reglas complejas en algunos ámbitos, como se señaló en Adrian y Obstfeld, 2017). Para identificar nuevos riesgos de ciberseguridad en el sistema financiero y combatir el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo también es necesario actuar de manera coordinada y colectiva. Para complementar estas medidas, las autoridades económicas deberían velar por que la red mundial de seguridad financiera disponga de recursos suficientes para ayudar a contrarrestar ajustes perturbadores de las carteras en una economía mundial abrumada por la deuda y reducir la necesidad de los países de autoprotegerse frente a shocks externos.

*Cambio climático y migración:* Limitar las emisiones de gases de efecto invernadero y contener las consecuencias del aumento de las temperaturas mundiales y de fenómenos climáticos devastadores constituyen imperativos internacionales urgentes<sup>10</sup>. En ese sentido, la polarización política y la discordia en muchas economías no auguran nada bueno para llegar a un acuerdo sobre estrategias nacionales e internacionales a tiempo para contener el cambio climático a niveles manejables. Se necesita con urgencia redoblar los esfuerzos, lo que requerirá distribuir los costos y beneficios de manera que pueda obtenerse suficiente respaldo político a nivel nacional e internacional. Al sumarse a los flujos migratorios, los fenómenos relacionados con el cambio climático agravan una situación ya de por sí compleja, con refugiados que huyen de regiones en conflicto. La migración internacional también cobrará más importancia a medida que las economías avanzadas confronten los desafíos relacionados con el envejecimiento de sus poblaciones. La cooperación internacional brindaría oportunidades para facilitar la integración de los migrantes —ayudando así a aprovechar al máximo la oferta de mano de obra y las ventajas que aportan a los países receptores en materia de productividad— y para estimular los flujos de remesas que alivian la carga en los países de origen.

*Corrupción y gestión de gobierno:* Por último, se requiere un gran esfuerzo internacional para frenar la corrupción, que está socavando la confianza en los gobiernos y las instituciones de muchos países (véase el informe *Monitor Fiscal* de abril de 2019). Si no se controla, la corrupción generalizada puede dar lugar a políticas distorsionadas, menores ingresos, menor calidad de los servicios públicos y deterioro de la infraestructura.

### Políticas a nivel de país

En respuesta a la persistente debilidad y a los riesgos a la baja, las políticas macroeconómicas —en particular la política monetaria— ya están brindando mayor apoyo en muchos países. En adelante, las políticas macroeconómicas en la mayor parte de las economías deberían apuntar a estabilizar la actividad y afirmar los cimientos de una recuperación o de un crecimiento ininterrumpido. En los casos en que exista margen de maniobra fiscal y el crecimiento se haya desacelerado marcadamente, quizá se justifique un

<sup>10</sup>Véase un análisis sobre el impacto macroeconómico de los shocks climatológicos en el capítulo 3 de la edición de octubre de 2017 del informe WEO y sobre las opciones de política fiscal para la aplicación de estrategias de mitigación y adaptación al cambio climático en FMI (2019) y en el capítulo 2 de la edición de octubre de 2019 de *Monitor Fiscal*.

apoyo más activo en materia de política fiscal, entre otras formas mediante una mayor inversión pública en capacitación laboral e infraestructura a fin de elevar el potencial de crecimiento. Lograr un crecimiento más inclusivo y evitar desaceleraciones prolongadas que afectan de manera desproporcionada a los segmentos más vulnerables de la población son objetivos esenciales para garantizar mejores perspectivas económicas para todos. Fortalecer la resiliencia a cambios adversos de la actitud de los mercados financieros y aliviar las restricciones estructurales sobre el crecimiento del producto potencial también siguen siendo necesidades primordiales.

### Economías avanzadas

En lo que respecta a las economías avanzadas, en las cuales el crecimiento de la demanda final en general es moderado, la presión inflacionaria es baja y los indicadores de las expectativas de inflación implícitas en los precios de mercado se han debilitado en los últimos meses, sigue siendo apropiado aplicar una política monetaria acomodaticia para evitar una nueva desaceleración de la actividad y una caída de las expectativas de inflación. Esto es especialmente importante en las economías con una inflación persistentemente inferior a la meta y cuyo producto ya se encuentra por debajo del potencial, o existe la posibilidad de que así sea. Como se analiza en el recuadro 1.4, la atonía de la inflación indica que el producto potencial podría ser mayor y las brechas del producto podrían ser más negativas de lo que se estima actualmente. Sin embargo, dado que la continua expansión monetaria puede llevar a una acumulación de vulnerabilidades financieras, será crucial contar con políticas macroprudenciales más sólidas y un enfoque proactivo de supervisión. Como se señaló en la edición de octubre de 2019 del informe GFSR, las políticas del sector financiero deberían contribuir a asegurar la solidez de los balances y limitar los riesgos sistémicos utilizando herramientas, como reservas de liquidez, reservas de capital anticíclicas, o reservas de capital sectoriales focalizadas; desarrollando, cuando sea necesario, herramientas basadas en los prestatarios para mitigar las vulnerabilidades relacionadas con la deuda, y fortaleciendo la supervisión macroprudencial de las instituciones financieras no bancarias. En algunos países, es necesario seguir saneando los balances de los bancos a fin de aplacar el riesgo de interacciones negativas entre las entidades soberanas y los bancos. En un contexto de políticas monetarias acomodaticias sostenidas y altos niveles de deuda es esencial evitar que se reviertan las reformas regulatorias adoptadas después de la crisis.

Teniendo en cuenta que las perspectivas son precarias, y los riesgos a la baja, pronunciados, la política fiscal puede desempeñar un papel más activo, sobre todo si existe un margen limitado para distender la política monetaria. El bajo nivel de las tasas de política monetaria en muchos países y la disminución de las tasas de interés a largo plazo a niveles históricamente muy bajos o negativos, si bien reducen el probable impacto de una mayor distensión de la política monetaria, amplían el margen de maniobra fiscal mientras se mantengan estas condiciones. En este contexto, en los países cuya actividad se ha debilitado o podría desacelerarse drásticamente, el estímulo fiscal constituye una alternativa si hay margen de maniobra fiscal y si la política fiscal no es ya excesivamente expansiva. En los países cuya demanda es débil pero necesitan consolidación fiscal, se podría desacelerar su ritmo si las condiciones de mercado lo permiten, a fin de evitar una debilidad económica prolongada y una dinámica desinflacionaria. Las autoridades económicas deberían preparar una respuesta de política fiscal contingente con antelación suficiente para poder actuar con rapidez, y planificar anticipadamente la composición adecuada de la distensión fiscal. Lo ideal sería centrarse en el gasto en infraestructura o los incentivos a la inversión (incluidas las fuentes de energía limpia), ya que estos elevarían el producto no solo a corto plazo, sino también a mediano plazo, lo que ayudaría a mejorar la sostenibilidad de la deuda. En términos más generales, el crecimiento moderado del producto potencial a mediano plazo en la mayoría de las economías avanzadas exige calibrar cuidadosamente la composición del gasto fiscal y los impuestos, con el objetivo de elevar las tasas de participación en la fuerza laboral y la productividad mediante inversión pública en preparación de la fuerza laboral, infraestructura física y actividades de investigación y desarrollo.

Las políticas estructurales nacionales que promueven mercados más abiertos y flexibles en las economías avanzadas no solo impulsarían la resiliencia económica y el producto potencial, sino que también podrían ayudar a reducir las disparidades dentro de los países en materia de desempeño y mejorar el ajuste del mercado laboral a shocks en las regiones rezagadas dentro de los países (véase el capítulo 2). También es urgente reducir las emisiones de carbono para evitar los graves riesgos económicos y sociales asociados al cambio climático. Por lo tanto, es necesario crear estructuras de producción que emitan menos carbono, entre otras formas, aplicando impuestos sobre el carbono, impulsando la infraestructura con bajas emisiones de carbono y fomentando la innovación en tecnologías ecológicas (véase el capítulo 2 de la edición de octubre de 2019 del informe *Monitor Fiscal*). Más allá de las medidas

fiscales orientadas a estimular el producto potencial, sigue siendo vital proteger las oportunidades y el dinamismo, asegurando que las políticas de competencia faciliten la entrada de nuevas empresas y limiten el abuso de poder por empresas que ya están afincadas en el mercado, en un momento en que una minoría de grandes empresas está captando cuotas de mercado cada vez mayores en las economías avanzadas (capítulo 2 de la edición de abril de 2019 del informe WEO).

En *Estados Unidos*, donde la tasa de desempleo es históricamente baja y la inflación está próxima al nivel fijado como meta, la combinación de una política monetaria acomodaticia, una regulación y supervisión financiera cautelosa, y una trayectoria de consolidación fiscal gradual ayudarían a mantener la expansión y a limitar los riesgos a la baja. La ausencia de fuertes presiones sobre los salarios y la inflación —esta se ha situado en promedio justo por debajo de la meta durante el último año, y las expectativas se han debilitado recientemente— ha permitido a la Reserva Federal reducir la tasa de los fondos federales para protegerse de los riesgos a la baja derivados de la economía mundial. La trayectoria de la tasa de interés de política monetaria de cara al futuro debería depender de las perspectivas y riesgos económicos, y basarse en los datos que se vayan recibiendo. Para mantener unas condiciones financieras favorables, debe preservarse el enfoque basado en riesgos que actualmente se aplica a la regulación, supervisión y resolución, reforzándolo en el caso de las instituciones financieras no bancarias, a fin de limitar las vulnerabilidades derivadas del creciente apalancamiento de las empresas y nuevas amenazas a la ciberseguridad. La deuda pública se mantiene en una clara trayectoria al alza, lo cual exige una consolidación. Es necesario elevar la relación ingreso/PIB estableciendo un impuesto de base amplia sobre el carbono, un impuesto federal sobre el consumo y un impuesto federal más alto sobre la gasolina. Con ello, se creará margen de maniobra fiscal para brindar apoyo a las familias de ingresos medianos y bajos (por ejemplo, mediante ayuda para el cuidado de los niños y la suavización de los “precipicios” existentes en las prestaciones sociales) y aplicar políticas que eleven el crecimiento potencial: inversión en infraestructura (por ejemplo, para facilitar la oferta de alternativas de energía verde), apoyo para el aprendizaje durante toda la vida y la preparación laboral, y medidas para aumentar la participación en la fuerza laboral. Para contrarrestar el aumento previsto del gasto relacionado con el envejecimiento se requiere indexar las prestaciones de la seguridad social a la inflación encadenada y elevar la edad de jubilación.

En el *Reino Unido*, el marco de políticas adecuado a corto plazo dependerá de la forma definitiva de la salida del país de la Unión Europea. El gasto público adicional previsto por el gobierno debería mitigar el costo del brexit para la economía, pero sigue siendo importante avanzar en la reducción del coeficiente de endeudamiento para crear defensas contra shocks futuros. En caso de que se produzca un brexit desordenado acompañado de un fuerte aumento de las barreras al comercio de bienes y servicios con la Unión Europea, la respuesta de política tendrá que tener en cuenta el alcance de la reacción adversa del mercado financiero y su probable impacto en la estabilidad macroeconómica. Las reformas estructurales deberían centrarse en mejorar la calidad de la infraestructura y en reforzar las aptitudes básicas de la fuerza de trabajo, así como en garantizar una reinsertación fluida de los trabajadores de los sectores afectados por el brexit hacia sectores en expansión.

En la *zona del euro*, la política monetaria se ha vuelto apropiadamente más acomodaticia en respuesta a una inflación subyacente persistentemente débil y a una pérdida significativa de ímpetu desde mediados de 2018. Aunque lo ideal sería que la orientación fiscal brindara más apoyo de lo previsto antes de la desaceleración, esta debe variar según el país en función del margen de maniobra fiscal. En *Alemania*, donde hay margen para aplicar una política fiscal más laxa y el crecimiento ha sido débil, aumentar la inversión pública en capital físico y humano o reducir la cuña fiscal sobre los salarios estimularía la demanda, ayudaría a reducir el excesivo superávit en cuenta corriente y fortalecería el producto potencial. En países con altos niveles de deuda, como *España, Francia e Italia*, deberían recomponerse gradualmente las reservas fiscales, protegiendo al mismo tiempo la inversión. En el caso de Italia, cuya deuda y necesidades brutas de financiamiento son elevadas, es particularmente crítico comprometerse de manera creíble a encauzar la deuda por una trayectoria descendente en el mediano plazo. Si el crecimiento se debilitara significativamente, los países con margen de maniobra fiscal deberían aprovecharlo más activamente para complementar la expansión monetaria a fin de evitar una dinámica desinflacionaria y un período prolongado de débil crecimiento. A su vez, la trayectoria de consolidación fiscal podría ajustarse provisionalmente en países cuyo margen de maniobra fiscal estuviera en riesgo, siempre que las condiciones de financiamiento siguieran siendo favorables y la sostenibilidad de la deuda no se viera comprometida. Una respuesta fiscal sincronizada entre todos los países miembros, pero debidamente diferenciada, puede potenciar el impacto en

toda la zona. Sigue siendo de vital importancia completar la unión bancaria y continuar saneando los balances a fin de afianzar la resiliencia y fortalecer la intermediación crediticia en algunas economías. En un período de prolongada orientación monetaria acomodaticia y posiciones cíclicas dispares, los reguladores deben calibrar los instrumentos macroprudenciales para hacer frente a cualquier riesgo emergente para la estabilidad financiera. En muchas economías, se necesitan urgentemente reformas para elevar la productividad y la competitividad. La mayor profundización del mercado único de servicios estimularía la eficiencia en toda la Unión Europea. Pueden utilizarse instrumentos a nivel de la UE para promover iniciativas de reforma a nivel nacional. A nivel intersectorial, es necesario flexibilizar en mayor medida el mercado de trabajo, eliminar las barreras a la entrada en los mercados de productos, modernizar el funcionamiento de los regímenes de insolvencia empresarial, y reducir las cargas administrativas.

En *Japón*, se prevé que la demanda se desacelere con respecto al sólido ritmo que mantuvo recientemente tras el aumento de la tasa del impuesto al consumo en octubre, en tanto que las medidas de mitigación adoptadas por el gobierno moderarán la disminución. La inflación se mantiene muy por debajo de la meta fijada por el banco central. Se necesitará una política monetaria acomodaticia sostenida durante un largo período para elevar de manera duradera las expectativas de inflación. La política fiscal debería enfocarse en garantizar la sostenibilidad fiscal a largo plazo en un contexto de rápido envejecimiento y contracción de la población, protegiendo al mismo tiempo la demanda y el estímulo reflacionario. Para evitar riesgos fiscales a largo plazo se requieren aumentos adicionales de la tasa del impuesto al consumo y reformas para frenar el gasto en pensiones, salud y atención a largo plazo. Se han logrado algunos avances en la aplicación de reformas estructurales con la adopción de la reforma del sistema laboral, que tiene por objeto mejorar las condiciones de trabajo, crear un nuevo estatuto de residente para los trabajadores extranjeros con aptitudes profesionales y técnicas, e intensificar la integración comercial con la Unión Europea y las economías que integran el Tratado Integral y Progresista de Asociación Transpacífico. Es necesario seguir avanzando en la reforma del mercado laboral —entre otras cosas, para mejorar las aptitudes y oportunidades profesionales de los trabajadores irregulares, reducir la dualidad y aumentar la movilidad— y en las reformas del mercado de productos y del sector empresarial para elevar la productividad y la inversión.

## Economías de mercados emergentes y en desarrollo

Las circunstancias de las economías de mercados emergentes y en desarrollo son diversas. Algunas economías están experimentando condiciones extremadamente difíciles debido a desavenencias políticas o conflictos transfronterizos; otras están experimentando condiciones de financiamiento externo restrictivas debido a sus desequilibrios macroeconómicos y a los ajustes de política económica necesarios. En países que enfrentan condiciones más estables, el reciente debilitamiento de la inflación ha brindado a los bancos centrales la posibilidad de flexibilizar la política monetaria para respaldar la actividad económica. Frente a un entorno externo volátil y la posibilidad de un vuelco desfavorable en la actitud de los mercados, asegurar la resiliencia financiera es un objetivo clave para muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo. La regulación y la supervisión deberían asegurar que las reservas de capital y liquidez sean suficientes para evitar cambios desestabilizadores en las carteras mundiales y un posible deterioro del crecimiento y la calidad del crédito. Las iniciativas para supervisar y reducir los descalces de monedas y vencimientos en los balances también son esenciales para preservar la estabilidad financiera y ayudarán a que los tipos de cambio amortigüen los shocks. En muchas economías con altos niveles de deuda pública, la política fiscal debería por lo general apuntar a la consolidación a fin de contener los costos de endeudamiento y crear margen para contrarrestar una desaceleración en el futuro, así como para atender necesidades de desarrollo, ajustando al mismo tiempo su ritmo y momento para evitar una debilidad económica prolongada. Mejorar la focalización de los subsidios, racionalizar el gasto ordinario y ampliar la base de ingresos son medidas que pueden ayudar a preservar las inversiones necesarias para estimular el crecimiento potencial y el gasto social, en educación, atención de la salud y políticas de protección social. La movilización de ingresos es especialmente importante en los países en desarrollo de bajo ingreso, para ayudarlos a avanzar hacia el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas.

Más allá de aplicar una combinación de políticas macroeconómicas y financieras adecuada, muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo pueden afianzar sus instituciones, gestión de gobierno y marcos de política mediante reformas estructurales orientadas a reforzar sus perspectivas de crecimiento y su resiliencia. De hecho, el capítulo 3 presenta argumentos sólidos a favor de dar un nuevo impulso a la reforma estructural en



las economías de mercados emergentes y en desarrollo. El capítulo documenta que aún queda mucho margen para llevar a cabo nuevas reformas en los ámbitos del financiamiento interno y externo del comercio, la regulación del mercado de trabajo y de productos, y la gestión de gobierno en estos países, especialmente en los países en desarrollo de bajo ingreso. El capítulo concluye que, en el caso de una economía típica, la puesta en práctica simultánea de importantes reformas en estos ámbitos podría sumar 1 punto porcentual al crecimiento en un período de cinco a diez años, lo que equivale aproximadamente a duplicar la velocidad de convergencia.

En *China*, el objetivo primordial de política económica es elevar la sostenibilidad y la calidad del crecimiento, y a la vez sortear los vientos en contra derivados de las tensiones comerciales y el debilitamiento de la demanda mundial. Para alcanzar este objetivo se requieren medidas a corto plazo para respaldar la economía y al mismo tiempo avanzar en la reorientación de las fuentes subyacentes de crecimiento de la inversión alimentada por el crédito hacia el consumo privado, y mejorar la asignación de recursos y la eficiencia en la economía. Además de cierta distensión de la política monetaria, el apoyo fiscal (financiado principalmente con cargo al presupuesto) ha evitado que las tensiones comerciales se conviertan en un fuerte lastre para la confianza y la actividad. Todo estímulo adicional debería hacer hincapié en las transferencias focalizadas para hogares de bajos ingresos en lugar del gasto en infraestructura a gran escala. En apoyo de la transición hacia un crecimiento sostenible, las iniciativas regulatorias para contener el crecimiento de la banca paralela han contribuido a reducir la dependencia de la deuda, pero el apalancamiento de las empresas sigue siendo elevado, y la deuda de los hogares está creciendo con rapidez. Para avanzar en la reducción de la deuda es necesario seguir recortando las garantías implícitas de uso generalizado y reforzando el conjunto de herramientas macroprudenciales. Al mismo tiempo, la continua disminución del papel que desempeñan las empresas estatales y la reducción de las barreras a la entrada en sectores como telecomunicaciones y banca contribuirían a elevar la productividad y a la vez mejorar la movilidad de la mano de obra. La adopción de un código tributario más progresivo y un mayor gasto en atención de la salud, educación y transferencias sociales ayudarían a reducir el ahorro precautorio y respaldar el consumo.

En *India*, la política monetaria y las reformas estructurales de base amplia deben usarse para abordar la debilidad cíclica y fortalecer la confianza. En el mediano

plazo, es necesario que la consolidación fiscal siga una trayectoria creíble para reducir el elevado endeudamiento público del país. Esta estrategia debe ir respaldada por una racionalización del gasto en subsidios y medidas que refuercen la base imponible. Es necesario afianzar la gestión de gobierno de los bancos del sector público y la eficiencia de su asignación de crédito, y es asimismo necesario reducir el papel que cumple el sector público en el sistema financiero. Las reformas de las regulaciones sobre contratación y despido ayudarían a incentivar la creación de empleo y a absorber el importante dividendo demográfico del país. Las reformas agrarias también deberían reforzarse con el fin de promover y acelerar el desarrollo de la infraestructura.

En *Brasil*, la reforma del sistema de pensiones es un paso esencial para garantizar la viabilidad del sistema de seguridad social y la sostenibilidad de la deuda pública. Es necesario reforzar gradualmente la consolidación fiscal para cumplir el tope de gasto constitucional en los próximos años. La política monetaria debe seguir siendo acomodaticia para respaldar el crecimiento económico, siempre que las expectativas de inflación permanezcan ancladas. Para estimular el crecimiento potencial, el gobierno tendrá que emprender un ambicioso programa de reforma, que incluya reformas tributarias, apertura comercial e inversión en infraestructura.

En *México*, la aplicación del plan de consolidación fiscal a mediano plazo del gobierno es esencial para preservar la confianza del mercado y estabilizar la deuda pública. Unas metas fiscales más ambiciosas a mediano plazo generarían mayores reservas para responder a shocks negativos y permitirían enfrentar mejor la presión del gasto a largo plazo derivada de las tendencias demográficas. Si la inflación se mantiene en una trayectoria descendente hacia la meta y las expectativas de inflación están ancladas, la política monetaria podría ser más acomodaticia en los próximos meses. El tipo de cambio debería seguir siendo flexible, y la intervención cambiaria solo debería utilizarse si las condiciones del mercado son desordenadas.

En *Rusia*, las autoridades deberían asegurar una composición de los impuestos y el gasto público más favorable al crecimiento, absteniéndose al mismo tiempo de utilizar el Fondo Nacional de Bienestar para actividades cuasifiscales. La política monetaria puede flexibilizarse para adoptar una orientación neutral si continúan atenuándose las presiones inflacionarias. Para mejorar la eficiencia de la intermediación crediticia, las autoridades deberían seguir consolidando el sector bancario y reduciendo al mismo tiempo la presencia del Estado.

Se requieren más reformas estructurales para estimular el crecimiento potencial, que incluyan medidas para fomentar la competencia, mejorar la contratación pública y reformar el mercado laboral.

En *Turquía*, se necesita un plan de política integral y claramente comunicado para sanear los balances privados; aumentar la transparencia del balance del sector público, y en última instancia, restablecer la credibilidad, la independencia y el funcionamiento basado en reglas de las instituciones económicas. Para lograr estos objetivos, el programa de políticas debería incluir medidas orientadas a 1) mantener las tasas de política monetaria en compás de espera hasta que se produzca una desaceleración sostenida de la inflación y las expectativas de inflación, lo cual también ayudaría a apuntalar la lira y recomponer las reservas; 2) afianzar la solidez fiscal a mediano plazo; 3) restablecer la confianza en los bancos mediante una evaluación exhaustiva (exámenes de la calidad de los activos de terceros, pruebas de resistencia rigurosas), planes creíbles de recapitalización de los bancos, y contención del crédito bancario estatal; 4) seguir mejorando el régimen de insolvencia y del marco de reestructuración extrajudicial para promover soluciones de reestructuración eficaces y liberar capacidad de préstamo para empresas sólidas y productivas, y 5) focalizar las reformas estructurales con el fin de respaldar un crecimiento más sostenible e impulsado por la productividad total de los factores.

En *Sudáfrica*, se necesita una consolidación fiscal gradual pero significativa y que favorezca el crecimiento a fin de estabilizar la deuda pública. Las medidas deberían orientarse a reducir la masa salarial del sector público, limitar y recortar gastos improductivos de las entidades públicas, ampliar la base tributaria y fortalecer la administración tributaria. La política monetaria debería seguir guiándose por los datos y vigilar de cerca los riesgos de inflación. Se requieren reformas estructurales para recuperar la confianza de los inversionistas, elevar el potencial de crecimiento y promover la creación de empleo. Es prioritario modernizar los modelos de negocio de las empresas de propiedad del Estado, mejorar la competencia en el mercado de productos, reduciendo las barreras de entrada y racionalizando las regulaciones, y flexibilizar el mercado laboral.

Los *países en desarrollo de bajo ingreso* tienen muchas de las mismas prioridades de política económica que el grupo de economías de mercados emergentes, en especial en lo que se refiere a incrementar la resiliencia ante las condiciones externas volátiles. Para varias economías de bajo ingreso de “frontera”, las condiciones de

financiamiento externo se han endurecido marcadamente en el último año. Afianzar los marcos de política monetaria y macroprudencial y a la vez preservar la flexibilidad del tipo de cambio les ayudará a adaptarse a este entorno. Los stocks de deuda pública aumentaron rápidamente en este grupo durante el reciente período de tasas de interés bajas. Con condiciones financieras menos favorables, podrían aumentar los riesgos de refinanciamiento y los mayores diferenciales soberanos podrían elevar los costos de endeudamiento tanto para empresas como para hogares. La política fiscal debería orientarse a garantizar la sostenibilidad de la deuda y al mismo tiempo preservar las medidas que ayuden a los grupos vulnerables y que faciliten los avances hacia los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas. En este sentido, sería necesario ampliar la base de generación de ingresos, reforzar la administración tributaria, eliminar los subsidios improductivos y dar prioridad al gasto en infraestructura, atención de la salud, educación y reducción de la pobreza. Los países de bajo ingreso también son los más afectados por los desastres naturales y el aumento del cambio climático. Para aliviar las secuelas de estos fenómenos se necesitarán estrategias de adaptación que conlleven inversiones en planes de preparación en caso de desastre e infraestructura inteligente que permita mitigar los efectos del clima, que incorporen tecnologías y normas de zonificación adecuadas y que desplieguen redes de protección social bien focalizadas para reducir la vulnerabilidad y mejorar la capacidad de respuesta de los países.

Las *economías en desarrollo exportadoras de materias primas* tienen prioridades de política parecidas pero se enfrentan a presiones adicionales sobre sus finanzas públicas debido a las perspectivas moderadas de los precios de esas materias. Aparte de encauzar las finanzas públicas en una trayectoria sostenible, las economías de este grupo también deben diversificarse con el fin de depender menos de la extracción y refinación de recursos. Las circunstancias varían entre los países, pero hay aspectos comunes en materia de políticas que pueden facilitar la consecución del objetivo general, como por ejemplo realizar una gestión macroeconómica sólida, mejorar la calidad de la educación y las aptitudes de los trabajadores para garantizar una participación amplia en la fuerza laboral, fomentar la inversión para reducir las deficiencias infraestructurales, promover el desarrollo y la inclusión financieras, fortalecer los derechos de propiedad, exigir el cumplimiento de los contratos, y reducir las barreras comerciales para incentivar la entrada de empresas al mercado y la inversión privada.

### Recuadro de escenario 1.1. Consecuencias de la relocalización de parte de la producción de las economías avanzadas

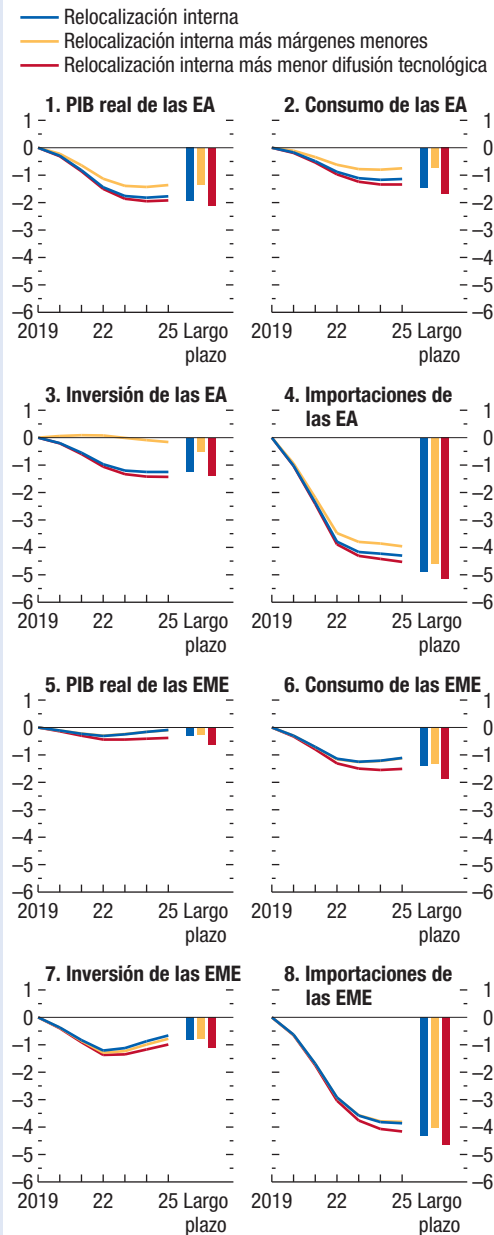
La actividad se vería perjudicada en las economías avanzadas y de mercados emergentes si la producción se relocalizara en economías avanzadas incapaces de igualar la eficiencia y los menores costos laborales de las cadenas de valor extranjeras que ya no se utilizan. Si las empresas multinacionales absorben parte de las consecuencias permitiendo que se reduzcan los márgenes, pueden atenuar el problema. Sin embargo, un escenario más probable es que una economía mundial menos abierta restrinja la expansión tecnológica y haga caer aún más la actividad.

El Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial del FMI se usa aquí para examinar las consecuencias de la relocalización de la producción de las empresas multinacionales en economías avanzadas. La relocalización interna de la producción podría estar motivada por el deseo de mantener parte de la producción cerca de los consumidores finales a fin de evitar posibles perturbaciones de la cadena de suministro causadas por acontecimientos ocurridos en países lejanos o por políticas adoptadas cerca del propio país. Se contempla un experimento muy estilizado, diseñado para ilustrar las consecuencias y poner de relieve los posibles canales por los que podrían desencadenarse.

El supuesto utilizado es que, en un horizonte a tres años, las empresas multinacionales de Estados Unidos, la zona del euro y Japón relocalicen suficiente producción para que sus importaciones nominales se reduzcan en 10% (línea azul en el gráfico de escenario 1.1.1). Dados los costos relativos de la producción, la relocalización eleva los precios de los bienes de consumo y de inversión en las economías avanzadas. La demanda interna decrece, al igual que el producto, a pesar de la caída de las importaciones<sup>1</sup>. En las economías de mercados emergentes, la caída de la producción y las exportaciones reduce el ingreso, los hogares y las empresas recortan el gasto y el producto disminuye en menor medida que en las economías avanzadas. Sin embargo, los hogares, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes, sufren por igual a causa del deterioro de los términos de intercambio en las economías de mercados emergentes. En las economías avanzadas, el tipo

<sup>1</sup>Cabe señalar que el empleo podría aumentar en los sectores donde se expande la producción interna; sin embargo, aquí se muestra el impacto neto agregado, que es negativo.

**Gráfico de escenario 1.1.1. Relocalización interna en las economías avanzadas**  
(desviación porcentual con respecto al escenario de control)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota: EA = economías avanzadas; EME = economías de mercados emergentes.

### Recuadro de escenario 1.1 (continuación)

de cambio se aprecia, lo que incrementa el costo real de las importaciones de las economías de mercados emergentes. Debe exportarse más producción de las economías de mercados emergentes a fin de pagar su paquete de importaciones, lo que reduce los recursos disponibles para el consumo interno.

Una respuesta de las empresas multinacionales podría ser no trasladar todo el aumento de los costos de producción y permitir que se reduzcan sus márgenes de ganancia (línea amarilla). Moderar el aumento de precios ayuda a mantener el consumo de los hogares y contribuye a la inversión, puesto que las empresas necesitan más capital para producir los bienes adicionales. La medida en que las empresas comprimirían sus márgenes es sumamente incierta, y la modesta reducción contemplada solo tiene fines ilustrativos. Cuanto más se reduzcan los márgenes, menos dañino será el impacto de la relocalización en las economías avanzadas. Sin embargo, la medida no contribuye demasiado a atenuar el impacto en las economías de mercados emergentes.

Si bien las reducciones de los márgenes de ganancia podrían compensar parte de las consecuencias negativas de la relocalización, una consecuencia menos favorable de una economía mundial más cerrada podría ser una menor expansión tecnológica. La evidencia empírica

indica que la apertura comercial es un motor clave de la expansión tecnológica<sup>2</sup>. Si las empresas multinacionales acortan las cadenas de suministro y producen más bienes más cerca de los consumidores finales de economías avanzadas, es posible que los mercados emergentes tengan un acceso mucho menor a los últimos adelantos tecnológicos. En este recuadro se consideran reducciones temporarias modestas en el crecimiento de la productividad en los sectores de bienes transables (línea roja) condicionadas por la distancia de un país o región con respecto a la frontera productiva y por la apertura relativa (0,1 puntos porcentuales para las economías avanzadas, 0,25 puntos porcentuales para los mercados emergentes)<sup>3</sup>. El debilitamiento de la expansión tecnológica amplificaría notablemente las consecuencias negativas para los mercados emergentes y exacerbaría moderadamente el impacto en las economías avanzadas.

<sup>2</sup>Véase “¿Es generalizado el aumento de la productividad en una economía globalizada?” en el capítulo 4 del informe WEO de abril de 2018.

<sup>3</sup>Se supone que el crecimiento de la productividad sufre una reducción temporaria. No obstante, es posible que una economía mundial más cerrada genere daños duraderos en el crecimiento de la productividad. De ser así, las consecuencias a más largo plazo serían mucho peores que las estimadas aquí.

## Recuadro de escenario 1.2. Tensiones comerciales: Escenario actualizado

Las actualizaciones del impacto estimado de las tensiones actuales del comercio mundial sobre las economías se generan aquí usando el Modelo Monetario y Fiscal Integrado Mundial del FMI (GIMF, por sus siglas en inglés). Los datos a partir de los cuales se realizan las simulaciones del modelo son medidas arancelarias explícitas y un análisis realizado fuera del modelo del posible impacto de los efectos de la confianza sobre la inversión, las condiciones financieras que enfrentan las empresas y los cambios de productividad que se generan cuando se reasignan los recursos entre las distintas economías. Puesto que todas las medidas arancelarias que se tienen en cuenta en las simulaciones se incorporan a las proyecciones de referencia del presente informe WEO, su impacto sobre el PIB mundial debe interpretarse en relación con una referencia sin aranceles (como en el informe WEO de octubre de 2017)<sup>1</sup>.

En los primeros tres (de seis) niveles del análisis se estima el impacto directo en el comercio de las medidas arancelarias aplicadas y anunciadas. Se supone que todas las medidas son permanentes. El primer nivel incluye el impacto de la aplicación de las medidas arancelarias incluidas en la referencia del informe WEO de abril de 2019, como los aranceles que Estados Unidos aplicó sobre el aluminio y el acero: 25 puntos porcentuales de aranceles sobre USD 50.000 millones de importaciones provenientes de China y 10 puntos porcentuales sobre USD 200.000 millones adicionales de importaciones de ese país. Se incluyen en este nivel todas las medidas de represalia que tomaron los socios comerciales de Estados Unidos. El segundo nivel agrega el impacto del aumento de mayo de 2019 de los aranceles de Estados Unidos sobre USD 200.000 millones de importaciones chinas y la represalia de China. El tercer nivel agrega los 15 puntos porcentuales de aranceles impuestos por Estados Unidos sobre todos los bienes provenientes de China (aproximadamente USD 300.000 millones) que todavía no pagaban aranceles, medida vigente a partir de septiembre de 2019, y el aumento de 5 puntos porcentuales en las importaciones ya gravadas, con un valor de USD 250.000 millones. La represalia de China se incluye en este nivel.

Los tres niveles restantes se basan en el análisis realizado fuera del modelo. El cuarto nivel agrega el impacto potencial en la inversión de la reducción de la confianza. Se trata del mismo efecto transitorio que se incluye en

<sup>1</sup>El análisis del informe WEO de octubre de 2018 también incluye un nivel de aranceles impuestos por Estados Unidos sobre todos los automóviles y piezas de automóviles importados. Ese nivel no se incluye en el presente análisis.

el análisis del informe WEO de octubre de 2018 sobre el impacto de las tensiones comerciales en la inversión por medio de sus efectos en la confianza<sup>2</sup>. Sin embargo, se modificó la cronología para reflejar más exactamente el calendario de implementación de las medidas arancelarias, que fue distinto del que se preveía en 2018. El punto máximo de impacto se retrasa, ya que las medidas arancelarias se aplicaron después de lo previsto originalmente. El quinto nivel agrega el impacto en los diferenciales de deuda corporativa de la posible reacción del mercado a las tensiones comerciales. La magnitud del impacto es idéntica a la que se usó en el informe WEO de octubre de 2018, pero se ajustó el momento de registro para que coincidiera con la aplicación retrasada de las medidas arancelarias. El punto máximo del aumento de los diferenciales de los bonos corporativos ahora se da en 2020: un año después del momento previsto en el análisis del informe WEO de octubre de 2018<sup>3</sup>. El último nivel agrega el impacto potencial en la productividad que se genera si se reasignan los recursos entre los distintos sectores de las economías. Se trata de

<sup>2</sup>La magnitud del efecto se calibró sobre la base del indicador de “incertidumbre de la política económica” general de Baker, Bloom y Davis (BBD) y su impacto estimado sobre la inversión en Estados Unidos. (Para obtener detalles sobre el índice de incertidumbre de BBD, véase <http://www.policyuncertainty.com>). Un aumento de 1 en el desvío estándar en el indicador de incertidumbre de BBD (aproximadamente un sexto de la variación registrada durante la crisis financiera mundial) genera una reducción estimada de 1% en la inversión en Estados Unidos en un año. En este caso, esa reducción de 1% en la inversión se distribuye a lo largo de tres años, con el nivel máximo del efecto en 2020. El impacto de la reducción de la inversión en otros países se lleva a escala según su apertura comercial respecto de Estados Unidos: los países que dependen más que Estados Unidos del comercio registran reducciones de la inversión mayores que las de Estados Unidos. Cabe señalar que desde el cuarto trimestre de 2018, parte del impacto ya se incorporaría en los pronósticos del informe WEO, ya que se impulsaron las medidas arancelarias.

<sup>3</sup>La magnitud de este endurecimiento se basa en estimaciones de varios participantes del mercado financiero acerca del impacto que tendría en las ganancias de las empresas estadounidenses la materialización del peor escenario previsto de una guerra comercial entre Estados Unidos y China. (En el peor escenario, Estados Unidos impone aranceles de 25% a todas las importaciones chinas, y China toma la misma medida de represalia). En función de las relaciones históricas, se busca una correspondencia entre esa reducción del 15% estimada en los ingresos y una ampliación de los diferenciales de bonos corporativos de Estados Unidos. A continuación, se busca correspondencia entre el aumento de los diferenciales de Estados Unidos y los diferenciales de los bonos corporativos de otros países en función de su calificación crediticia comparada con la de la deuda corporativa de Estados Unidos. Se supone que ese aumento de los diferenciales comienza en 2019 y llega a su punto máximo en 2020, y la mitad del nivel máximo de aumento se mantiene en los diferenciales de deuda corporativa en 2021.



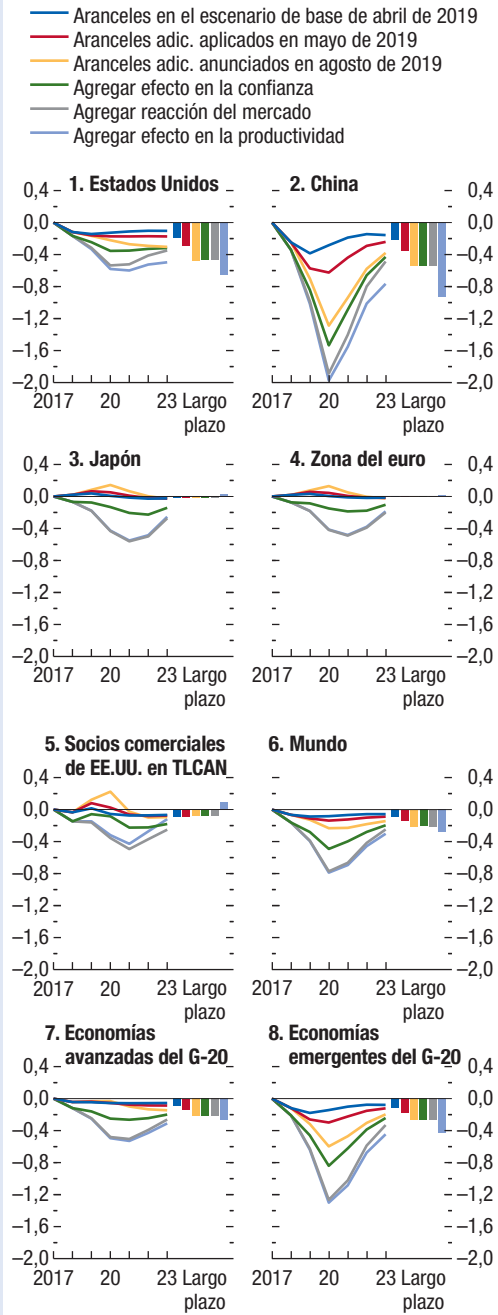
### Recuadro de escenario 1.2 (continuación)

un nivel nuevo, no incluido en el análisis del informe WEO de octubre de 2018. El impacto de las medidas arancelarias en el GIMF captura las distorsiones macroeconómicas que inducen los aranceles en la utilización de factores productivos, capital y trabajo, y también efectos del ingreso. No obstante, los aranceles también generan distorsiones sectoriales a partir de la reasignación de factores entre distintos sectores de las economías, que los modelos altamente agregados como el GIMF no pueden capturar. Los modelos comerciales de equilibrio general computable (CGE, por sus siglas en inglés), en cambio, capturan el impacto que tiene en el producto el movimiento de recursos entre sectores según el supuesto de que la utilización total de recursos se mantiene sin cambios. Implícitamente, es una estimación del impacto en la productividad del movimiento de factores entre sectores con distintos niveles subyacentes de productividad. A fin de estimar la magnitud potencial del efecto sobre la productividad, los aumentos de los aranceles en los primeros tres niveles se simulan en un nuevo modelo mundial de CGE descrito en Caliendo *et al.* (2017). El impacto resultante en la actividad es una estimación del efecto a mediano plazo y representa una variación implícita de la productividad del trabajo. El último nivel agrega este cambio a la productividad del trabajo de forma gradual a lo largo de cinco años, a partir de 2020.

En concordancia con escenarios anteriores, todos los niveles dan por sentado que la zona del euro y Japón no pueden relajar más la política monetaria (convencional) ante cambios macroeconómicos, dada la cota inferior de las tasas de interés nominales. Si se aplicaran otras medidas de política monetaria no convencional, la reducción del PIB de Japón y de la zona del euro sería menor a corto plazo que la que se estima en este caso. En todos los demás países y regiones, la política monetaria convencional responde a una función de reacción de tipo Taylor. Es importante advertir la notable incertidumbre sobre la magnitud y la persistencia de los efectos de la confianza sobre la inversión y el estrechamiento de los diferenciales de deuda corporativa. Esos efectos podrían ser más leves o más severos de lo que se supone aquí. En cuanto al nivel que contiene la reducción de los diferenciales de deuda corporativa, un aspecto que no se incluye en el análisis es la posibilidad de que flujos que buscan refugio mitiguen el impacto del endurecimiento financiero en países como Alemania, Japón y Estados Unidos.

El impacto estimado en la actividad que puede verse en el gráfico del escenario 1.2.1 muestra que se prevé que los aranceles incluidos en la referencia del informe

**Gráfico de escenario 1.2.1. PIB real**  
(desviación porcentual con respecto al escenario de control)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota: G-20 = Grupo de los Veinte; TLCAN = Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

### Recuadro de escenario 1.2 (continuación)

WEO de abril de 2019 (línea azul oscuro) tengan un efecto directo bastante leve: ese impacto más pronunciado en Estados Unidos y China también se registra en el caso del efecto directo de los aranceles aplicados en mayo de 2019 (línea gris) y los anunciados en agosto de 2019 (línea amarilla). No obstante, en este caso la magnitud de los impactos se torna mucho más sustancial. Se estima que los efectos de contagio a corto plazo de esas medidas en otros países sean positivos, ya que algunos países, en especial los socios comerciales de América del Norte de Estados Unidos, se benefician de la desviación del comercio. Esas ventajas, sin embargo, desaparecen a mediano plazo, y los efectos derrame pasan a ser negativos a medida que los hogares y las empresas de China y Estados Unidos pueden obtener internamente más bienes que antes se importaban. Al agregar los efectos de la confianza sobre la inversión (línea verde) y el aumento de los diferenciales de deuda corporativa (línea roja), se obtiene un resultado negativo para todos los países. En el caso de Estados Unidos y China, agregar los efectos de productividad estimados (línea celeste) amplifica el daño económico, pero, como se incorporan gradualmente a lo largo de cinco años, ese impacto negativo aumenta con el tiempo y pasa a ser sustancial a mediano y largo plazo. En algunos otros países, el impacto en términos de productividad es positivo, pero reducido. Los cambios de

la demanda mundial reasignan recursos en esos países, desde los sectores menos productivos hacia los más productivos<sup>4</sup>.

A nivel general, China es el país más perjudicado, ya que su producto cae un 2% a corto plazo y un 1% a largo plazo (barra celeste). Estados Unidos queda cerca, en segundo lugar: el producto cae un 0,6% en ambos períodos. Se estima que el punto mínimo de la actividad mundial se dé en 2020: el producto se ubicaría aproximadamente un 0,8% por debajo de la referencia. En las economías avanzadas, el punto mínimo de la actividad es similar al de Estados Unidos: aproximadamente un -0,5%. A diferencia del caso de Estados Unidos, los efectos directos en el comercio a largo plazo son menores y negativos en las economías avanzadas, aunque se ven compensados con creces por los efectos positivos de la productividad en algunos países.

<sup>4</sup>Como se indicó anteriormente, el efecto de productividad corresponde al movimiento de recursos entre sectores con distintos niveles de productividad. Los países con los vínculos comerciales más estrechos con Canadá, México y Estados Unidos son los más beneficiados. En el análisis del modelo comercial, los recursos que pasan de la agricultura y la minería a la manufactura en esos países impulsan la mejora de la productividad agregada.

### Recuadro 1.1. La industria automotriz mundial: Evolución reciente y repercusiones para las perspectivas mundiales

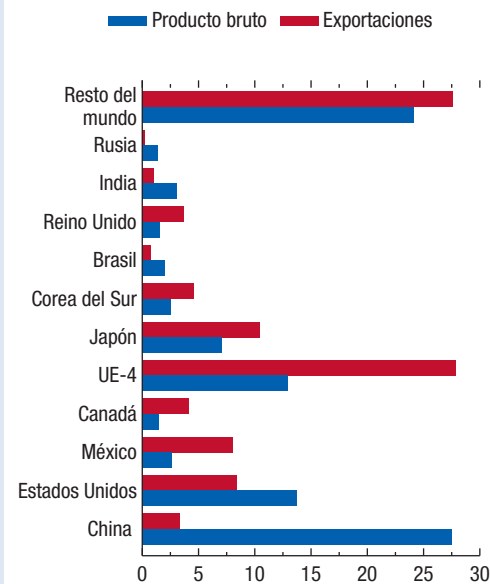
En 2018 la industria automotriz se contrajo por primera vez desde la crisis financiera mundial, lo cual ha contribuido a la desaceleración mundial desde el año pasado. Dos factores principales explican la fase de contracción: la eliminación de las reducciones impositivas en China y la aplicación de nuevas pruebas de emisiones de carbono en Europa. Las perspectivas a corto plazo para la industria siguen siendo de estancamiento, y los esfuerzos para reducir las emisiones de carbono plantean un reto fundamental a mediano plazo.

El sector de automotores es una industria mundialmente interconectada con una importante huella económica. La magnitud de la producción bruta del sector (es decir, la suma de su valor agregado y consumo intermedio) es de alrededor de 5,7% del producto mundial, de acuerdo con la base de datos World Input-Output Database (Timmer *et al.*, 2015). Los vehículos y las piezas relacionadas ocupan el quinto lugar entre los productos de exportación más importantes del mundo, lo cual representó cerca de 8% de las exportaciones mundiales de bienes en 2018 (gráfico 1.1.1). Por otra parte, el sector es un importante consumidor de materias primas, otros productos manufacturados y servicios: la industria automotriz es el segundo mayor consumidor de acero y aluminio, y necesita grandes cantidades de cobre, caucho, plástico y productos electrónicos (gráfico 1.1.2).

Durante la contracción de 2018 (medida en unidades; gráfico 1.1.3, panel 1) la producción automotriz mundial disminuyó aproximadamente en un 1,7% o cerca del -2,4% después de la corrección por diferencias en los valores unitarios (por ejemplo, en promedio los automóviles alemanes son más costosos que los automóviles indios). Las ventas mundiales de automóviles descendieron alrededor de 3%. China (el mayor mercado de vehículos del mundo) experimentó una contracción de 4% en unidades producidas, su primera reducción en más de dos décadas. En Alemania, Italia y el Reino Unido se registraron bajas de grandes proporciones, mientras que en Estados Unidos y los mercados emergentes importantes, la expansión de la producción fue leve (gráfico 1.1.3, panel 2). La desaceleración ha continuado en 2019, según lo indica el descenso en las ventas mundiales de vehículos livianos hasta junio de 2019 (gráfico 1.1.4, panel 1), con un impulso debilitado permanente en China y Europa. En concordancia con el desempeño, los precios de las acciones de los 14

La autora de este recuadro es Luisa Charry, con la colaboración de Aneta Radzikowski como asistente de investigación.

**Gráfico 1.1.1. Industria mundial de vehículos: Proporción del total, 2018**  
(porcentaje)



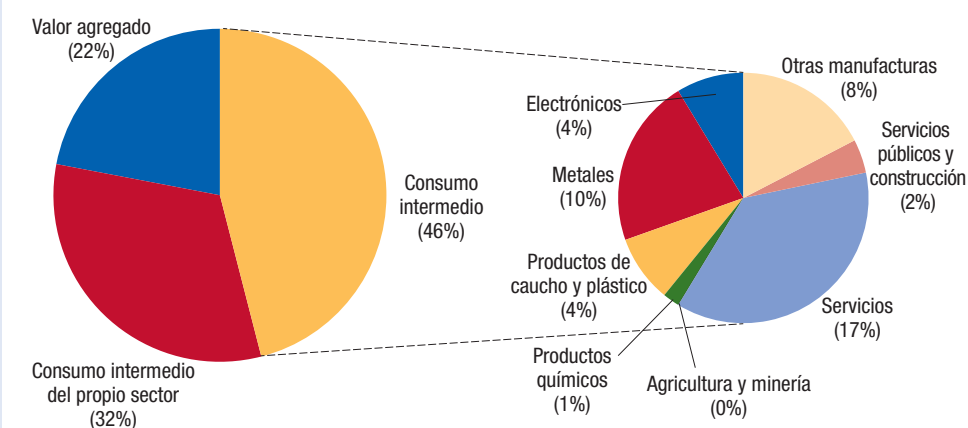
Fuentes: CEIC; Haver Analytics; Asociación de Fabricantes de Automóviles de Japón; oficinas estadísticas nacionales; Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC); Statista; *Society of Motor Manufacturers and Traders*; (Sociedad de fabricantes y comerciantes de automotores); Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo; base de datos mundial de insumo-producto, y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: EU-4 = Alemania, España, Francia, Italia.

fabricantes de automóviles más importantes han disminuido en promedio un 28% desde marzo de 2018 (en comparación con el aumento aproximado de 1% registrado en el índice MSCI World durante ese período).

La fase descendente de la industria contribuyó a la desaceleración del crecimiento mundial el segundo semestre de 2018. Los datos de las cuentas de ingreso nacional por sector correspondientes a 2018 aún no se encuentran disponibles en muchos países. Sin embargo, si se supone una reducción proporcional en el valor agregado, las estimaciones del FMI sugieren que el año pasado la contracción en la producción automotriz restó directamente 0,04 puntos porcentuales del crecimiento del producto mundial (luego de una contribución positiva de 0,02 puntos porcentuales en 2017). Considerando que el año pasado el crecimiento mundial disminuyó 0,2 puntos porcentuales —de un 3,8% en

## Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.2. Industria mundial de vehículos: Estructura de la producción, 2014



Fuentes: Base de datos de insumo-producto, y cálculos del personal técnico del FMI.

2017 a un 3,6%— las estimaciones sugieren que la producción automotriz ha sido un importante factor en la desaceleración mundial.

Los acontecimientos en la industria automotriz también influyeron en la dinámica del comercio mundial. En 2018, las exportaciones de automóviles, medidas en unidades, de los principales 14 países productores disminuyeron en un 3,1%. Si se consideran las diferencias en los valores unitarios entre los exportadores, las estimaciones del FMI sugieren que la contracción en las exportaciones automotrices directamente restó 0,12 puntos porcentuales del volumen del comercio mundial en 2018 (luego de una contribución positiva de 0,03 puntos porcentuales en 2017). Además, los amplios vínculos de la cadena de valor del sector suponen que los efectos generales podrían ser mayores una vez que se considere el impacto en el comercio de las piezas —en este caso aún no se encuentran disponibles los datos sobre volúmenes correspondientes a una cantidad considerable de países— y otros bienes intermedios utilizados en la producción de automóviles. Un marco de insumo-producto mundial basado en Bems, Johnson y Yi (2011) indica que el sector puede haberse contraído hasta 0,5 puntos porcentuales debido al comercio mundial en 2018, una vez que se tienen en cuenta todos estos efectos de contagio. A modo de referencia, en 2018 el crecimiento de todas las exportaciones mundiales de bienes y servicios fue de 3,8 puntos porcentuales (una reducción con respecto al crecimiento de 5,4% en 2017).

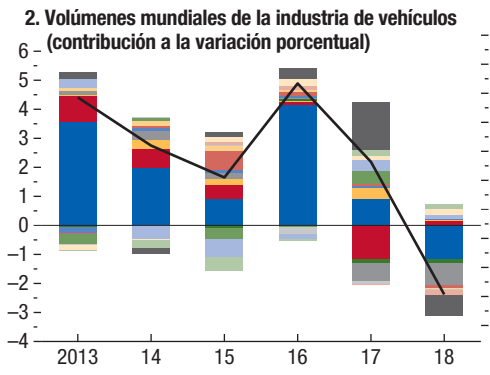
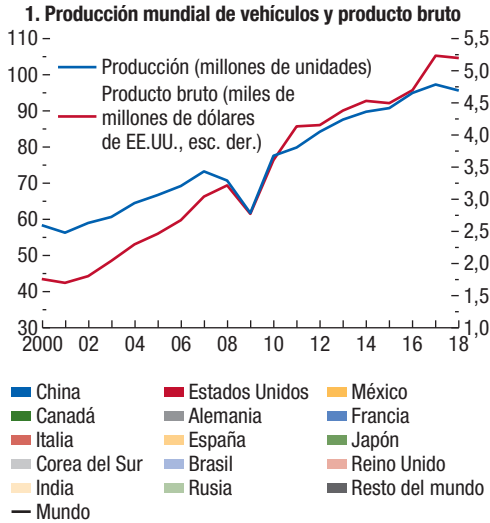
Varios factores permiten explicar el desempeño del sector:

- La demanda de vehículos en China se vio reducida por impuestos más altos y condiciones financieras más restrictivas. En China se han aplicado reducciones impositivas para estimular la adquisición de vehículos. A fines de 2015, se redujo el impuesto sobre las compras de vehículos pequeños y medianos de 10% a 5% y posteriormente en 2017 se aumentó a 7,5%, y en 2018, a 10% (gráfico 1.1.4, panel 2). De acuerdo con los analistas de la industria, la disminución de las tasas de impuestos en 2016–17 anticipó las ventas en 2–7 millones de unidades (cerca de 20% de la producción total), lo que luego las redujo en 2018–19.<sup>1</sup> Las regulaciones más estrictas para los préstamos entre particulares también afectaron la demanda, mientras que los aumentos de los aranceles sobre las importaciones de automóviles estadounidenses y las reducciones de las importaciones de automóviles de otros países podrían haber impulsado a los consumidores a adoptar una posición más conservadora.
- La aplicación de nuevas pruebas de emisiones en Europa perjudicó la producción y el comercio de automóviles. En septiembre de 2018, entró en vigencia una nueva prueba de emisiones en la zona del euro (conocida como WLTP). La gran cantidad de

<sup>1</sup>Mian y Sufi (2012) documentan una reasignación intertemporal similar en Estados Unidos durante el programa “Cash for Clunkers” de 2009.

Recuadro 1.1 (continuación)

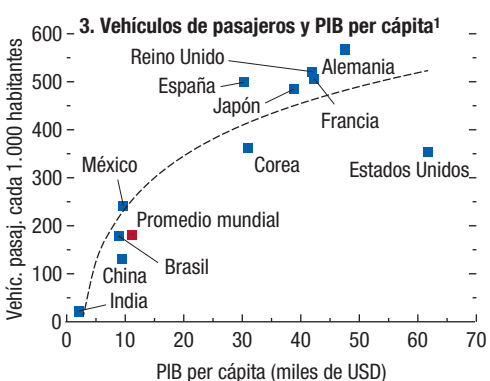
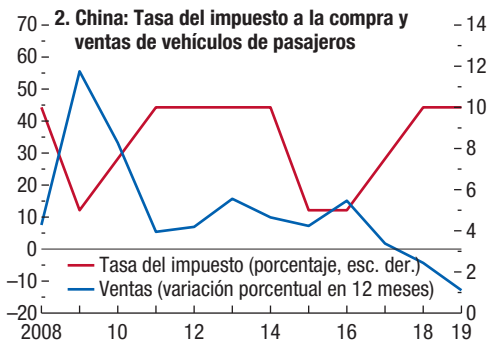
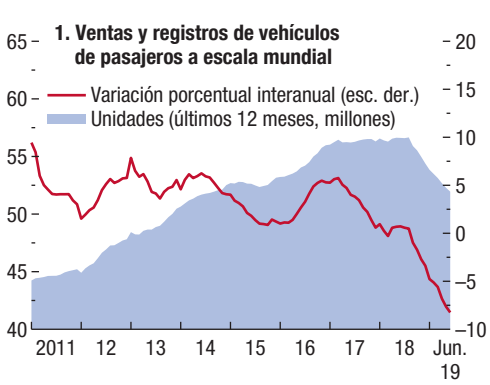
Gráfico 1.1.3. Producción mundial de vehículos



Fuentes: Organización Internacional de Fabricantes de Automotores; oficinas nacionales de estadística; base de datos de insumo-producto, y cálculos del personal técnico del FMI.

modelos que requería la certificación originó cuellos de botella en los organismos de pruebas y varios fabricantes de automóviles debieron ajustar los programas de producción para evitar la acumulación no deseada de inventarios. Otros acontecimientos que afectaron la actividad incluyeron el descenso de la demanda de

Gráfico 1.1.4. Ventas y uso de vehículos de pasajeros a escala mundial



Fuentes: Economist Intelligence Unit; Haver Analytics; Organización Internacional de Fabricantes de Automotores, y cálculos del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>La línea punteada indica la tendencia logarítmica.



**Recuadro 1.1 (continuación)**

los mercados emergentes (sobre todo de Turquía) y del Reino Unido y la aceleración del reemplazo de vehículos diésel por aquellos que utilizan gasolina y otros combustibles alternativos.

- En 2018 se mantuvo la demanda de automóviles en Estados Unidos a pesar de condiciones financieras más restrictivas (y aranceles más altos sobre el acero y el aluminio). Si bien las mayores tasas de interés sobre el financiamiento de automóviles durante 2017 y 2018 y las normas más estrictas para los préstamos afectaron la demanda, las disposiciones en cuanto a la depreciación de los vehículos contenidas en la ley de recorte de impuestos y promoción del empleo (Tax Cuts and Jobs Act) resultaron ser favorables. Además, a pesar de que el incremento en los aranceles sobre el acero y el aluminio originó un aumento estimado de USD 240 en el costo de producción de un automóvil promedio en Estados Unidos en 2018 (Schultz *et al.*, 2019), no queda claro qué porcentaje se traspasó a los consumidores finales.

Las perspectivas para la industria se mantienen conservadoras. Algunos analistas (como IHS Markit) prevén una contracción de 4% en la producción de vehículos livianos en 2019 y un crecimiento uniforme en 2020 (0,1%). En China, es probable que el aumento de los aranceles sobre las importaciones de vehículos livianos de Estados Unidos (previsto para diciembre de 2019), una creciente saturación del mercado (gráfico 1.1.4, panel 3), una flota de vehículos nuevos y

subsidios más bajos para las compras de vehículos eléctricos continúen frenando la demanda, mientras que la implementación de una nueva norma de emisiones a mediados de 2019 también podría perjudicar la producción. Las perspectivas para Europa se ven afectadas por la caída en la demanda de vehículos diésel, la incertidumbre permanente relacionada con el brexit y las pruebas de emisiones previstas para fines de 2019. En otras partes, las condiciones financieras más flexibles deberían ser favorables, en especial en Estados Unidos y los mercados emergentes importantes, pero el debate actual con respecto a los aranceles de la Sección 232 sobre las importaciones estadounidenses provenientes de la Unión Europea y Japón podrían afectar la actividad en el corto plazo.

Principalmente, en el mediano plazo se prevé que los esfuerzos por reducir las emisiones de carbono definan las perspectivas. En el mediano plazo, se espera un aumento significativo en la inversión en la producción de vehículos eléctricos y de aquellos que utilizan otros combustibles alternativos, en especial en Europa. Sin embargo, las cadenas de suministro de los vehículos eléctricos son significativamente más pequeñas que las correspondientes a los vehículos a gasolina. Además, los precios básicos se mantienen más altos que para los automóviles a gasolina, lo cual podría limitar la captación de demanda. En consecuencia, los fabricantes de automóviles enfrentan retos que exigen modificaciones a los modelos de negocio más allá de las impulsadas por la reconfiguración tecnológica.

### Recuadro 1.2. La disminución de la inversión extranjera directa mundial en 2018

Las entradas y salidas de flujos financieros de economías avanzadas han disminuido considerablemente desde la crisis financiera mundial (gráfico 1.2.1). En particular, se observa un debilitamiento de los flujos de cartera de deuda debido a una combinación de factores: las grandes compras de activos de deuda pública realizadas por los bancos centrales, la creciente fragmentación en los mercados de deuda de la zona del euro y la gran disminución en las reservas acumuladas de economías de mercados emergentes y en desarrollo. También han disminuido fuertemente otros flujos de inversión pues los bancos internacionales redujeron el tamaño de sus balances tras la espectacular expansión que tuvieron sus actividades en otros países durante el auge previo a la crisis. Sin embargo, hasta fines de 2017, los flujos de inversión extranjera directa (IED) habían venido aumentando levemente en relación con el período previo a la crisis, con un promedio superior al 3% del PIB anual (más de USD 1,8 billones).

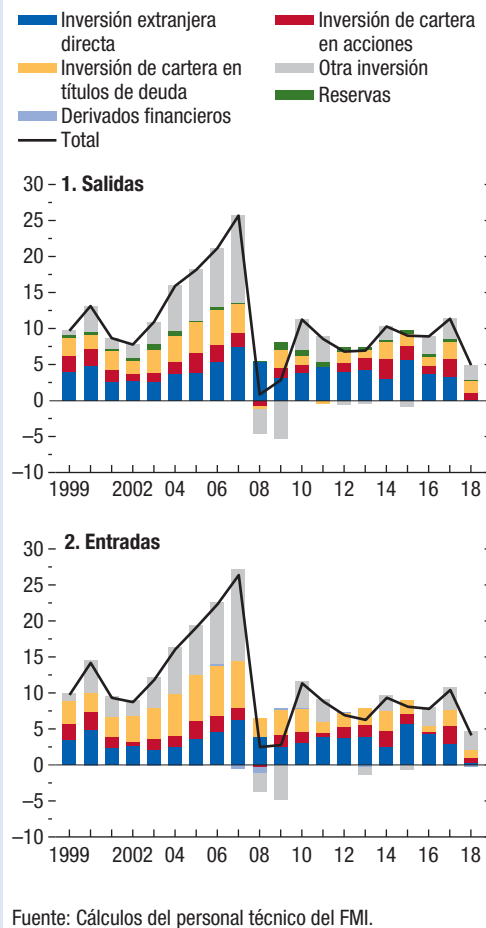
Los datos correspondientes a 2018 muestran un panorama diferente: La IED en el exterior de las economías avanzadas, así como la IED recibida por esas mismas economías, quedó prácticamente paralizada. Este recuadro analiza los factores que incidieron en esta gran disminución así como las consecuencias que esto tiene para las economías de mercados emergentes y en desarrollo. ¿Es acaso esta caída de la IED sinónimo de mayor fragmentación? Este recuadro afirma que no es así y que la mayor parte de la disminución de la IED obedece, en esencia, a transacciones puramente financieras de grandes empresas multinacionales, incluso en respuesta a los cambios en la legislación tributaria de Estados Unidos.

Más concretamente, una política importante que repercutió en la IED en 2018 fue la ley de reforma tributaria de 2017 de Estados Unidos (Ley de Recortes de Impuestos y Empleos), la cual a grandes rasgos eliminó impuestos sobre las ganancias repatriadas por multinacionales estadounidenses<sup>1</sup>. En respuesta, las multinacionales de ese país repatriaron las ganancias acumuladas de ejercicios anteriores de sus afiliadas en el extranjero. Durante el período 2011–17, estas multinacionales

El autor de este recuadro es Gian Maria Milesi-Ferretti.

<sup>1</sup>Las ganancias de afiliadas extranjeras pueden repatriarse a la empresa matriz a través de dividendos o reinvertirse en la afiliada extranjera. Ambos tipos de ganancias se reflejan como ingreso primario en la cuenta corriente y las ganancias reinvertidas se computan como nueva inversión extranjera directa en el extranjero (una salida financiera). Conforme al sistema tributario anterior, las empresas estadounidenses normalmente retenían la mayor parte de las ganancias en el extranjero.

**Gráfico 1.2.1. Economías avanzadas: Flujos financieros (porcentaje del PIB)**



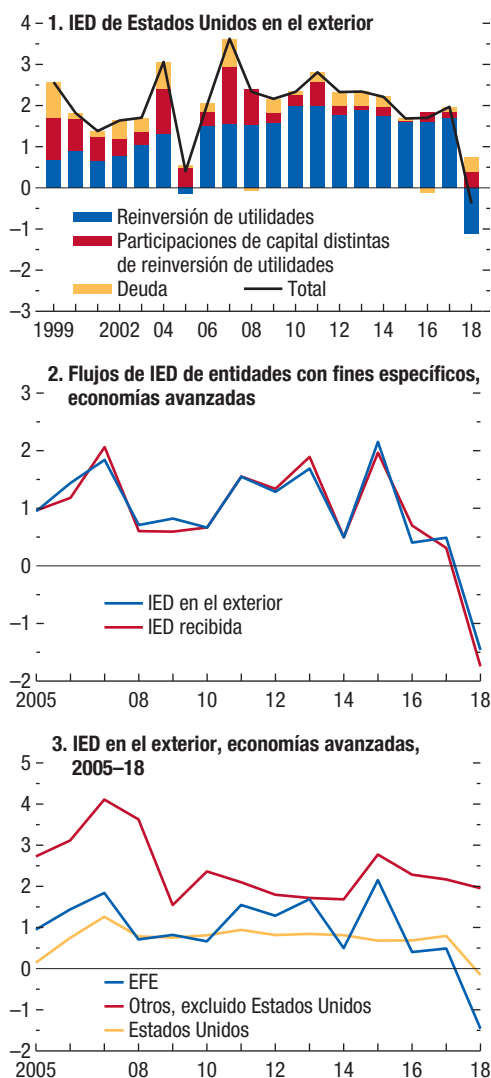
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

reinvertieron ganancias por un valor promedio de alrededor de USD 300.000 millones por año en afiliadas en el extranjero mediante la IED (aproximadamente las dos terceras partes de sus ganancias totales en el extranjero), pero en 2018 repatriaron USD 230.000 millones. En otras palabras, la cifra de dividendos pagados por las afiliadas en el extranjero a sus empresas matrices superó las ganancias de aquellas en USD 230.000 millones (gráfico 1.2.2, panel 1, barras azules). Esta cifra repatriada superó la nueva IED en el extranjero y, por ende, la IED total de empresas estadounidenses en el extranjero fue negativa en 2018 (gráfico 1.2.2, panel 1, línea negra).

¿De dónde provenían las ganancias repatriadas? Según el análisis que se presenta en Setser (2019) y la documentación de la Oficina de Análisis Económico de Estados

## Recuadro 1.2 (continuación)

**Gráfico 1.2.2. Flujos de inversión extranjera directa**  
(porcentaje del PIB)



Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: IED = inversión extranjera directa; EFE = entidades con fines específicos.

Unidos, procedían fundamentalmente de unos pocos centros financieros; de hecho, los dividendos remitidos desde Bermudas, Países Bajos e Irlanda totalizaron alrededor de USD 500.000 millones, casi tres veces más que la renta informada por las afiliadas de empresas estadounidenses en dichas jurisdicciones. La evidencia también sugiere que los activos repatriados se invirtieron principalmente desde el exterior en instrumentos financieros estadounidenses (Smolyanski, Suarez y Tabova, 2019). Así, la repatriación de ganancias reduciría la IED en el extranjero y, con ello, las acreencias de no residentes en la economía estadounidense (por ejemplo, en la forma de inversión de cartera de deuda), ya que las afiliadas de multinacionales estadounidenses en el extranjero son residentes del país en el que están constituidas.

Pero la caída de la IED de Estados Unidos en el extranjero, por sí sola, es responsable solo de una parte de la reducción de USD 1,5 billones observada en la IED de economías avanzadas en el extranjero entre 2017 y 2018. La otra parte corresponde principalmente a la zona del euro, en particular Luxemburgo y Países Bajos, donde la IED en el extranjero cayó de USD 340.000 millones en 2017 a USD -730.000 millones en 2018. En estos países, la mayor parte de la IED refleja operaciones financieras de entidades con fines específicos. Estas afiliadas de multinacionales son entidades vehículo con poca o nula generación de empleo o valor agregado, cuyos balances incluyen fundamentalmente activos y pasivos transfronterizos. Estos vehículos se constituyen para: 1) acceder a mercados de capital o servicios financieros sofisticados; 2) aislar a los propietarios del riesgo financiero; 3) reducir la carga regulatoria y la carga tributaria, o 4) resguardar la confidencialidad de sus operaciones y sus propietarios<sup>2</sup>.

Las estadísticas publicadas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos sugieren que la IED realizada en el extranjero por entidades con fines específicos de las economías avanzadas —la mayoría con domicilio en Luxemburgo y Países Bajos— descendió de USD 240.000 millones en 2017 a USD -740.000 millones en 2018 y, por ende, representa más del 90% de la disminución de los flujos de IED. El panel 2 del gráfico 1.2.2 ilustra el patrón de la inversión de entidades con fines específicos en economías avanzadas desde 2005, donde se resalta la gran caída experimentada en 2018 y la simetría entre el comportamiento de los activos

<sup>2</sup>Véase FMI (2018), donde se presenta un análisis de la naturaleza de las entidades con fines específicos y la contabilización de sus actividades en la balanza de pagos.

**Recuadro 1.2 (continuación)**

y los pasivos<sup>3</sup>. La disminución de las posiciones de entidades con fines específicos en IED es también el principal factor que explica la fuerte reducción de la IED hacia economías avanzadas que se observa en el panel 2 del gráfico 1.2.1. En el panel 3 del gráfico 1.2.2 se destaca la influencia de Estados Unidos y de entidades con fines específicos en la disminución de la IED de economías avanzadas en el extranjero.

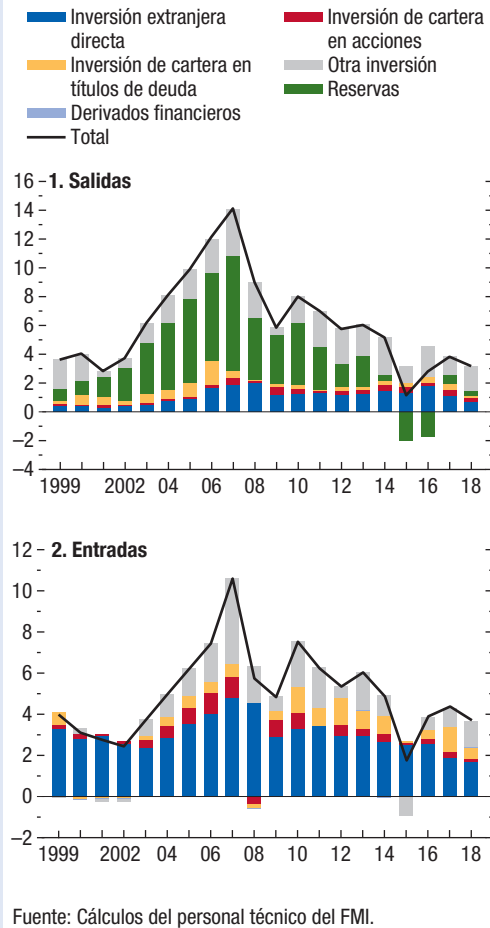
Como se observa en DNB (2019) y BCL (2019), estas operaciones son, en su gran mayoría, transacciones de multinacionales con sede en Estados Unidos que buscan simplificar la estructura internacional del grupo liquidando holdings intermedios, también en relación con la reforma tributaria de Estados Unidos de 2017. Del mismo modo, el SNB (2019) observa que la reforma tributaria de Estados Unidos llevó a los holdings y empresas financieras con control extranjero domiciliados en Suiza a reducir sus balances. En el pasivo, la IED recibida fue negativa: las sociedades matrices no residentes retiraron capital propio de las empresas en Suiza. También es posible que hayan incidido otros factores, entre ellos las iniciativas de reforma tributaria más amplia en curso, como la iniciativa sobre Erosión de la Base Imponible y el Traslado de Beneficios y las Directivas 1 y 2 de la Unión Europea para prevenir la elusión fiscal.

El gráfico 1.2.3 ilustra el patrón de los flujos de capital hacia y desde las economías más grandes de mercados emergentes. La afluencia de capitales en 2018 fue más débil que en 2017, pero las entradas de IED disminuyeron solo ligeramente en relación con el PIB, y esta disminución obedece por completo a otra gran reducción de las posiciones de IED por parte de entidades con fines específicos en Hungría. Asimismo, se observa una ligera caída de las salidas de capitales financieros en 2018, incluida la IED. También en este caso el componente más importante de la disminución es la reducción en la IED por parte de entidades con fines específicos en Hungría, además de cierta reducción de la IED en el extranjero por parte de China, el inversor extranjero más importante entre las economías de mercados emergentes. En cifras netas, las economías de mercados emergentes siguen siendo destinos de IED, pero sus pasivos de IED superan a los activos.

Resumiendo, la fuerte disminución de los flujos de IED en el mundo en 2018 parece obedecer casi por completo

<sup>3</sup>No todos los países informan las transacciones de IED y las tenencias de entidades con fines específicos por separado; por ello, las estimaciones en el gráfico en cierta medida subestiman su función.

**Gráfico 1.2.3. Mercados emergentes: Flujos financieros (porcentaje del PIB)**



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

a las operaciones financieras de multinacionales, sin un impacto agregado significativo en las economías de mercados emergentes. Lo observado también pone de manifiesto que las transacciones y posiciones de IED registradas en las balanzas de pago a menudo no están relacionadas con inversiones nuevas o fusiones y adquisiciones, sino que obedecen a estrategias de optimización regulatoria y tributaria de grandes multinacionales (véase, por ejemplo, Lane y Milesi-Ferretti, 2018, y Damgaard y Elkjaer, 2017). Las iniciativas en curso que procuran mejorar la recopilación de datos sobre la actividad de las entidades con fines específicos deberían contribuir a clarificar la naturaleza de los flujos y las posiciones de IED.

### Recuadro 1.3. Pronóstico del crecimiento mundial: Supuestos sobre políticas, condiciones financieras y precios de las materias primas

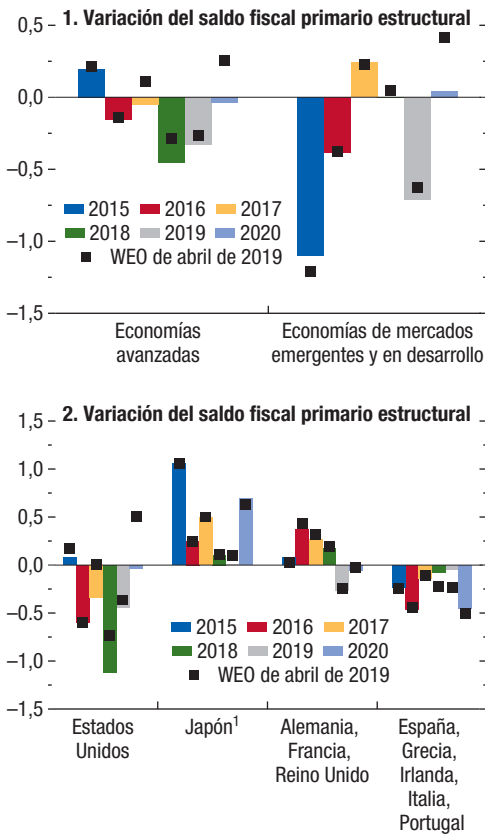
El pronóstico mundial se basa en los siguientes supuestos fundamentales sobre políticas, condiciones financieras y precios de las materias primas:

- Aranceles:** Los aranceles impuestos y anunciados por Estados Unidos a partir de agosto de 2019 y las represalias de sus socios comerciales se incorporaron al pronóstico de referencia. En cuanto a las medidas de Estados Unidos, además de los aranceles sobre paneles solares, lavadoras, aluminio y acero anunciados en la primera mitad de 2018, se incluye un arancel de 25% sobre importaciones chinas con un valor de USD 50.000 millones (julio y agosto de 2018), que sube a 30% en octubre de 2019; aranceles sobre otros USD 200.000 millones en importaciones provenientes de China (septiembre de 2018, de 10% hasta mayo de 2019, de 25% entre mayo y septiembre de 2019, y de 30% en lo sucesivo); y el anuncio de agosto de 2019 de un nuevo arancel de 10% sobre los USD 325.000 millones restantes de importaciones de China (que se aumenta a 15% para un subconjunto de la lista a partir de septiembre de 2019, y para el resto, a partir de diciembre de 2019). La represalia de China impuso un arancel de 25% sobre USD 50.000 millones en importaciones provenientes de Estados Unidos (julio y agosto de 2018); aranceles de entre 5% y 10% sobre USD 60.000 millones en importaciones de ese país (septiembre de 2018), y aranceles adicionales de entre 5% y 10% sobre USD 75.000 millones en importaciones de Estados Unidos (en vigencia a partir de septiembre y diciembre de 2019). Tras los anuncios de mayo y agosto de 2019, el arancel promedio de Estados Unidos sobre las importaciones chinas se incrementará a poco más de 24% a partir de diciembre de 2019 (comparado con alrededor de 12¼% previsto en el informe WEO de abril de 2019), mientras que el arancel chino promedio sobre las importaciones de Estados Unidos aumentará a alrededor de 26% (comparado con alrededor de 16½% previsto en el informe WEO de abril de 2019).
- Política fiscal:** En 2019, se proyecta una política fiscal expansiva tanto en las economías avanzadas (Alemania, Canadá, Corea, España, Estados Unidos, Hong Kong SAR) como en las de mercados emergentes (China, Turquía). Se supone que la política fiscal será neutral en todas las economías avanzadas en 2020 —y no contractiva, como se proyectaba en el informe WEO de abril de 2019—, dado que el repliegue del estímulo fiscal de Estados Unidos será compensado con creces por los aumentos del gasto en un nuevo presupuesto. Se espera una política fiscal contractiva en las economías de mercados emergentes, dado que se supone que el estímulo en China se replegará en cierta medida (gráfico 1.3.1).
- Política monetaria:** En comparación con el informe WEO de abril de 2019, se supone que la política monetaria de los principales bancos centrales será más acomodaticia en el horizonte de proyección. Se espera que la tasa de interés de los fondos federales de Estados Unidos se ubique entre 1,75% y 2% hasta 2023 y alcance entre 2% y 2,25% en 2024. Se supone que las tasas de interés de política monetaria permanecerán por debajo de cero en la zona del euro y Japón hasta 2024 inclusive.
- Precios de las materias primas:** Sobre la base de los contratos de futuros de petróleo, se proyecta un precio promedio del petróleo de USD 61,8 en 2019, que se reduciría a USD 57,9 en 2020 (proyecciones que en el informe WEO de abril de 2019 eran de USD 59,16 y USD 59,02, respectivamente). Se prevé que los precios del petróleo disminuyan a alrededor de USD 55 el barril hacia 2023 (por debajo del pronóstico del informe WEO de abril de 2019), en vista de la moderación de las perspectivas de la demanda a mediano plazo (gráfico 1.3.2). Según las proyecciones, los precios de los metales registrarán un aumento interanual de 4,3% en 2019 y una reducción de 6,2% en 2020 (en comparación con una reducción de 6% y otra de 0,8% proyectadas en el informe WEO de abril de 2019). Las proyecciones de los precios de la mayoría de las principales materias primas agrícolas se revisaron a la baja para 2019. Se prevé que los precios de los alimentos bajen un 3,4% interanual en 2019 antes de incrementarse un 2,8% en 2020 (frente a la reducción de 2,6% y el aumento de 1,7% proyectados en el informe WEO de abril de 2019).



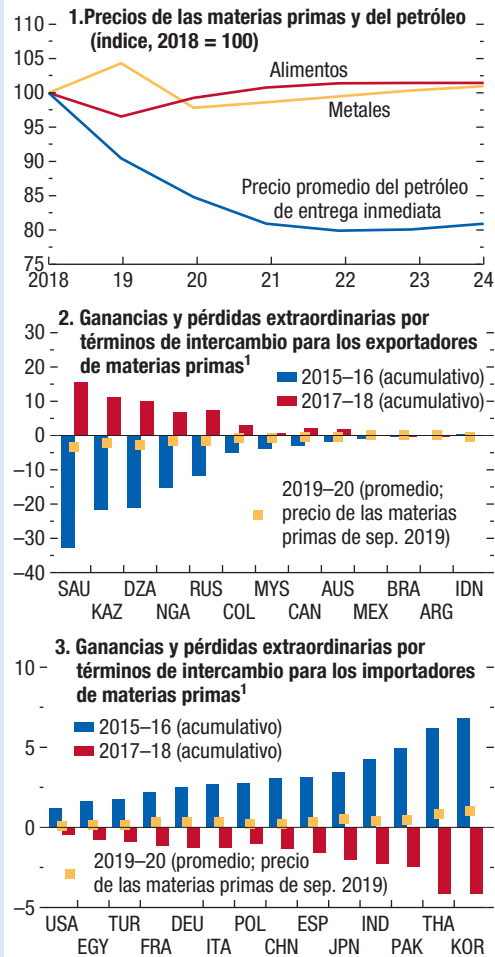
Recuadro 1.3 (continuación)

**Gráfico 1.3.1. Supuestos del pronóstico: Indicadores fiscales**  
(porcentaje del PIB)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota: WEO = *Perspectivas de la economía mundial*.  
<sup>1</sup>Los datos más recientes sobre Japón reflejan las revisiones metodológicas exhaustivas adoptadas en diciembre de 2016.

**Gráfico 1.3.2. Supuestos sobre precios de las materias primas y ganancias y pérdidas extraordinarias por términos de intercambio**  
(porcentaje del PBI, salvo indicación en contrario)



Fuentes: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios, y estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).  
<sup>1</sup>Las ganancias (pérdidas) de 2019–20 son promedios simples de las ganancias (pérdidas) incrementales anuales de 2019 y 2020. La variación extraordinaria es una estimación de la variación del ingreso disponible debida a las variaciones del precio de las materias primas. La ganancia extraordinaria en el año  $t$  de un país que exporta  $x$  dólares de EE.UU. en concepto de la materia prima  $A$  e importa  $m$  dólares de EE.UU. de la materia prima  $B$  en el año  $t-1$  se define como  $(\Delta p_t^A x_{t-1} - \Delta p_t^B m_{t-1}) / Y_{t-1}$ , donde  $\Delta p_t^A$  y  $\Delta p_t^B$  son las variaciones porcentuales de los precios de  $A$  y  $B$  entre el año  $t-1$  y el año  $t$ , e  $Y$  es el PIB en el año  $t-1$  en dólares de EE.UU. Véase también Gruss (2014).

### Recuadro 1.4. La “teoría de arrastre” del ciclo económico

De acuerdo con la teoría convencional del ciclo económico, la economía fluctúa simétricamente en torno a un determinado nivel de producto potencial. Según esa visión, las estimaciones del producto potencial suelen obtenerse adecuando una tendencia suave al producto y eliminando las fluctuaciones del ciclo económico. Esas técnicas implican que algunas economías avanzadas operen actualmente cerca o por encima de su potencial, y por lo tanto enfrenten riesgos de inflación. No obstante, la inflación ha sido notablemente moderada en los últimos años, lo que plantea dudas sobre el estado del ciclo económico y sugiere que el producto potencial podría ser mayor de lo que se estima en la actualidad.

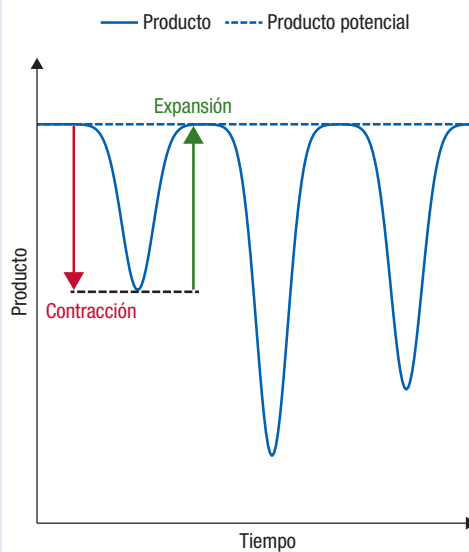
El comportamiento aletargado de la inflación ha renovado el interés en interpretaciones alternativas del ciclo económico. Una hipótesis prominente es que las fluctuaciones económicas pueden comportarse según la “teoría de arrastre” (*plucking theory*), propuesta originalmente por Friedman (1964, 1993). De acuerdo con esa teoría, la economía padece contracciones ocasionales que reducen el nivel de producto por debajo de su potencial, como se ilustra en el gráfico 1.4.1. En palabras de Friedman, “se considera que el producto se mueve junto al tope del máximo producto factible, excepto que de vez en cuando una contracción cíclica lo arrastra de forma descendente”.

Dupraz, Nakamura y Steinsson (2019) demuestran que puede haber una dinámica del ciclo económico congruente con la teoría de arrastre cuando los salarios son rígidos a la baja pero pueden ajustarse libremente al alza. En ese caso, los shocks negativos arrastran la economía por debajo de su potencial, mientras que los shocks positivos se absorben por medio de aumentos de precios. Así, el producto potencial debería estimarse no suavizando las fluctuaciones económicas, sino interpolando los niveles máximos históricos del ciclo económico. Por lo tanto, las técnicas de estimación actuales pueden subestimar considerablemente el producto potencial y generar alertas tempranas sobre el riesgo de recalentamiento.

Las estimaciones convencionales del producto potencial pueden ser demasiado conservadoras incluso si los salarios son rígidos también al alza, siempre y cuando haya rigideces nominales a la baja más severas. A partir de esta idea, Abbritti y Fahr (2013) proporcionan un modelo en el que las rigideces salariales asimétricas generan contracciones económicas por debajo del potencial más severas que las expansiones económicas que lo superan. En Aiyar y Voigts (2019) se señala que, en promedio, eso da lugar a brechas negativas del producto, y que, cuando se aplican técnicas convencionales de filtrado a los datos generados mediante modelos, se

El autor de este recuadro es Damiano Sandri.

**Gráfico 1.4.1. Una ilustración de la teoría de arrastre (*plucking theory*)**



Fuente: Personal técnico del FMI.

subestima el producto potencial por medio de la generación de brechas del producto centradas en cero.

A fin de verificar la validez de la teoría de arrastre, el ciclo económico puede analizarse en busca de asimetrías determinadas. Como puede observarse en el gráfico 1.4.1, si existen contracciones ocasionales que arrastran transitoriamente el producto, la severidad de una desaceleración económica debería predecir la fortaleza de la expansión económica subsiguiente. En cambio, la amplitud de las expansiones económicas no debería influir en la profundidad de las contracciones subsiguientes.

Dupraz, Nakamura y Steinsson (2019) llevan a cabo una prueba similar observando el comportamiento de la tasa de desempleo en Estados Unidos<sup>1</sup>. En concordancia con la teoría de arrastre, este estudio concluye que los aumentos de la tasa de desempleo durante las recesiones económicas tienden a provocar reducciones de una magnitud similar (gráfico 1.4.2, panel 1). Sin embargo, las reducciones del desempleo durante las expansiones económicas no tienen correlación con los aumentos subsiguientes en el indicador (gráfico 1.4.2, panel 2).

<sup>1</sup>El método requiere identificar niveles máximos y mínimos en tasas de desempleo mensuales desestacionalizadas. Un punto de la serie del desempleo,  $\psi$ , califica como un punto mínimo si satisface el siguiente criterio. Se toma el primer mes en el que la tasa de desempleo aumenta 1,5% por encima de  $\psi$ . Si hasta ese mes la tasa de desempleo nunca desciende por debajo de  $\psi$ , entonces  $\psi$  es un nivel mínimo de desempleo. Se utiliza el procedimiento simétrico para identificar los niveles máximos de desempleo.

**Recuadro 1.4 (continuación)**

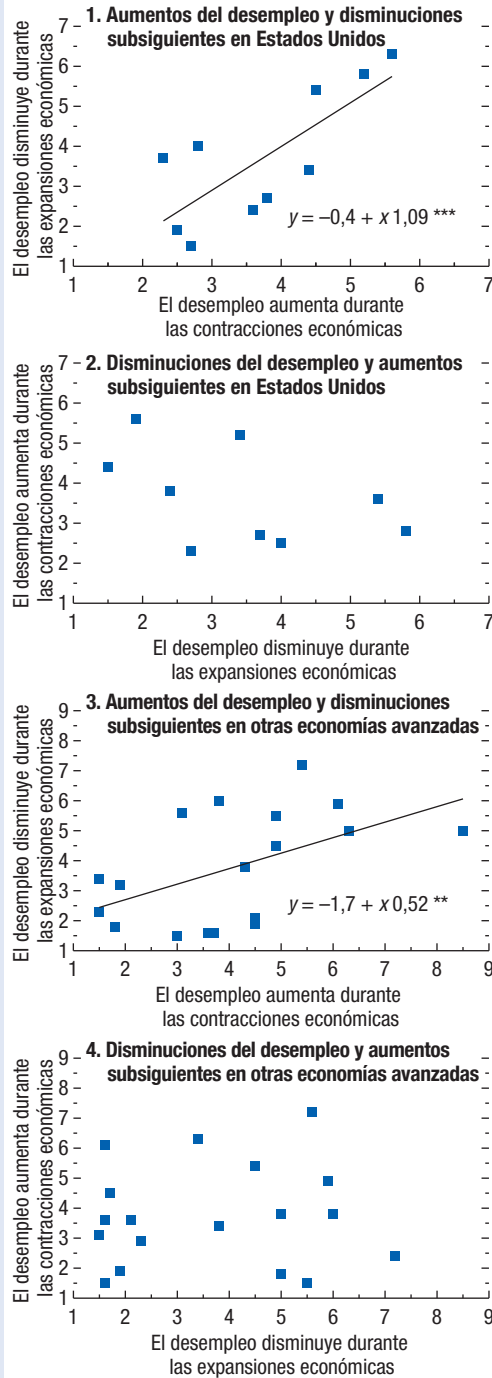
¿Cuánto se ajusta la teoría de arrastre a los datos de otras economías? La dinámica del desempleo de otras economías avanzadas del Grupo de los Veinte revela un comportamiento semejante. El panel 3 del gráfico 1.4.2 muestra los datos agrupados<sup>2</sup>. Allí se constata que los aumentos en el desempleo durante las contracciones económicas provocan reducciones proporcionales en el desempleo durante las recuperaciones subsiguientes. Sin embargo, la relación es marginalmente más débil que en Estados Unidos, y el coeficiente de regresión, igual a 0,52, indica que los aumentos en la tasa de desempleo se revierten solo parcialmente durante las expansiones económicas subsiguientes, lo que refleja un incremento tendencial del desempleo estructural. De forma coherente con la teoría de arrastre, no hay una relación significativa entre las reducciones en el desempleo y los aumentos subsiguientes (gráfico 1.4.2, panel 4).

En resumen, la dinámica del desempleo en las principales economías avanzadas muestra patrones que parecen coincidir con teorías que generan fluctuaciones asimétricas en los ciclos económicos; los incrementos en el desempleo se revierten al menos en cierta medida, mientras que las reducciones en el desempleo, no. Vale la pena continuar investigando la solidez de esas dinámicas asimétricas y los mecanismos que las subyacen.

Las implicaciones de la teoría de arrastre para la política macroeconómica no son triviales. Por ejemplo, el descubrimiento de que las técnicas convencionales de filtrado subestiman el producto potencial podría utilizarse para argumentar que los países tienen una posición fiscal ajustada desde el punto de vista estructural, que es más sólida de lo que suele calcularse (y una menor necesidad de consolidación fiscal). Sin embargo, la teoría de arrastre también implica que las economías operan, en promedio, por debajo del potencial. Por lo tanto, una evaluación adecuada de la sostenibilidad fiscal no debería basarse en una medida del producto potencial congruente con la teoría de arrastre, sino en la trayectoria inferior del producto esperado. En cuanto a la política monetaria, la teoría de arrastre implica una curva de Philips no lineal, con precios que demoran en bajar durante una desaceleración a causa de rigideces nominales a la baja. Por lo tanto, puede ser conveniente que la política monetaria se fundamente más en indicadores de capacidad económica ociosa para calibrar el nivel apropiado de estímulo y que se quiten las posturas laxas solo cuando las presiones inflacionarias se materializan con claridad.

<sup>2</sup>Se agrupan los datos de las demás economías avanzadas porque muestran menos observaciones para el análisis que en el caso de Estados Unidos. Esto obedece a dos razones: en primer lugar, la serie de la tasa de desempleo en Estados Unidos comienza a fines de la década de 1940, mientras que los demás países tienen datos a partir de la década de 1970. En segundo lugar, la tasa de desempleo de Estados Unidos tiene fluctuaciones mucho más frecuentes, mientras que en los otros países se mueve con mayor lentitud.

**Gráfico 1.4.2. Dinámica del desempleo en las economías avanzadas**  
(puntos porcentuales)



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

Nota: \*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ .

## Sección especial: Evolución y proyecciones de los mercados de materias primas

*Los precios de la energía, especialmente el carbón y el gas natural, han tenido un descenso generalizado desde la publicación del informe WEO de abril de 2019. Tras un repunte temporal en abril, liderado por el ímpetu positivo del mercado y los recortes en la oferta, los precios del petróleo se han reducido como consecuencia del aumento histórico de la producción de Estados Unidos y el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento económico, sobre todo en los mercados emergentes. En respuesta a la caída de los precios del petróleo, los exportadores de petróleo (incluida Rusia) miembros y no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) acordaron prorrogar los recortes en la producción hasta marzo de 2020. Si bien las inquietudes sobre la oferta provocaron que los precios del mineral de hierro y el níquel repuntaran, los precios de la mayor parte de los metales básicos disminuyeron como consecuencia de que persistieron las tensiones comerciales y los temores a una desaceleración de la economía mundial. Los precios agrícolas disminuyeron ligeramente, ya que el aumento en los precios de la carne, provocado por varios brotes de enfermedades, se vio más que compensado por la caída del precio de otros alimentos. Esta sección especial incluye un análisis detallado de los metales preciosos.*

El índice de precios de productos primarios del FMI disminuyó un 5,5% entre febrero de 2019 y agosto de 2019, los períodos de referencia del informe WEO de abril de 2019 y el informe actual, respectivamente (gráfico 1.SE.1, panel 1). Los precios de la energía, que cayeron un 13,1%, impulsaron este descenso; los precios de los alimentos bajaron un 1,2% y los precios de los metales básicos disminuyeron un 0,9%, impulsados por la persistencia de tensiones comerciales y de temores a una desaceleración de la economía mundial, que solo se vieron parcialmente compensados por el repunte de precios provocado por la oferta en los mercados de mineral de hierro y níquel. Los precios del petróleo repuntaron de forma pronunciada a comienzos de año, superando los USD 71 el barril en abril<sup>1</sup>, impulsados por el ímpetu positivo en los mercados financieros, los recortes en la oferta y la

Los autores de esta sección especial son Christian Bogmans, Lama Kiyasseh, Akito Matsumoto, Andrea Pescatori (director de equipo) y Julia Xueliang Wan, y contaron con la asistencia de Lama Kiyasseh, Claire Mengyi Li y Julia Xueliang Wang en la investigación.

<sup>1</sup>En este documento el precio del petróleo se refiere al precio medio de entrega inmediata del petróleo calculado por el FMI, que se basa en las variedades Brent del Reino Unido, Dubai y West Texas Intermediate, con idéntica ponderación, salvo indicación en contrario.

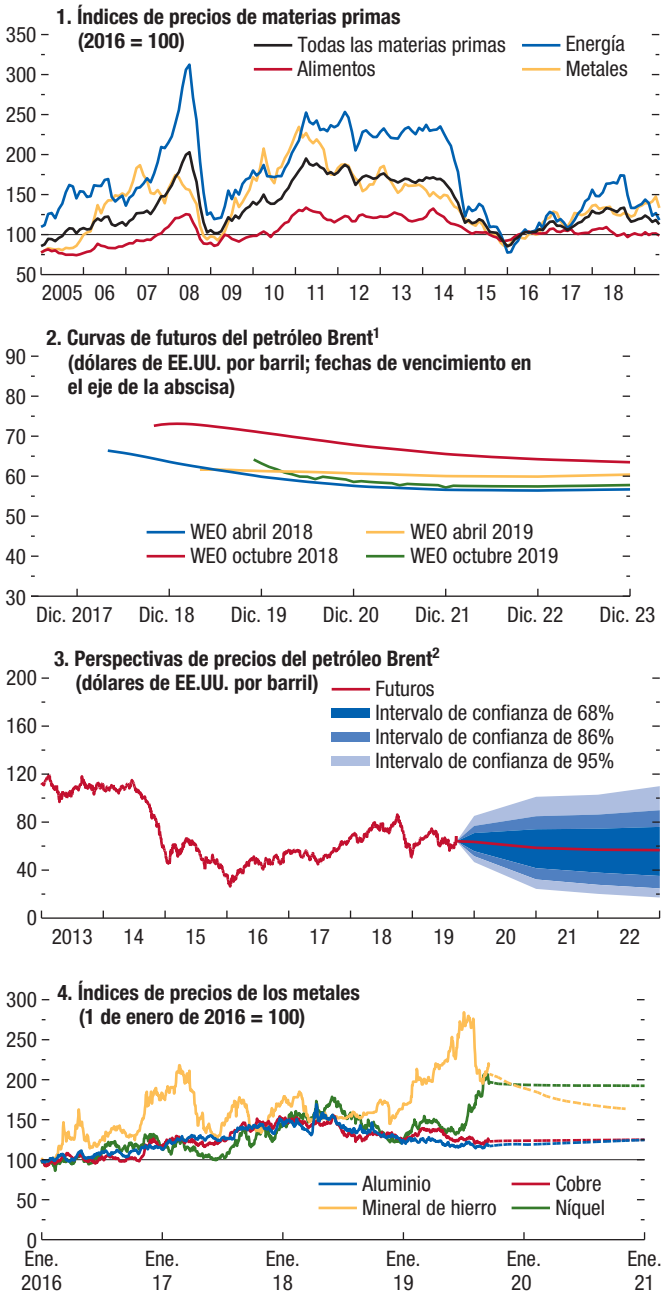
disminución de las reservas de crudo estadounidenses. Desde entonces, sin embargo, los precios del petróleo se han reducido sustancialmente debido al aumento histórico de la producción de Estados Unidos y al moderado crecimiento económico mundial (sobre todo en los mercados emergentes). En julio, en respuesta a la caída de los precios, los exportadores de petróleo miembros y no miembros de la OPEP (incluida Rusia) acordaron prorrogar los recortes en la producción de diciembre de 2018 hasta finales del primer trimestre de 2020. Los precios del carbón y el gas natural disminuyeron en un contexto de reducción de la actividad industrial y de la producción de electricidad en todas las regiones.

### Los precios del petróleo se mueven en un estrecho margen, en un contexto de descenso de los precios de la energía y de aumento de la incertidumbre

Los precios del petróleo se han mantenido relativamente estables, comercializándose este año dentro de un estrecho margen, pese al aumento de la incertidumbre geopolítica. En abril, superaron los USD 71, su máximo de 2019, y cayeron a su mínimo reciente de USD 55 en agosto, antes de repuntar de nuevo por encima de los USD 60 en septiembre. Inicialmente, los precios fueron impulsados al alza por la recuperación de las condiciones financieras así como por las interrupciones eléctricas en Venezuela y las tensiones de Estados Unidos con Irán. Pero a finales de la primavera, el debilitamiento de la economía mundial suscitó preocupaciones sobre la fortaleza de la demanda mundial de petróleo, que se vieron amplificadas por la acumulación de reservas de crudo estadounidenses.

Sin embargo, las interrupciones en la oferta y las tensiones geopolíticas ocultaron la escasa demanda de petróleo y sostuvieron los precios de forma temporal. Venezuela sufrió una pérdida de producción tras un corte de energía en marzo, y los exportadores de petróleo rusos se vieron paralizados parcialmente en mayo debido a la contaminación de los oleoductos. Aunque estas interrupciones fueron temporarias, contribuyeron a estabilizar el mercado, lo que resultó en una disminución de las existencias de Estados Unidos a principios de la primavera. Además, en mayo, Estados Unidos no prorrogó las exenciones que había emitido con anterioridad a ocho grandes importadores de crudo iraní. Por otra parte, las tensiones geopolíticas en Oriente Medio aumentaron debido a varios ataques a

### Gráfico 1.SE.1. Evolución de los mercados de materias primas



Fuentes: Bloomberg Finance L.P.; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; Thomson Reuters Datastream, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: WEO = *Perspectivas de la economía mundial*.

<sup>1</sup>Los precios de futuros del informe WEO son supuestos de base para cada informe WEO y se derivan de los precios de futuros. Los precios del informe WEO de octubre de 2019 se basan en los precios de cierre del 17 de septiembre de 2019.

<sup>2</sup>Derivado de los precios de opciones de futuros al 17 de septiembre de 2019.

infraestructuras petrolíferas y petroleros sauditas cerca del Estrecho de Ormuz; dado que aproximadamente el 20% del comercio mundial de crudo atraviesa el Estrecho, el temor a un conflicto en la zona empuja al alza la demanda preventiva de petróleo y los gastos de seguro. El 14 de septiembre, un ataque a dos importantes instalaciones petrolíferas en Arabia Saudita impidió la producción de 5,7 millones de barriles diarios durante unos pocos días (es decir, en torno a la mitad de la producción total de Arabia Saudita o el 5% de la producción mundial de petróleo), lo que inicialmente aumentó el temor a perturbaciones en el mercado físico de crudo y a una nueva escalada de las tensiones. Los exportadores de petróleo miembros y no miembros de la OPEP (incluida Rusia) ofrecieron un nuevo respaldo a los precios cuando, el 1 de julio de 2019, acordaron prorrogar sus recortes en la producción de crudo más allá del período inicial de seis meses, durante nueve meses adicionales hasta marzo de 2020, en 0,8 millones de barriles diarios (mbd) y 0,4 mbd, respectivamente.

Desde el punto de vista de la demanda, el debilitamiento de los fundamentos económicos mundiales ha contribuido a la disminución de los precios. En octubre, el FMI revisó a la baja el pronóstico de crecimiento mundial un 0,3%, hasta el 3,0%, y un 0,2%, hasta el 3,4%, en 2019 y 2020, respectivamente, frente a su pronóstico de abril; esta revisión refleja una desaceleración de la actividad mundial, impulsada en particular por los mercados emergentes y la zona del euro. En consonancia con esta desaceleración, la Agencia Internacional de la Energía revisó a la baja en septiembre su pronóstico de crecimiento de la demanda de petróleo para este año, situándola en 1,1 mbd, frente a la previsión de 1,4 mbd de febrero.

En el mercado de gas natural, los precios de entrega inmediata han caído en meses recientes, en un contexto de incremento de la producción y aumento de los niveles de existencias, debido a la disminución de la demanda mundial de energía. Los precios del carbón han disminuido de forma paralela debido al descenso en la producción de electricidad. Se produjeron nuevas presiones a la baja después de que Estados Unidos abandonara el pasado año una capacidad histórica de centrales eléctricas de carbón. Su sustitución por centrales eléctricas más baratas alimentadas con gas, como parte de una tendencia mundial, ha disminuido el porcentaje de carbón en la producción de electricidad en Estados Unidos. Sin embargo, pese a la descarbonización en curso del sector eléctrico en Estados Unidos y el resto del mundo, las emisiones mundiales de gases de efecto invernadero aumentaron de nuevo en 2018 como consecuencia del fuerte crecimiento mundial (véase el recuadro 1.SE.1).



A finales de septiembre de 2019, los contratos de futuros de crudo indican que los precios del Brent caerán de forma gradual hasta los USD 55 en los próximos cinco años (gráfico 1.SE.1, panel 2). Los supuestos de referencia, también basados en los precios de los futuros, sugieren unos precios promedios anuales de USD 61,8 el barril en 2019 —un descenso del 9,6% respecto del promedio de 2018— y de USD 57,9 el barril en 2020 para los precios promedio del petróleo de entrega inmediata que calcula el FMI. Pese a las perspectivas de debilitamiento de la demanda, los riesgos se inclinan al alza a corto plazo aunque se equilibran a mediano plazo (gráfico 1.SE.1, panel 3). Los riesgos al alza de los precios a corto plazo incluyen los acontecimientos geopolíticos en curso en Oriente Medio, que perturban el suministro de petróleo y contribuyen al aumento de los gastos de seguro y transporte de los cargamentos. Los riesgos a la baja incluyen el aumento de la producción y las exportaciones estadounidenses gracias a la entrada en servicio de nuevos oleoductos en la Cuenca Pérmica, el incumplimiento entre los miembros y no miembros de la OPEP y un período contractivo de la demanda petroquímica. Además, el aumento de las tensiones comerciales y otros riesgos al crecimiento mundial podrían desacelerar la actividad mundial y reducir la demanda de petróleo a mediano plazo.

### Comportamiento mixto de los precios de los metales

Los precios de los metales básicos disminuyeron ligeramente un 0,9% entre febrero de 2019 y agosto de 2019, ya que la persistencia de la incertidumbre sobre la política comercial y los temores a una desaceleración económica mundial, sobre todo en China, solo se vieron parcialmente compensados por el aumento de precios provocado por la oferta del mineral de hierro y del níquel. Los precios de los metales preciosos crecieron, lo que refleja en parte el aumento de las expectativas de distensión monetaria en Estados Unidos y una fuga hacia activos de calidad en un contexto de tensiones comerciales.

Los precios del mineral de hierro aumentaron un 6,7% entre febrero de 2019 y agosto de 2019. Las interrupciones generalizadas —incluidos la ruptura de la presa de Vale en Brasil y el ciclón tropical Verónica en Australia—, junto con una producción de acero histórica en China, empujaron los precios del mineral de hierro a niveles máximos en cinco años durante la primera mitad de 2019. Sin embargo, la normalización de las operaciones interrumpidas previamente y la escalada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China desencadenaron una

marcada corrección en agosto, que compensó parcialmente las ganancias desde comienzos de años. El precio del níquel, un insumo fundamental para el acero inoxidable y las baterías de los vehículos eléctricos, subió un 24,1% entre febrero de 2019 y agosto de 2019 debido a las preocupaciones sobre la oferta, debido a que Indonesia, el mayor productor de níquel del mundo, introdujo una prohibición total a las exportaciones de mineral de níquel en bruto que entrará en vigor en enero de 2020.

Sin embargo, otros metales básicos sufrieron debido al debilitamiento de la economía mundial. Los precios del cobre disminuyeron un 9,4% dada la incertidumbre del comercio mundial, pese a los recientes recortes en la producción en República del Congo, un conflicto laboral en Chuquibambilla (Chile) y el aumento de los costos de extracción en la mina Grasberg en Indonesia. El precio del aluminio cayó un 6,6% debido al exceso de capacidad en China y al debilitamiento de la demanda procedente del mercado automovilístico en ese país. El precio del zinc, que se utiliza principalmente para galvanizar el acero, disminuyó un 16% de febrero de 2019 a agosto de 2019, a medida que se deterioraban las perspectivas de la demanda de acero. El precio del cobalto continuó su tendencia a la baja y disminuyó un 6,1%, lo que refleja el exceso de oferta después de que la producción se incrementara en la República Democrática del Congo.

Se prevé que el índice anual de precios de los metales básicos que elabora el FMI aumente un 4,3% en 2019 (en relación con su promedio en 2018) y disminuya un 6,2% en 2020. Los principales riesgos a la baja para las perspectivas incluyen las prolongadas negociaciones comerciales y una nueva desaceleración de la actividad industrial a escala mundial. Los riesgos al alza son las interrupciones en la oferta y regulaciones ambientales más estrictas en los principales países productores de metales.

### Aumento de los precios de la carne como consecuencia de varios brotes de enfermedades de animales

El índice de precios de alimentos y bebidas del FMI ha disminuido ligeramente, un 1,3%, debido a que la caída de los precios de los cereales, las hortalizas, los aceites vegetales y el azúcar superaron el gran incremento, de un 13,2%, del índice de la carne.

Tras la rápida propagación de la peste porcina africana en China (el principal productor y consumidor mundial de cerdo) y en otras partes de Asia sudoriental, los precios del cerdo se incrementaron significativamente, en un 42,8%. Las noticias sobre brotes de enfermedades y

eliminación de animales han aumentado la incertidumbre sobre el suministro porcino chino en un futuro próximo. El brote también ha provocado la restricción de la oferta y el aumento de los precios en Europa y Estados Unidos a medida que los productores internos aumentaban sus exportaciones a China. A raíz de la crisis, los precios de algunas otras proteínas animales también aumentaron; por ejemplo, la carne vacuna aumentó un 8,3%.

Las precipitaciones históricas en el Medio Oeste de Estados Unidos retrasaron la plantación de maíz y de soja en mayo y junio, lo que introdujo una elevada prima por riesgo climático en los mercados de cereales. Sin embargo, esta prima abandonó después los mercados, entre finales de julio y finales de agosto, debido a que la superficie y el rendimiento del maíz en Estados Unidos superaron las expectativas. La fuerte producción mundial también afectó a los precios del maíz, que en último término disminuyeron un 3,6% entre febrero y agosto. La soja experimentó una pérdida neta de 5,9% debido a que las tensiones comerciales y el brote de fiebre porcina africana en China continuaron deprimiendo la demanda de pienso.

Los precios del cacao disminuyeron un 2,7% como consecuencia de las condiciones climáticas favorables en África Occidental durante julio y agosto. Los precios del aceite de palma descendieron un 2,6%, debido a que se espera que las existencias aumenten y que la demanda mundial en 2019–20 disminuya por primera vez en dos décadas, como consecuencia de las preocupaciones ambientales en algunos países importadores y del aumento de la competencia de otros aceites vegetales.

Se prevé que los precios de los alimentos disminuyan un 3,4% anual en 2019, principalmente debido al aumento de los precios en la primera mitad de 2018, seguido por un incremento del 2,8% en 2020. Las condiciones climáticas han sido poco habituales en meses recientes, y las nuevas perturbaciones climáticas siguen siendo un riesgo al alza para los pronósticos. El 9 de agosto de 2019, la Administración Nacional Oceánica y Atmosférica de Estados Unidos anunció que las condiciones climáticas de El Niño, que habían comenzado el pasado mes de septiembre, habían terminado oficialmente. La mayor fuente de potencial alcista de los precios sigue siendo una resolución del conflicto comercial entre Estados Unidos —el mayor exportador de alimentos del mundo— y China.

## Metales preciosos

¿Qué es lo que determina las fluctuaciones en los precios de los metales preciosos? ¿Para qué se utilizan principalmente? ¿Son el oro y otros metales preciosos los

instrumentos de cobertura y refugio definitivos frente a la pérdida de disciplina monetaria? ¿O está sobredimensionada su función como reserva de valor? Esta sección trata de dar respuesta a estas preguntas. Para ello, ofrece primero un breve repaso histórico; después, investiga las características básicas de los metales preciosos, entre otras, la distribución geográfica de su producción; y, por último, utiliza un análisis econométrico para examinar algunas posibles respuestas a las preguntas.

### Acuñaación de moneda, dinero y metales preciosos: Un breve repaso histórico

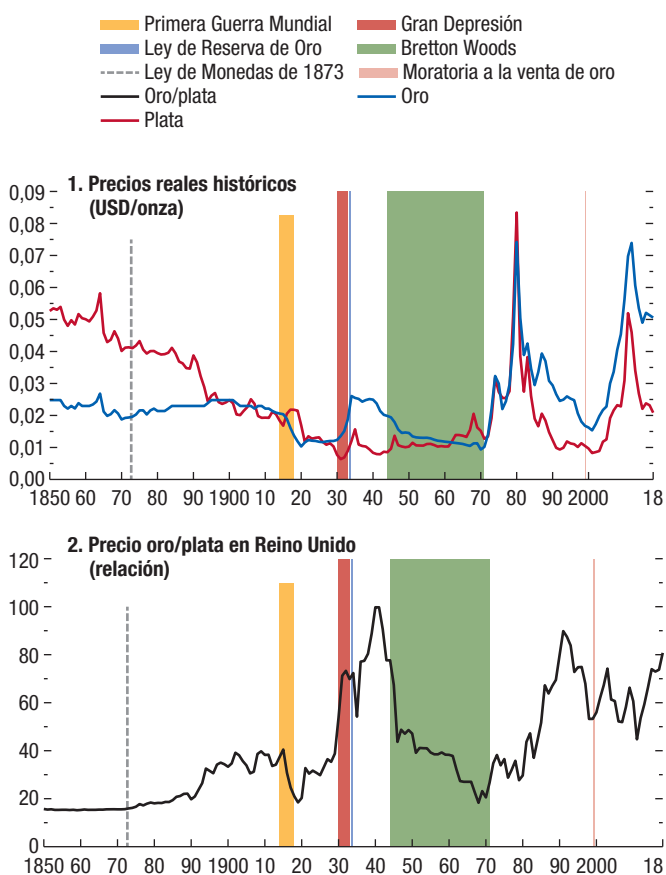
Desde la antigüedad, el brillo, la ductilidad, la rareza y una estabilidad química notable han conferido un alto valor a los metales preciosos (esto es, el oro y la plata y, más adelante, el platino y el paladio, que comparten propiedades físicas similares)<sup>2</sup>. El primer uso del oro y la plata para adornos, rituales y para marcar el estatus social data de la época prehistórica y se generalizó en todas las culturas y civilizaciones (Green, 2007). La combinación de estas características únicas convirtió a los metales preciosos en excelentes *reservas de valor* y, probablemente, fue decisiva en el fomento de la introducción de las *monedas*, que supuso una innovación fundamental en la historia del dinero y una transición en el desarrollo de la civilización como tal (Mundell, 2002). La acuñación de monedas, a su vez, conectó indisolublemente los metales preciosos con el dinero y las divisas durante siglos<sup>3</sup>.

También gracias a su densidad, las monedas de oro y plata eran los medios de intercambio preferidos frente

<sup>2</sup>El oro y la plata forman parte de los siete metales de la antigüedad (junto con el cobre, el estaño, el plomo, el hierro y el mercurio). En la actualidad se conocen 86 metales. La primera referencia europea al platino aparece en 1557 en los escritos del humanista italiano Giulio Cesare della Scala. Sin embargo, no es hasta finales del siglo XVIII cuando el platino obtuvo reconocimiento como metal precioso. El paladio fue descubierto por William Hyde Wollaston en 1802 (curiosamente llamado así por el asteroide 2 Pallas) y se ha utilizado como metal precioso en joyería desde 1939, como alternativa al platino, en aleaciones conocidas como “oro blanco” (El color blanco natural del paladio no requiere revestimiento de rodio). Otros metales preciosos, además de los aquí analizados, incluyen los metales del grupo del platino: rutenio, rodio, osmio e iridio, aunque su comercialización no está muy extendida.

<sup>3</sup>La introducción de la acuñación de monedas está todavía envuelta de misterio, pero parece probable que la primera moneda (el electrum, una aleación de oro y plata) fuera acuñada en Lidia aproximadamente en el 600 a. C., y se extendiera rápidamente a lo largo de la zona mediterránea. Las monedas de electrum de Lidia estaban sobrevaluadas, lo que generaba beneficios o señoreaje al emisor. Esta sobrevaluación indica que el estado emisor debe haber sido lo suficientemente fuerte como para imponer un monopolio de acuñación de monedas, inhibiendo la entrada mediante prohibiciones drásticas (Mundell, 2002).

Gráfico 1.SE.2. Precios del oro y la plata



Fuentes: Measuringworth.com; Reserva Federal de Minneapolis, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: USD = dólares de EE.UU.

a otros metales (como el cobre), sobre todo para transacciones internacionales (cuantiosas). Como resultado, algunas monedas de oro y plata acuñadas por entidades fiables tuvieron una amplia aceptación internacional (por ejemplo, los florines y ducados de oro en la Edad Media y los pesos de plata en la época moderna), lo que facilitó y estimuló el comercio entre reinos y civilizaciones (Vilar, 1976)<sup>4</sup>.

<sup>4</sup>En el año 500 a. C., después de que Darío conquistara Lidia, Persia adoptó la acuñación de monedas (optando por un patrón monetario bimetalico) y acuñó cantidades masivas del siclo persa (una moneda de plata), que se convirtió en la divisa internacional de esa época, junto con otras dos monedas de Anatolia (las monedas de oro de Lámpsaco y las monedas de electro de Cízico) (Mundell, 2002). Después del áureo romano, en la Edad Media, los florines florentinos de oro y los ducados venecianos se convirtieron en monedas aceptadas en toda Europa, mientras que el peso de plata (también conocido como el “real de a ocho”), acuñada en el Imperio español, fue la divisa internacional de la época moderna, el antecedente del dólar estadounidense y moneda de curso legal en los Estados Unidos hasta la Ley de Monedas de 1857 (Vilar, 1976).

Los patrones metálicos mixtos, en los que los billetes del gobierno o del banco central son convertibles en monedas metálicas a un precio fijo, fueron una evolución natural para superar algunas de las limitaciones evidentes de los patrones puros de monedas (Officer, 2008). Después de siglos de uso generalizado del bimetalismo, en el que la relación oro/plata está determinada por el precio de acuñación, en el tercer cuarto del siglo XIX, siguiendo el ejemplo de Gran Bretaña, los patrones oro monometálicos prevalecieron entre las principales potencias económicas de aquella época, lo que posiblemente haya estimulado el comercio mundial<sup>5</sup>. A medida que la plata fue desmonetizada en todo el mundo, su precio disminuyó sustancialmente, sobre todo tras la Ley de Monedas de 1873 (también conocida como el “Crimen de 1873”; Friedman, 1990). Por consiguiente, después de miles de años de estabilidad relativa, la relación de precios plata/oro pasó a ser volátil y se disparó desde 16:1 a mediados del siglo XVIII a casi 100:1 en las décadas siguientes (gráfico 1.SE.2, panel 2)<sup>6</sup>.

La estabilidad del poder adquisitivo del oro fue muy notable —a excepción de las guerras mundiales y la Gran Depresión— hasta la suspensión de la convertibilidad oro-dólar en 1971, que dos años después condujo al colapso del sistema, inaugurando una nueva era de fluctuación de los precios del oro y rompiendo indefinidamente el nexo entre los metales preciosos y las divisas (gráfico 1.SE.2).

Incluso en la actualidad, en un mundo de monedas fiduciarias, el legado de la convertibilidad moneda-oro es visible: las tenencias oficiales de oro —principalmente mantenidas por los bancos centrales e instituciones internacionales como el FMI y el Banco de Pagos Internacionales— representan todavía un gran porcentaje de las existencias totales de metales preciosos de las reservas oficiales y, a veces, incluso de la deuda pública de un país (cuadro 1.SE.1).

La próxima sección investiga el papel actual de los metales preciosos en la economía mundial, poniendo

<sup>5</sup>Algunos estudios han hallado que el crecimiento del patrón oro clásico, entre 1870 y 1913, daría cuenta del 20% del incremento del comercio mundial entre 1880 y 1910, lo que apoya con firmeza la idea de que la coordinación del régimen del dinero mercancía y las uniones monetarias fueron un importante catalizador para la globalización del siglo XIX (López-Córdova y Meissner, 2003).

<sup>6</sup>La plata fue desmonetizada primero en el Reino Unido en 1819, después durante la década de 1870 en Alemania, Francia, la Unión Escandinava, los Países Bajos, Austria, Rusia y la Unión Monetaria Latina (Bélgica, Italia y Suiza), y en Estados Unidos con la Ley de Monedas de 1873. A finales de la década de 1870, China e India eran en la práctica los únicos países importantes con un patrón plata.

**Cuadro 1.SE.1. Reservas oficiales de oro**

	Toneladas						Valor (miles de millones de USD)		
	1970	1980	1990	2000	2010	2019	Porcentaje de las reservas	Porcentaje de la deuda pública	
									2019
Estados Unidos	9.839	8.221	8.146	8.137	8.133	8.133	332	75	2
Alemania	3.537	2.960	2.960	3.469	3.407	3.368	137	70	6
Fondo Monetario Internacional	3.856	3.217	3.217	3.217	2.934	2.814	115	–	#N/D
Italia	2.565	2.074	2.074	2.452	2.452	2.452	100	66	4
Francia	3.139	2.546	2.546	3.025	2.435	2.436	99	61	4
Rusia, Federación de	–	–	–	343	710	2.183	88	19	39
China	–	398	395	395	1.054	1.900	77	2	1
Suiza	2.427	2.590	2.590	2.538	1.040	1.040	42	5	15
Japón	473	754	754	754	765	765	31	2	0
India	216	267	333	358	558	613	25	65	5
Países Bajos	1.588	1.367	1.367	912	612	612	25	6	1
Banco Central Europeo	–	–	–	747	501	505	21	28	#N/D
Taiwan, provincia china de	73	98	421	421	424	424	17	4	8
Portugal	802	689	492	607	383	383	16	60	5
Kazajstán	–	–	–	56	67	367	15	56	40
Uzbekistán	–	–	–	–	–	355	14	53	136
Arabia Saudita	106	142	143	143	323	323	13	3	9
Reino Unido	1.198	586	589	563	310	310	13	8	1
Turquía	113	117	127	–	–	296	12	14	5
Libano	255	287	287	287	287	287	12	23	14

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; World Gold Council, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los valores de 2019 corresponden a marzo.

**Cuadro 1.SE.2. Producción de metales preciosos, 2016–18**

Oro	Valor (miles de millones de USD)	Proporción mundial acumulativa (%)	Plata	Valor (miles de millones de USD)	Proporción mundial acumulativa (%)
China	13,1	11	México	3,1	21
Australia	9,3	18	Perú	2,3	37
Rusia	8,5	26	China	1,7	48
Kazajstán	8,4	32	Chile	0,7	53
Estados Unidos	7,4	39	Rusia	0,7	58
Ghana	7,4	45	Polonia	0,7	63
Perú	6,2	50	Australia	0,7	67
Canadá	6,2	55	Bolivia	0,7	72
Brasil	5,6	59	Kazajstán	0,6	76
Papua Nueva Guinea	4,7	63	Argentina	0,6	80
Sudáfrica	4,5	67	Estados Unidos	0,5	84
México	4,2	71	Otros países	2,4	100
Otros países	35,6	100	Mundo	14,8	
Mundo	121,3				

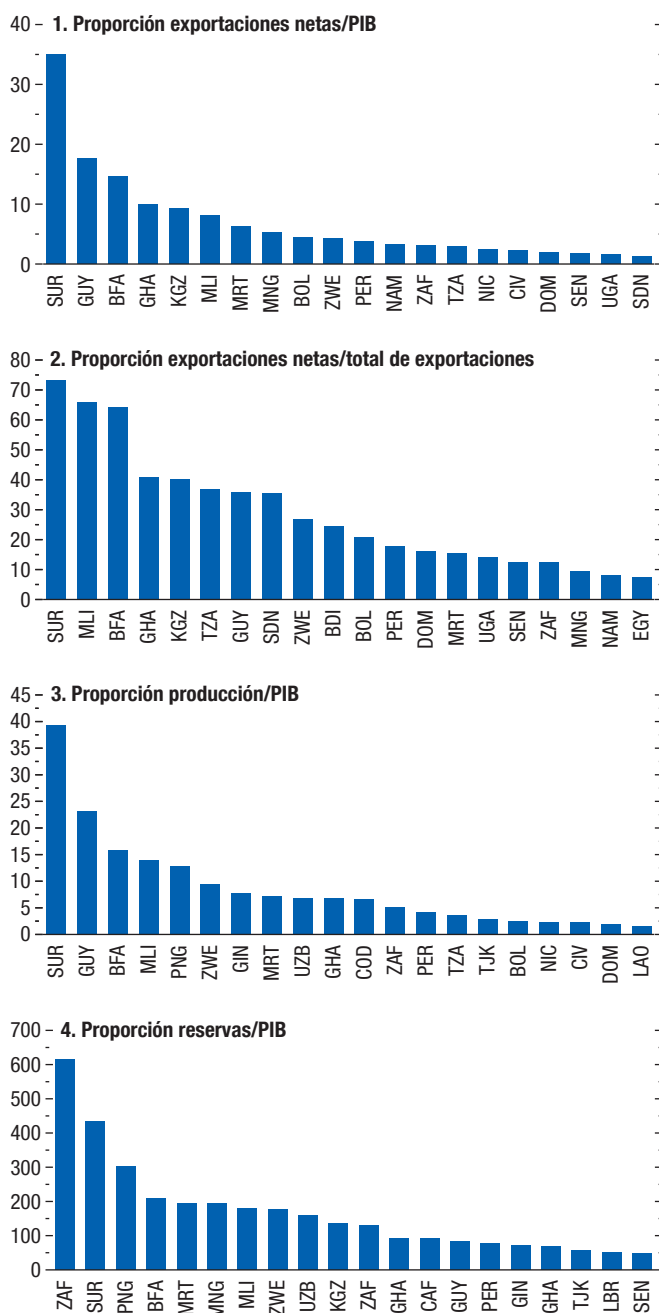
  

Paladio	Valor (miles de millones de USD)	Proporción mundial acumulativa (%)	Platino	Valor (miles de millones de USD)	Proporción mundial acumulativa (%)
Rusia	2,2	39	Sudáfrica	3,9	70
Sudáfrica	2,1	75	Rusia	0,7	82
Canadá	0,5	83	Zimbabwe	0,4	89
Estados Unidos	0,4	90	Canadá	0,3	95
Zimbabwe	0,3	95	Estados Unidos	0,1	97
Otros países	0,3	100	Otros países	0,2	100
Mundo	5,8		Mundo	5,6	

Fuentes: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; United States Geological Survey, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Promedio de tres años (2016–18) tanto de los precios como de la producción.

**Gráfico 1.SE.3. Relevancia macroeconómica de los metales preciosos (porcentaje)**



Fuentes: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; S&P Global Market Intelligence; Thomson Reuters Datastream; Naciones Unidas, COMTRADE; United States Geological Survey; Banco Mundial, Indicadores del desarrollo mundial, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de los datos se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

de relieve sus volúmenes y valores de producción (considerables en el caso de varios países) así como su uso.

**Datos básicos sobre los metales preciosos**

*La producción de metales preciosos y su distribución geográfica*

La producción de metales preciosos, en especial platino y paladio, está concentrada en unos pocos lugares. El flujo mundial de producción de oro fue de aproximadamente 3.260 toneladas métricas en 2018, lo que equivale a alrededor de USD 134.000 millones. Los cinco productores principales (China, Australia, Rusia, Estados Unidos y Canadá) constituyen más de 40% de la producción. El valor de la producción de oro es mayor que el de cobre y reduce la importancia de otros metales preciosos. La producción mundial de plata, paladio y platino fue de USD 13.000 millones, USD 9.000 millones y USD 4.000 millones en 2018, respectivamente. Su producción, sin embargo, está mucho más concentrada; por ejemplo, los dos principales productores de plata (México y Perú) representan casi el 40% de la producción mundial. De forma similar, Rusia y Sudáfrica dan cuenta de tres cuartas partes de la producción mundial de paladio, mientras que Sudáfrica por sí sola da cuenta de más de dos terceras partes de la producción mundial de platino (cuadro 1.SE.2).

Considerados como grupo, la producción y las reservas totales de metales preciosos representan un porcentaje nada despreciable del PIB (exportaciones) de varios países (gráfico 1.SE.3), sobre todo en países pequeños y medianos de bajo ingreso (por ejemplo, Burkina Faso, Ghana, Malí y Suriname). Así, las fluctuaciones en los precios podrían producir efectos significativos sobre el ingreso y la riqueza de una amplia variedad de países.

La extracción de metales preciosos es relativamente inelástica a los precios, como demostró el auge de los precios de mediados de la década de 2000 (Erb y Harvey, 2013). Las relaciones de producción de metales preciosos no exhiben una tendencia clara a lo largo de un período largo, y la relación oro/plata se vio, sorprendentemente, apenas afectada por el auge de la producción americana de plata de los siglos XVI y XVII (cuadro 1.SE.3)<sup>7</sup>. Además, las relaciones de precio y producción plata/oro no han mostrado una relación evidente en la última década, lo que sugiere que la oferta relativa de metales preciosos no ha sido una fuente importante de fluctuaciones de precios.

<sup>7</sup>Es interesante señalar que, mientras el volumen de producción de metales preciosos ha aumentado aproximadamente 500 veces desde 1500, el PIB y la población mundiales han aumentado 50 y 15 veces, respectivamente (Malanima, 2009). En el mismo período, el poder adquisitivo del oro y la plata no ha disminuido (Erb y Harvey, 2013).



**Cuadro 1.SE.3. Rareza relativa**  
(relaciones volumen/producción)

	Auge de producción americana de plata										
	Principios s. XVI	Siglo XVI	Siglo XVII	Siglo XVIII	Siglo XIX	1900–10	1995–99	2000–04	2005–09	2010–14	2015–18
Plata (volumen en toneladas métricas)	47	233	373	570	2.223	5.655	16.260	19.280	21.120	24.920	26.775
Plata/platino							104	102	100	132	144
Plata/paladio							119	105	104	126	124
Plata/oro	8,1	32,7	40,8	30,0	11,9	10,2	7,0	7,6	8,8	9,1	8,5
Plata/cobre							0,0014	0,0014	0,0014	0,0015	0,0013
Relación precios del oro/plata	11,0	11,3	13,5	15,0	19,2	35,7	64,8	64,2	57,9	56,9	75,4

Fuentes: Broadberry y Gupta (2006); United States Geological Survey; Vilar (1976), y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las relaciones de producción histórica son promedios de los siglos.

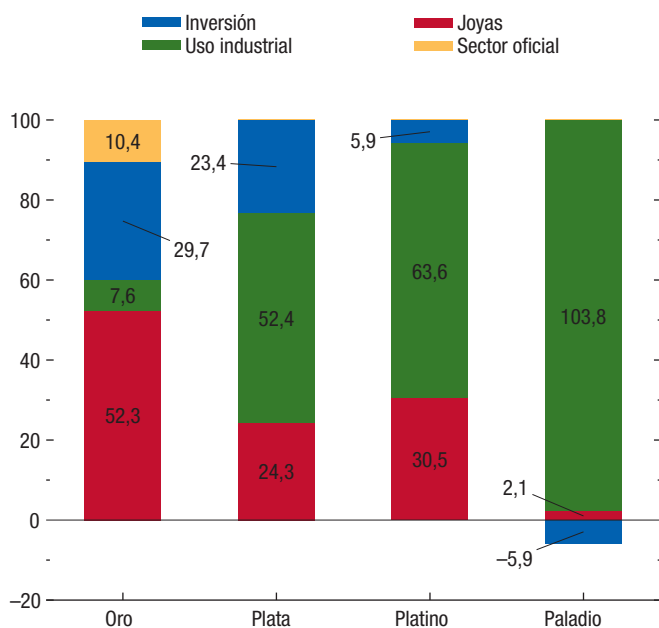
### El uso de los metales preciosos

La demanda de metales preciosos puede clasificarse de la siguiente manera: industrial, joyas e inversión y compras oficiales netas por parte de bancos centrales y organizaciones internacionales. Más de la mitad del oro de nueva extracción se utiliza en joyas (gráfico 1.SE.4). La plata, por el contrario, tiene distintas aplicaciones industriales, que dan cuenta de la mitad del consumo de plata, mientras que solo el 25% de la demanda de este metal

es para joyería. La demanda como inversión de plata y oro (en forma de monedas y barras o tenencias en fondos cotizados en bolsa) varía significativamente al ser más sensible a los precios<sup>8</sup>. El uso industrial es más importante en el caso del platino y, sobre todo, del paladio, que la industria del automóvil utiliza en los convertidores catalíticos.

Las tenencias de oro del sector oficial son importantes y suponen alrededor del 30% de las existencias mundiales de oro. Su venta puede perturbar el mercado y, por tanto, se ha limitado a 400 toneladas métricas anuales<sup>9</sup>. El papel decreciente del oro en los balances de los bancos centrales de las economías avanzadas, sin embargo, se ha visto más que compensado por un reciente repunte de las reservas de oro de los mercados emergentes (cuadro 1.SE.1). La siguiente sección adoptará una perspectiva de inversión financiera sobre los metales preciosos; para ello, los considerará como una categoría de activos, analizará los principales factores determinantes de los precios y prestará atención a sus propiedades de cobertura y refugio durante turbulencias en los mercados y frente a una inflación elevada.

**Gráfico 1.SE.4. Proporción de la demanda total**  
(porcentaje)



Fuentes: World Silver Survey de 2018; PGM Market Report, y World Gold Council. Nota: Inversión incluye variaciones de existencias de monedas, barras y fondos cotizados en bolsa; en el caso de la plata, joyas incluye artículos de plata; en el caso del platino y el paladio, uso industrial incluye catalizadores para automóvil; promedios 2015–17.

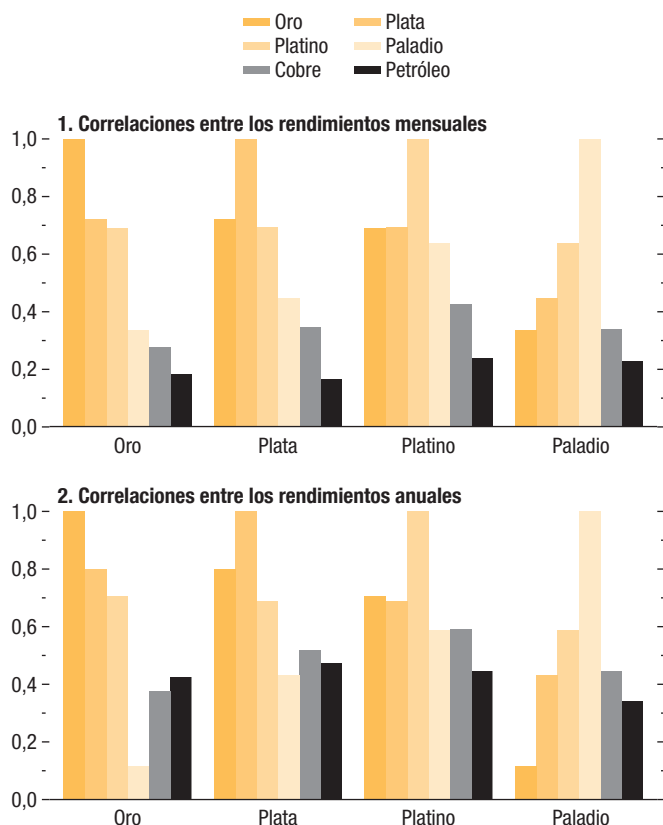
### Propiedades del precio de los metales preciosos

Los metales preciosos pueden considerarse como una categoría de activos en sí misma. Sus rendimientos muestran una alta correlación entre sí, sobre todo el oro, la plata y el platino, consistente con su posición respectiva

<sup>8</sup>El fondo cotizado en bolsa GLD tiene el 20% de las existencias totales repartido en depósitos de todo el mundo. La chatarra es otra importante fuente importante de oferta sensible al precio; en el caso del oro es casi la mitad de la producción minera.

<sup>9</sup>La moratoria de los bancos centrales a la venta de oro, en septiembre de 1999, provocó que el precio del oro aumentara un 25% en el plazo de un mes. Desde entonces ha habido tres nuevos acuerdos, en 2004, 2009 y 2014, que limitaron la cantidad de oro que los signatarios podían vender en un solo año.

**Gráfico 1.SE.5. Correlación: Metales preciosos, cobre y petróleo**

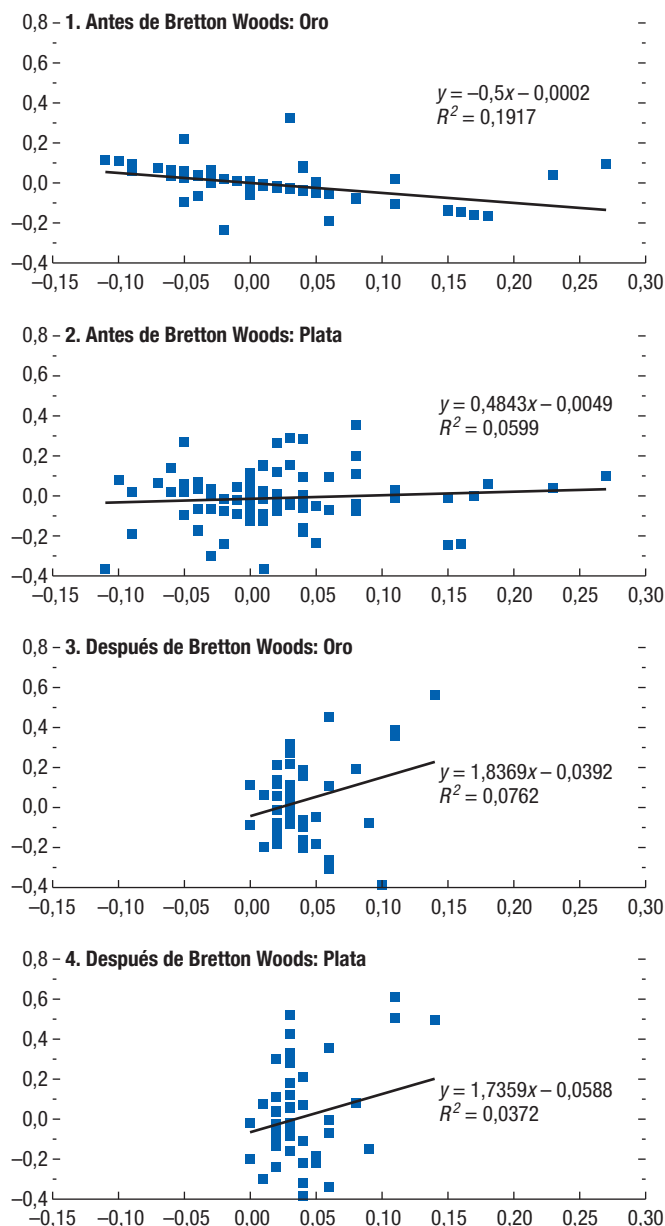


Fuentes: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios, y cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: El período de muestra del oro, la plata, el cobre y el petróleo va desde 1970:M1 a 2019:M5; el del platino comienza en 1976; el del paladio en 1987.

en la clasificación del uso industrial (gráfico 1.SE.5). Con frecuencias mensuales, el oro y la plata tienen la correlación más alta, de 0,72, mientras que el paladio y el oro tienen la más baja, de 0,33. Con frecuencias menores, los precios del paladio están más relacionados con los metales industriales (como el cobre) que con el oro, aunque la correlación más alta del paladio sigue siendo con su sustituto más próximo, el platino. Los movimientos en la producción industrial mundial tienen, sin embargo, pocas implicaciones para los precios de los metales preciosos, incluso en el caso del paladio y el platino (cuadro 1.SE. 5).

La relación entre metales preciosos e inflación a lo largo de la historia ha cambiado con el sistema monetario en vigor. Los regímenes metálicos históricos, en los que las divisas estaban vinculadas a los metales, como es el sistema de Bretton Woods, un incremento en el precio se asociaba con un descenso en el precio real de los metales

**Gráfico 1.SE.6. Inflación del índice de precios al consumidor general frente a los precios de los metales preciosos**



Fuentes: Measuringworth.com; Reserva Federal de Minneapolis, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La regresión de la variación anual del precio real del oro (plata) y de la inflación del índice de precios al consumidor de EE.UU. (IPC) muestra un coeficiente negativo antes de 1973 pero positivo a partir de entonces.

(gráfico 1.SE.6). Sin embargo, este resultado, se ha invertido en los regímenes contemporáneos de monedas fiduciarias.

Bekaert y Wang (2010) propusieron analizar si un activo es una buena cobertura contra la inflación realizando una regresión entre su retorno nominal y la

**Cuadro 1.SE.4 Promedios de valores beta de la inflación mundial**

Horizonte	Oro	Plata	Platino	Paladio
1 mes	0,42	0,48	0,44	0,40
6 meses	0,77	0,81	0,77	0,66
12 meses	0,90	0,89	0,82	0,61
5 años	1,05	1,05	0,89	0,72

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; Newey y West (1987), y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las betas citadas son promedios ponderados de todos los países (ponderación = la inversa de los errores estándar Newey–West). Para cada país, las betas proceden de regresiones entre diferencias logarítmicas de precios nominales de los metales preciosos a 1 mes, 6 meses, 12 meses y 5 años en moneda nacional y con la inflación correspondiente al mismo horizonte temporal.

inflación, argumentando que si la pendiente de la regresión (la beta de la inflación) es 1, entonces el activo es una buena cobertura contra la inflación. Los promedios de las betas de la inflación de los metales preciosos calculados para un amplio conjunto de países durante 1978–2019<sup>10</sup> se sitúan por debajo de 1 con frecuencias mensuales, pero se aproximan a 1 a medida que aumenta el horizonte temporal, sobre todo para el oro y la plata (cuadro 1.SE.4).

<sup>10</sup>La Orden Ejecutiva 6102, emitida en 1933, prohibió la acumulación de monedas de oro, lingotes de oro y certificados de oro en Estados Unidos continental. La restricción sobre la propiedad privada de oro en Estados Unidos fue derogada en 1974, lo que condujo a la reanudación del comercio de lingotes de oro en los mercados al contado y de futuros en 1975.

Sin embargo, el ajuste de la regresión suele ser modesto, y los valores beta varían sustancialmente según el país (véase el cuadro del anexo 1.SE.1 en la versión en línea), lo que sugiere que los metales preciosos, incluidos el oro y la plata, no son una cobertura fiable y sólida contra la inflación<sup>11</sup>. Este resultado, sin embargo, no es tan sorprendente desde que la volatilidad de los precios de los metales preciosos

<sup>11</sup>Se obtiene una conclusión similar cuando se examina la presencia de una raíz unitaria en el precio real de los metales preciosos a lo largo de un período prolongado. La mayoría de los exámenes no son concluyentes, lo que sugiere que los precios de los metales no son una cobertura evidente contra la inflación. De hecho, aun cuando a largo plazo los rendimientos reales a largo plazo estén cercanos a cero, las fluctuaciones en el precio real de los metales preciosos pueden ser muy persistentes, sobre todo en moneda nacional.

**Cuadro 1.SE.5. Determinantes del rendimiento a un mes de los metales preciosos**

	(1) Oro	(2) Plata	(3) Platino	(4) Paladio	(5) Cobre
Producción industrial	0,095 (0,26)	-0,018 (-0,03)	0,487 (0,94)	1,049 (1,43)	1,993*** (3,79)
Inflación sorpresiva	2,583* (2,24)	2,690 (1,32)	3,117* (2,41)	0,407 (0,22)	1,297 (1,06)
Rezago de las expectativas de inflación	0,406 (0,86)	-0,086 (-0,10)	-0,128 (-0,24)	-2,235** (-3,29)	-0,062 (-0,15)
Precio del petróleo	-0,001 (-0,74)	0,002 (1,14)	0,002 (1,59)	0,00292* (2,01)	0,00371*** (3,98)
Letras del Tesoro de EE.UU.	-17,210 (-1,87)	5,885 (0,31)	0,061 (0,01)	60,04* (2,15)	-5,640 (-0,74)
Rezago de las letras del Tesoro de EE.UU.	12,330 (1,34)	-10,760 (-0,59)	-2,681 (-0,32)	-53,170 (-1,86)	4,101 (0,52)
Rezago del precio real de los metales preciosos	-0,0163** (-3,31)	-0,0341*** (-3,43)	-0,0286** (-3,06)	-0,012 (-1,24)	-0,013 (-1,69)
Tipo de cambio	-1,219*** (-6,93)	-1,437*** (-4,17)	-1,456*** (-6,19)	-0,561 (-1,68)	-1,365*** (-4,99)
Volatilidad de la inflación	0,909* (2,34)	2,373** (2,8)	0,821 (1,55)	1,327 (1,62)	0,254 (0,57)
Constante	0,0293** (2,62)	-0,0792** (-3,28)	0,0654** (3,22)	0,0456* (2,02)	0,049 (1,85)
Fecha de comienzo de la muestra	1980m1	1980m1	1980m1	1987m2	1980m1
Fecha de finalización de la muestra	2018m12	2018m12	2018m12	2018m12	2018m12
R <sup>2</sup>	0,18	0,15	0,21	0,15	0,26

Fuentes: Consensus Economics Forecast; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; Thomson Reuters Datastream; Universidad de Michigan, Encuestas de Consumidores, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las variables se presentan en escala logarítmica. La producción industrial y el precio del petróleo se presentan en diferencia logarítmica. Rezago del precio real de los metales preciosos = precio real de la variable dependiente en dólares de EE.UU. Tipo de cambio = tipo de cambio construido para ser ortogonal a las otras variables independientes utilizando un tipo de cambio efectivo nominal. Volatilidad de la inflación = desviación estándar de la inflación sobre un período móvil de 36 meses. Estadísticos *t* entre paréntesis.

\* $p < 0,05$ , \*\* $p < 0,01$ , \*\*\* $p < 0,001$

**Cuadro 1.SE.6. Rendimientos de los activos asociados a las variaciones más grandes del índice S&P 500 en un solo día**  
(variación porcentual)

	S&P 500	Oro	Plata	Platino	Paladio	Dólar de EE.UU.	Rendimiento a 10 años	Metales	Bitcoín
30 primeros	5,3 (4,3;5,5)	0,0 (-1,1;1)	-0,2 (-2,5;0,9)	0,1 (-1,2;1,6)	0,7 (-1,2;3,7)	-0,3 (-0,8;0,3)	4,9 (-2,9;11,2)	0,5 (-1,7;2,3)	1,2 (-1,2;1,7)
50 primeros	4,7 (3,8;4,9)	-0,4 (-1,3;0,7)	-0,6 (-2,5;0,6)	0,2 (-0,9;1,7)	0,3 (-1,5;2,2)	-0,2 (-0,6;0,5)	5,3 (-2,5;12,8)	0,4 (-1,4;2,1)	0,9 (-0,8;2,5)
100 primeros	3,9 (3,1;4,2)	-0,3 (-0,7;0,5)	-0,4 (-1,6;0,7)	0,3 (-0,7;1,5)	0,3 (-0,8;1,4)	-0,1 (-0,6;0,5)	5,6 (-0,9;12,2)	0,6 (-0,4;1,8)	0,0 (-3,9;0,9)
30 últimos	-6,0 (-6,9;-4,8)	0,6 (-0,8;1,8)	0,2 (-0,4;0,7)	-0,5 (-1,5;0,9)	-0,9 (-2,1;3)	0,3 (-0,2;0,8)	-9,2 (-17,7;-3)	-2,7 (-4;-1,8)	-0,3 (-2,5;4,1)
50 últimos	-5,2 (-6;-3,9)	0,5 (-0,8;1,8)	0,1 (-0,6;0,6)	-0,4 (-1,6;1,1)	-1,0 (-2,2;0,9)	0,1 (-0,5;0,8)	-9,1 (-14,2;-3,4)	-2,0 (-3,8;-0,4)	-2,6 (-4,3;4,2)
100 últimos	-4,2 (-4,6;-3,1)	0,3 (-0,6;1,2)	0,0 (-1,1;1)	-0,4 (-1,4;1,1)	-0,9 (-2,1;0,8)	0,1 (-0,5;0,7)	-7,5 (-11,7;-3,6)	-1,5 (-2,7;-0,1)	-1,4 (-4;3,7)

Fuentes: Thomson Reuters Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los números representan los rendimientos de los activos (variación porcentual) asociados con las variaciones más grandes del índice S&P 500. Por ejemplo, 30 primeros y 30 últimos hacen referencia a la variación porcentual promedio de los 30 mayores aumentos y disminuciones en un día, respectivamente, del índice S&P 500. Los datos para todos los rendimientos de los activos se ordenan según el índice S&P 500. El rendimiento a 10 años es la diferencia diaria en puntos básicos del rendimiento de los bonos estadounidenses a 10 años. Para todos los indicadores, los datos son tasas de crecimiento diario. Para el bitcoín, el período de tiempo abarca del 18 de agosto de 2011 al 19 de agosto de 2019. Para los metales, los datos corresponden al índice de metales básicos del FMI. Para todos los demás indicadores, el intervalo de tiempo abarca del 1 de enero de 1998 al 19 de agosto de 2019. Los números sobre el bitcoín están ajustados mediante su multiplicación por la relación de los movimientos del índice S&P 500 y los intervalos de tiempo mencionados arriba. Los datos entre paréntesis corresponden al rango intercuartil.

aumentara sustancialmente después del final de los acuerdos de Bretton Woods, incluso para el oro. Sí sugiere, no obstante, que los precios del oro alcanzaron un máximo en 1980 y 2012, dos períodos durante los cuales hubo temores, justificados o no, a una ola de alta inflación generalizada a escala mundial<sup>12</sup>. Esta observación requeriría estudiar la capacidad de cobertura de los metales preciosos frente a movimientos extremos de los mercados, como sería el colapso de los principales sistemas de monedas fiduciarias; una tarea difícil, sin embargo, ya que esto nunca ha sucedido.

Una alternativa más viable es realizar una regresión de los precios de los metales preciosos respecto de un indicador del riesgo de inflación (como la volatilidad pasada de la inflación o la dispersión de los pronósticos de inflación) y de un conjunto de variables de control

<sup>12</sup>A principios de 1980, la inflación de precios al consumidor en Estados Unidos alcanzó un máximo, casi 15%. En 2012, muchos bancos centrales de todo el mundo habían adoptado una expansión cuantitativa: el balance de la Reserva Federal duplicaba su tamaño mientras la inflación de precios al consumidor en Estados Unidos había alcanzado un máximo de casi 4% el año anterior. Bekaert y Wang, en un trabajo de 2010, argumentaban que la "crisis reciente ha hecho que los observadores del mercado y los economistas se pregunten si la inflación amenazaría con aparecer de nuevo en los próximos años. Los bancos centrales de todo el mundo han inyectado cantidades importantes de liquidez en el sistema financiero, y la deuda pública ha aumentado en todas partes. No es difícil imaginar que las presiones inflacionarias resurjan con mucha determinación una vez que la economía repunte". Sin embargo, es probable que en ambos episodios se exagerara esta preocupación, ya que la inflación bajó en los años siguientes (en la mayoría de las economías avanzadas).

(cuadro 1.SE.5). Los resultados del análisis respaldan la idea de que los precios de los metales preciosos reaccionan a las preocupaciones sobre la inflación. El análisis utilizó datos mensuales que empezaban en 1978, controlando por el tipo de cambio (tradicionalmente, un determinante importante), el rendimiento de los bonos del Tesoro (una variable sustitutiva del costo de inmovilización), la regresión a la media y la inflación esperada y sorpresa. El incremento de la incertidumbre sobre la inflación en una desviación estándar suele, en el plazo de un mes, elevar el precio del oro un 0,8% y de la plata un 1,6%. Un descenso de la incertidumbre sobre la inflación puede dar cuenta de la mitad de la disminución del precio del oro observado en la década de 1990 y una tercera parte del aumento de su precio después de 2008. El papel de la incertidumbre sobre la inflación es, por el contrario, positivo aunque no significativo para el platino y el paladio, e incluso irrelevante para el cobre. Resulta interesante que, debido a la facturación en dólares, una apreciación del dólar de EE.UU. tiene un fuerte efecto negativo similar en todos los metales analizados, incluido el cobre. Lo que es más sorprendente es un coeficiente superior a la unidad, lo que sugiere que los precios de los metales son excesivamente sensibles al dólar estadounidense<sup>13</sup>.

<sup>13</sup>En Capie, Mills y Wood (2005) y Sjaastad (2008) se examina la propiedad de cobertura del oro con respecto a cambios en el dólar de EE.UU. y muestra que los tipos de cambio del dólar y los precios del oro están inversamente relacionados. Este resultado también se ha encontrado en el caso de los precios del petróleo (Kilian y Zhou, 2019).

Además de los movimientos extremos de los mercados en la esfera monetaria, se ha considerado a los metales preciosos como activos seguros durante movimientos abruptos de la incertidumbre económica y política, aproximada por las variaciones en las cotizaciones. El cuadro 1.SE.6 muestra que los rendimientos del oro y (en menor medida) de la plata no están correlacionados durante los días de grandes oscilaciones en el mercado bursátil: los 30 mayores booms del mercado bursátil se asocian, en promedio, con un precio del oro estable, mientras que las 30 mayores caídas del mercado bursátil se asocian con un ligero aumento promedio del precio del oro (la incertidumbre en torno a la reacción promedio es aún considerable). Esta propiedad de refugio —que destaca en el caso del oro y, en menor medida, de la plata, pero que no está presente en el caso del platino y, mucho menos, del paladio— es compartida por el dólar de EE.UU. y los pagarés del Tesoro, típicos activos refugio. No es compartida por otros metales básicos. Por último, las criptomonedas, que tienen algunas similitudes con el oro y la plata, no parecen ser un refugio durante las retiradas del mercado bursátil<sup>14,15</sup>. Además, contrario al oro y a la plata, no tienen un valor intrínseco.

## Conclusiones

Los metales preciosos tienen relevancia macroeconómica (más aún en el caso de algunos países de bajo ingreso) y un uso industrial importante, sobre todo el platino y el paladio, incluso aunque su precio solo se vea moderadamente afectado por la actividad mundial. El oro y la plata pueden funcionar como cobertura contra la inflación, pero esta propiedad no debe sobrestimarse, especialmente cuando las variaciones de la inflación son modestas. En cambio, dado su papel histórico en los sistemas monetarios y la estabilidad de su poder adquisitivo, parece que el oro y la plata han estado en ocasiones animados por el temor (posiblemente irracional) al colapso de los principales sistemas de monedas fiduciarias. Es probable que las propiedades de refugio de los metales preciosos hayan sido más aparentes durante algunos (aunque no todos) de los principales shocks económicos y políticos, aproximados por las oscilaciones en el mercado bursátil, que provocaron o invirtieron la búsqueda de seguridad por parte de los inversores, con el oro destacando como activo seguro, al igual que los pagarés del Tesoro de Estados Unidos. Los criptoactivos no parecen, hasta el momento, compartir esta propiedad.

<sup>14</sup>Los precios de las criptomonedas, aproximados por el bitcoin, se calculan para 2011–19.

<sup>15</sup>Al igual que con el oro y la plata, la oferta de algunas criptomonedas es limitada. Las criptomonedas también son atractivas para los usuarios e inversores debido a su naturaleza descentralizada y a su anonimato.



### Recuadro 1.SE.1. ¿Qué está pasando con las emisiones mundiales de carbono?

Para frenar el ritmo del cambio climático, deben reducirse las emisiones de carbono. Pero, ¿cómo han variado las emisiones durante la última década? Y, ¿qué países están impulsando esas variaciones? Pese a que las emisiones mundiales de carbono se mantuvieron sin cambios entre 2014 y 2016, repuntaron de manera preocupante en 2017 y 2018 (gráfico 1.SE.1.1).

Desde el cambio de siglo, China ha sido un factor principal determinante del crecimiento de las emisiones, aunque su impacto ha disminuido en los últimos años a medida que las reformas económicas han cobrado impulso. Por el contrario, India y otros mercados emergentes están cubriendo parcialmente esta diferencia. En 2018, las emisiones disminuyeron en todas las economías del Grupo de los Siete, con la excepción de Estados Unidos, cuyas emisiones aumentaron debido a la reactivación de la producción industrial y a las malas condiciones climáticas (véase BP, 2019).

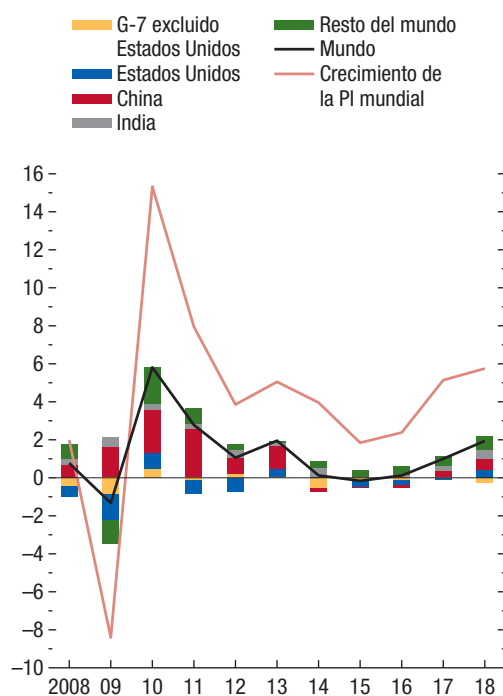
Los autores de este recuadro son Christian Bogmans, Akito Matsumoto y Andrea Pescatori.

Las emisiones totales  $E$  pueden descomponerse como el producto de la intensidad de carbono  $c$  (emisiones de carbono por unidad de energía), la intensidad energética  $e$  (energía por unidad de PIB), el PIB per cápita  $y$  y la población humana  $P$  (Kaya y Yokobori, 1997):

$$E = \frac{E}{Energy} * \frac{Energy}{GDP} * \frac{GDP}{P} = c * e * y * P.$$

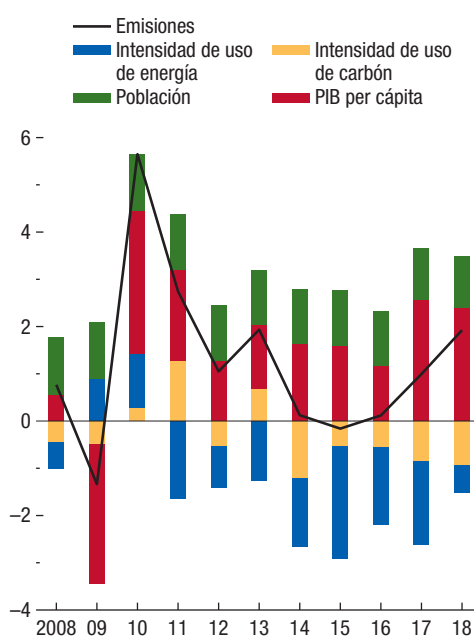
La contribución del crecimiento del ingreso al crecimiento de las emisiones de carbono es mayor, en promedio, y más cíclico que el del crecimiento de la población (gráfico 1. SE.1.2.) Aunque el descenso de la intensidad energética ha contribuido de forma sistemática a reducir el crecimiento de las emisiones, en 2018 su contribución fue menor, debido posiblemente al repunte cíclico de la producción industrial a escala mundial. En 2018, la descarbonización fue el elemento de mitigación más importante, debido a que la energía eólica, la solar y el gas natural han sustituido poco a poco al carbón como fuente energética preferida por el sector eléctrico de todos los emisores principales.

**Gráfico 1.SE.1.1. Contribución a las emisiones mundiales, por ubicación (variación porcentual)**



Fuentes: British Petroleum; Agencia Internacional de la Energía, y cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: G-7 = Grupo de los Siete; PI = producción industrial.

**Gráfico 1.SE.1.2. Contribución a las emisiones mundiales, por fuente (variación porcentual)**



Fuentes: British Petroleum; Agencia Internacional de Energía; Banco Mundial, Indicadores del desarrollo mundial, y cálculos del personal técnico del FMI.

**Cuadro del anexo 1.1.1. Economías de Europa: PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo**  
*(variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)*

	PIB real			Precios al consumidor <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2018	Proyecciones		2018	Proyecciones		2018	Proyecciones		2018	Proyecciones	
		2019	2020		2019	2020		2019	2020		2019	2020
<b>Europa</b>	<b>2,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	...	...	...
<b>Economías avanzadas de Europa</b>	<b>1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>7,1</b>	<b>6,7</b>	<b>6,6</b>
Zona del euro <sup>4, 5</sup>	1,9	1,2	1,4	1,8	1,2	1,4	2,9	2,8	2,7	8,2	7,7	7,5
Alemania	1,5	0,5	1,2	1,9	1,5	1,7	7,3	7,0	6,6	3,4	3,2	3,3
Francia	1,7	1,2	1,3	2,1	1,2	1,3	-0,6	-0,5	-0,5	9,1	8,6	8,4
Italia	0,9	0,0	0,5	1,2	0,7	1,0	2,5	2,9	2,9	10,6	10,3	10,3
España	2,6	2,2	1,8	1,7	0,7	1,0	0,9	0,9	1,0	15,3	13,9	13,2
Países Bajos	2,6	1,8	1,6	1,6	2,5	1,6	10,9	9,8	9,5	3,8	3,3	3,3
Bélgica	1,4	1,2	1,3	2,3	1,5	1,3	-1,3	-1,1	-0,8	6,0	5,5	5,5
Austria	2,7	1,6	1,7	2,1	1,5	1,9	2,3	1,6	1,8	4,9	5,1	5,0
Irlanda	8,3	4,3	3,5	0,7	1,2	1,5	10,6	10,8	9,6	5,8	5,5	5,2
Portugal	2,4	1,9	1,6	1,2	0,9	1,2	-0,6	-0,6	-0,7	7,0	6,1	5,6
Grecia	1,9	2,0	2,2	0,8	0,6	0,9	-3,5	-3,0	-3,3	19,3	17,8	16,8
Finlandia	1,7	1,2	1,5	1,2	1,2	1,3	-1,6	-0,7	-0,5	7,4	6,5	6,4
República Eslovaca	4,1	2,6	2,7	2,5	2,6	2,1	-2,5	-2,5	-1,7	6,6	6,0	5,9
Lituania	3,5	3,4	2,7	2,5	2,3	2,2	1,6	1,1	1,1	6,1	6,1	6,0
Eslovenia	4,1	2,9	2,9	1,7	1,8	1,9	5,7	4,2	4,1	5,1	4,5	4,5
Luxemburgo	2,6	2,6	2,8	2,0	1,7	1,7	4,7	4,5	4,5	5,0	5,2	5,2
Letonia	4,8	2,8	2,8	2,6	3,0	2,6	-1,0	-1,8	-2,1	7,4	6,5	6,7
Estonia	4,8	3,2	2,9	3,4	2,5	2,4	1,7	0,7	0,3	5,4	4,7	4,7
Chipre	3,9	3,1	2,9	0,8	0,7	1,6	-7,0	-7,8	-7,5	8,4	7,0	6,0
Malta	6,8	5,1	4,3	1,7	1,7	1,8	9,8	7,6	6,2	3,7	3,8	4,0
Reino Unido	1,4	1,2	1,4	2,5	1,8	1,9	-3,9	-3,5	-3,7	4,1	3,8	3,8
Suiza	2,8	0,8	1,3	0,9	0,6	0,6	10,2	9,6	9,8	2,5	2,8	2,8
Suecia	2,3	0,9	1,5	2,0	1,7	1,5	1,7	2,9	2,7	6,3	6,5	6,7
República Checa	3,0	2,5	2,6	2,2	2,6	2,3	0,3	-0,1	-0,2	2,2	2,2	2,3
Noruega	1,3	1,9	2,4	2,8	2,3	1,9	8,1	6,9	7,2	3,9	3,6	3,5
Dinamarca	1,5	1,7	1,9	0,7	1,3	1,5	5,7	5,5	5,2	5,0	5,0	5,0
Islandia	4,8	0,8	1,6	2,7	2,8	2,5	2,8	3,1	1,6	2,7	3,3	3,6
San Marino	1,1	0,8	0,7	1,5	1,3	1,5	0,4	0,4	0,2	8,0	8,1	8,1
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Europa<sup>6</sup></b>	<b>3,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>6,2</b>	<b>6,8</b>	<b>5,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>0,6</b>	...	...	...
Rusia	2,3	1,1	1,9	2,9	4,7	3,5	6,8	5,7	3,9	4,8	4,6	4,8
Turquía	2,8	0,2	3,0	16,3	15,7	12,6	-3,5	-0,6	-0,9	11,0	13,8	13,7
Polonia	5,1	4,0	3,1	1,6	2,4	3,5	-0,6	-0,9	-1,1	3,8	3,8	3,8
Rumania	4,1	4,0	3,5	4,6	4,2	3,3	-4,5	-5,5	-5,2	4,2	4,3	4,6
Ucrania <sup>7</sup>	3,3	3,0	3,0	10,9	8,7	5,9	-3,4	-2,8	-3,5	9,0	8,7	8,2
Hungría	4,9	4,6	3,3	2,8	3,4	3,4	-0,5	-0,9	-0,6	3,7	3,5	3,4
Belarús	3,0	1,5	0,3	4,9	5,4	4,8	-0,4	-0,9	-3,4	0,4	0,5	0,9
Bulgaria <sup>5</sup>	3,1	3,7	3,2	2,6	2,5	2,3	4,6	3,2	2,5	5,3	4,9	4,8
Serbia	4,3	3,5	4,0	2,0	2,2	1,9	-5,2	-5,8	-5,1	13,3	13,1	12,8
Croacia	2,6	3,0	2,7	1,5	1,0	1,2	2,5	1,7	1,0	9,9	9,0	8,0

Nota: Los datos correspondientes a algunos países se basan en el ejercicio fiscal. Véase en el cuadro F del apéndice estadístico la lista de economías con períodos excepcionales de declaración de datos.

<sup>1</sup>Los movimientos de los precios al consumidor se indican como promedios anuales. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en los cuadros A6 y A7 del apéndice estadístico.

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

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

<sup>4</sup>Se presenta el saldo en cuenta corriente con corrección de discrepancias en las declaraciones sobre transacciones dentro de la zona del euro.

<sup>5</sup>Basado en el índice armonizado de precios al consumidor de Eurostat, excepto en el caso de Eslovenia.

<sup>6</sup>Incluye Albania, Bosnia y Herzegovina, Kosovo, Macedonia del Norte, Moldova y Montenegro.

<sup>7</sup>Véase la nota específica sobre India en la sección "Notas sobre los países" del apéndice estadístico.

### Cuadro del anexo 1.1.2. Economías de Asia y el Pacífico: PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo

(variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2018	Proyecciones		2018	Proyecciones		2018	Proyecciones		2018	Proyecciones	
		2019	2020		2019	2020		2019	2020		2019	2020
<b>Asia</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	...	...	...
<b>Economías avanzadas de Asia</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>
Japón	0,8	0,9	0,5	1,0	1,0	1,3	3,5	3,3	3,3	2,4	2,4	2,4
Corea	2,7	2,0	2,2	1,5	0,5	0,9	4,4	3,2	2,9	3,8	4,0	4,2
Australia	2,7	1,7	2,3	2,0	1,6	1,8	-2,1	-0,3	-1,7	5,3	5,1	5,1
Taiwan, provincia china de	2,6	2,0	1,9	1,5	0,8	1,1	12,2	11,4	10,8	3,7	3,8	3,8
Singapur	3,1	0,5	1,0	0,4	0,7	1,0	17,9	16,5	16,6	2,1	2,2	2,2
Hong Kong RAE	3,0	0,3	1,5	2,4	3,0	2,6	4,3	5,5	5,1	2,8	2,9	3,0
Nueva Zelanda	2,8	2,5	2,7	1,6	1,4	1,9	-3,8	-4,1	-4,3	4,3	4,3	4,5
Macao RAE	4,7	-1,3	-1,1	3,0	2,4	2,7	35,2	35,7	35,3	1,8	1,8	1,8
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Asia</b>	<b>6,4</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	...	...	...
China	6,6	6,1	5,8	2,1	2,3	2,4	0,4	1,0	0,9	3,8	3,8	3,8
India <sup>4</sup>	6,8	6,1	7,0	3,4	3,4	4,1	-2,1	-2,0	-2,3	...	...	...
<b>ASEAN-5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	...	...	...
Indonesia	5,2	5,0	5,1	3,2	3,2	3,3	-3,0	-2,9	-2,7	5,3	5,2	5,0
Tailandia	4,1	2,9	3,0	1,1	0,9	0,9	6,4	6,0	5,4	1,2	1,2	1,2
Malasia	4,7	4,5	4,4	1,0	1,0	2,1	2,1	3,1	1,9	3,3	3,4	3,4
Filipinas	6,2	5,7	6,2	5,2	2,5	2,3	-2,6	-2,0	-2,3	5,3	5,2	5,1
Vietnam	7,1	6,5	6,5	3,5	3,6	3,7	2,4	2,2	1,9	2,2	2,2	2,2
<b>Otras economías emergentes y en desarrollo de Asia<sup>5</sup></b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>	<b>6,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,9</b>	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
Economías emergentes de Asia <sup>6</sup>	<b>6,4</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	...	...	...

Nota: Los datos correspondientes a algunos países se basan en el ejercicio fiscal. Véase en el cuadro F del apéndice estadístico la lista de economías con períodos excepcionales de declaración de datos.

<sup>1</sup>Los movimientos de los precios al consumidor se indican como promedios anuales. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en los cuadros A6 y A7 del apéndice estadístico.

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

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

<sup>4</sup>Véase la nota específica sobre India en la sección "Notas sobre los países" del apéndice estadístico.

<sup>5</sup>Las otras economías emergentes y en desarrollo de Asia son Bangladesh, Bhután, Brunei Darussalam, Camboya, Fiji, Islas Marshall, Islas Salomón, Kiribati, Maldivas, Micronesia, Mongolia, Myanmar, Nauru, Nepal, Palau, Papua Nueva Guinea, República Democrática Popular Lao, Samoa, Sri Lanka, Timor-Leste, Tonga, Tuvalu y Vanuatu.

<sup>6</sup>Las economías emergentes de Asia abarcan las economías de la ASEAN-5 (Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia, Vietnam), China e India.

**Cuadro del anexo 1.1.3. Economías de las Américas: PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo**  
(variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2018	Proyecciones		2018	Proyecciones		2018	Proyecciones		2018	Proyecciones	
		2019	2020		2019	2020		2019	2020		2019	2020
<b>América del Norte</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>	...	...	...
Estados Unidos	2,9	2,4	2,1	2,4	1,8	2,3	-2,4	-2,5	-2,5	3,9	3,7	3,5
Canadá	1,9	1,5	1,8	2,2	2,0	2,0	-2,6	-1,9	-1,7	5,8	5,8	6,0
México	2,0	0,4	1,3	4,9	3,8	3,1	-1,8	-1,2	-1,6	3,3	3,4	3,4
Puerto Rico <sup>4</sup>	-4,9	-1,1	-0,7	1,3	-0,1	1,0	...	...	...	9,2	9,2	9,4
<b>América del Sur<sup>5</sup></b>	<b>0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,8</b>	<b>7,1</b>	<b>9,2</b>	<b>8,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,4</b>	...	...	...
Brasil	1,1	0,9	2,0	3,7	3,8	3,5	-0,8	-1,2	-1,0	12,3	11,8	10,8
Argentina	-2,5	-3,1	-1,3	34,3	54,4	51,0	-5,3	-1,2	0,3	9,2	10,6	10,1
Colombia	2,6	3,4	3,6	3,2	3,6	3,7	-4,0	-4,2	-4,0	9,7	9,7	9,5
Chile	4,0	2,5	3,0	2,3	2,2	2,8	-3,1	-3,5	-2,9	7,0	6,9	6,9
Perú	4,0	2,6	3,6	1,3	2,2	1,9	-1,6	-1,9	-2,0	6,7	6,7	6,7
Venezuela	-18,0	-35,0	-10,0	65.374,1	200.000	500.000	6,4	7,0	1,5	35,0	47,2	50,5
Ecuador	1,4	-0,5	0,5	-0,2	0,4	1,2	-1,4	0,1	0,7	3,7	4,3	4,7
Paraguay	3,7	1,0	4,0	4,0	3,5	3,7	0,5	-0,1	1,3	5,6	6,1	5,9
Bolivia	4,2	3,9	3,8	2,3	1,7	3,1	-4,9	-5,0	-4,1	3,5	4,0	4,0
Uruguay	1,6	0,4	2,3	7,6	7,6	7,2	-0,6	-1,7	-3,0	8,4	8,6	8,1
<b>América Central<sup>6</sup></b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,6</b>	...	...	...
<b>El Caribe<sup>7</sup></b>	<b>4,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>4,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,2</b>	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>												
América Latina y el Caribe <sup>8</sup>	1,0	0,2	1,8	6,2	7,2	6,7	-1,9	-1,6	-1,5	...	...	...
Unión Monetaria del Caribe Oriental <sup>9</sup>	4,0	3,6	3,4	1,3	1,5	2,0	-8,4	-7,9	-7,7	...	...	...

Nota: Los datos correspondientes a algunos países se basan en el ejercicio fiscal. Véase en el cuadro F del apéndice estadístico la lista de economías con períodos excepcionales de declaración de datos.

<sup>1</sup>Los movimientos de los precios al consumidor se indican como promedios anuales. Los datos agregados excluyen Venezuela. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en los cuadros A6 y A7 del apéndice estadístico.

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

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

<sup>4</sup>Puerto Rico es un territorio de Estados Unidos, pero sus estadísticas se mantienen sobre una base separada e independiente.

<sup>5</sup>Incluye Guyana y Suriname. Véanse las notas específicas sobre Argentina y Venezuela en la sección "Notas sobre los países" del apéndice estadístico.

<sup>6</sup>América Central abarca Belice, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

<sup>7</sup>El Caribe abarca Antigua y Barbuda, Aruba, Las Bahamas, Barbados, Dominica, Granada, Haití, Jamaica, la República Dominicana, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía y Trinidad y Tabago.

<sup>8</sup>América Latina y el Caribe abarca México y las economías del Caribe, América Central y América del Sur. Véanse las notas específicas sobre Argentina y Venezuela en la sección "Notas sobre los países" del apéndice estadístico.

<sup>9</sup>La Unión Monetaria del Caribe Oriental comprende Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía, así como Anguila y Montserrat, que no son miembros del FMI.

**Cuadro del anexo 1.1.4. Economías de Oriente Medio y Asia Central: PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo**  
(variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2018	Proyecciones		2018	Proyecciones		2018	Proyecciones		2018	Proyecciones	
		2019	2020		2019	2020		2019	2020		2019	2020
<b>Oriente Medio y Asia Central</b>	<b>1,9</b>	<b>0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>9,9</b>	<b>8,2</b>	<b>9,1</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,4</b>	...	...	...
<b>Exportadores de petróleo<sup>4</sup></b>	<b>0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,3</b>	<b>8,5</b>	<b>6,9</b>	<b>8,0</b>	<b>5,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,1</b>	...	...	...
Arabia Saudita	2,4	0,2	2,2	2,5	-1,1	2,2	9,2	4,4	1,5	6,0	...	...
Irán	-4,8	-9,5	0,0	30,5	35,7	31,0	4,1	-2,7	-3,4	14,5	16,8	17,4
Emiratos Árabes Unidos	1,7	1,6	2,5	3,1	-1,5	1,2	9,1	9,0	7,1	...	...	...
Iraq	-0,6	3,4	4,7	0,4	-0,3	1,0	6,9	-3,5	-3,7	...	...	...
Argelia	1,4	2,6	2,4	4,3	2,0	4,1	-9,6	-12,6	-11,9	11,7	12,5	13,3
Kazajstán	4,1	3,8	3,9	6,0	5,3	5,2	0,0	-1,2	-1,5	4,9	4,9	4,9
Qatar	1,5	2,0	2,8	0,2	-0,4	2,2	8,7	6,0	4,1	...	...	...
Kuwait	1,2	0,6	3,1	0,6	1,5	2,2	14,4	8,2	6,8	1,3	1,3	1,3
Omán	1,8	0,0	3,7	0,9	0,8	1,8	-5,5	-7,2	-8,0	...	...	...
Azerbaiyán	1,0	2,7	2,1	2,3	2,8	3,0	12,9	9,7	10,0	5,0	5,0	5,0
Turkmenistán	6,2	6,3	6,0	13,2	13,4	13,0	5,7	-0,6	-3,0	...	...	...
<b>Importadores de petróleo<sup>5</sup></b>	<b>4,4</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>12,7</b>	<b>10,7</b>	<b>11,3</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,0</b>	<b>-5,3</b>	...	...	...
Egipto	5,3	5,5	5,9	20,9	13,9	10,0	-2,4	-3,1	-2,8	10,9	8,6	7,9
Pakistán	5,5	3,3	2,4	3,9	7,3	13,0	-6,3	-4,6	-2,6	6,1	6,1	6,2
Marruecos	3,0	2,7	3,7	1,9	0,6	1,1	-5,4	-4,5	-3,8	9,8	9,2	8,9
Uzbekistán	5,1	5,5	6,0	17,5	14,7	14,1	-7,1	-6,5	-5,6	...	...	...
Sudán	-2,2	-2,6	-1,5	63,3	50,4	62,1	-13,6	-7,4	-12,5	19,5	22,1	21,0
Túnez	2,5	1,5	2,4	7,3	6,6	5,4	-11,1	-10,4	-9,4	15,4	...	...
Jordania	1,9	2,2	2,4	4,5	2,0	2,5	-7,0	-7,0	-6,2	18,3	...	...
Líbano	0,2	0,2	0,9	6,1	3,1	2,6	-25,6	-26,4	-26,3	...	...	...
Afganistán	2,7	3,0	3,5	0,6	2,6	4,5	9,1	2,0	0,2	...	...	...
Georgia	4,7	4,6	4,8	2,6	4,2	3,8	-7,7	-5,9	-5,8	12,7	...	...
Tayikistán	7,3	5,0	4,5	3,8	7,4	7,1	-5,0	-5,8	-5,8	...	...	...
Armenia	5,2	6,0	4,8	2,5	1,7	2,5	-9,4	-7,4	-7,4	18,2	17,7	17,5
República Kirguisa	3,5	3,8	3,4	1,5	1,3	5,0	-8,7	-10,0	-8,3	6,6	6,6	6,6
<i>Partidas informativas</i>												
El Cáucaso y Asia Central	4,2	4,4	4,4	8,3	7,6	7,6	0,3	-1,3	-1,7	...	...	...
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	1,6	0,5	2,7	10,1	8,3	9,3	2,9	-0,3	-1,4	...	...	...
Oriente Medio y Norte de África	1,1	0,1	2,7	11,0	8,4	8,9	3,8	0,1	-1,3	...	...	...
Israel <sup>6</sup>	3,4	3,1	3,1	0,8	1,0	1,3	2,7	2,4	2,5	4,0	4,0	4,0
Magreb <sup>7</sup>	3,0	1,4	2,7	4,3	2,3	3,7	-7,3	-8,6	-9,1	...	...	...
Mashreq <sup>8</sup>	4,8	5,0	5,4	18,8	12,5	9,1	-6,7	-6,9	-6,2	...	...	...

Nota: Los datos correspondientes a algunos países se basan en el ejercicio fiscal. Véase en el cuadro F del apéndice estadístico la lista de economías con períodos excepcionales de declaración de datos.

<sup>1</sup>Los movimientos de los precios al consumidor se indican como promedios anuales. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en los cuadros A6 y A7 del apéndice estadístico.

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

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

<sup>4</sup>Incluye Bahrein, Libia, Omán y Yemen.

<sup>5</sup>Incluye Afganistán, Djibouti, Mauritania y Somalia. Excluye Siria debido a la incertidumbre de la situación política.

<sup>6</sup>Israel, que no es miembro de la región económica, se incluye por razones geográficas pero no se incluye en los agregados regionales.

<sup>7</sup>El Magreb comprende Argelia, Libia, Marruecos, Mauritania y Túnez.

<sup>8</sup>El Mashreq comprende Egipto, Jordania y Libano. Excluye Siria debido a la incertidumbre de la situación política.



**Cuadro del anexo 1.1.5. Economías de África subsahariana: PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo***(variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)*

	PIB real			Precios al consumidor <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2018	Proyecciones		2018	Proyecciones		2018	Proyecciones		2018	Proyecciones	
		2019	2020		2019	2020		2019	2020		2019	2020
<b>África subsahariana</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,8</b>	...	...	...
<b>Exportadores de petróleo<sup>4</sup></b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>13,0</b>	<b>11,4</b>	<b>11,4</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	...	...	...
Nigeria	1,9	2,3	2,5	12,1	11,3	11,7	1,3	-0,2	-0,1	22,6	...	...
Angola	-1,2	-0,3	1,2	19,6	17,2	15,0	6,1	0,9	-0,7	...	...	...
Gabón	0,8	2,9	3,4	4,8	3,0	3,0	-2,4	0,1	0,9	...	...	...
República del Congo	1,6	4,0	2,8	1,2	1,5	1,8	6,7	6,8	5,3	...	...	...
Chad	2,4	2,3	5,4	4,0	3,0	3,0	-3,4	-6,4	-6,1	...	...	...
<b>Países de mediano ingreso<sup>5</sup></b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,9</b>	...	...	...
Sudáfrica	0,8	0,7	1,1	4,6	4,4	5,2	-3,5	-3,1	-3,6	27,1	27,9	28,4
Ghana	6,3	7,5	5,6	9,8	9,3	9,2	-3,1	-3,6	-3,8	...	...	...
Côte d'Ivoire	7,4	7,5	7,3	0,4	1,0	2,0	-4,7	-3,8	-3,8	...	...	...
Camerún	4,1	4,0	4,2	1,1	2,1	2,2	-3,7	-3,7	-3,5	...	...	...
Zambia	3,7	2,0	1,7	7,0	9,9	10,0	-2,6	-3,6	-3,4	...	...	...
Senegal	6,7	6,0	6,8	0,5	1,0	1,5	-8,8	-8,5	-11,1	...	...	...
<b>Países de bajo ingreso<sup>6</sup></b>	<b>6,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>7,6</b>	<b>9,2</b>	<b>7,4</b>	<b>-7,0</b>	<b>-7,9</b>	<b>-8,0</b>	...	...	...
Etiopía	7,7	7,4	7,2	13,8	14,6	12,7	-6,5	-6,0	-5,3	...	...	...
Kenya	6,3	5,6	6,0	4,7	5,6	5,3	-5,0	-4,7	-4,6	...	...	...
Tanzania	7,0	5,2	5,7	3,5	3,6	4,2	-3,7	-4,1	-3,6	...	...	...
Uganda	6,1	6,2	6,2	2,6	3,2	3,8	-8,9	-11,5	-10,5	...	...	...
República Democrática del Congo	5,8	4,3	3,9	29,3	5,5	5,0	-4,6	-3,4	-4,2	...	...	...
Mali	4,7	5,0	5,0	1,7	0,2	1,3	-3,8	-5,5	-5,5	...	...	...
Madagascar	5,2	5,2	5,3	7,3	6,7	6,3	0,8	-1,6	-2,7	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
África subsahariana, excluido Sudán del Sur	3,2	3,2	3,6	8,2	8,3	8,0	-2,7	-3,6	-3,8	...	...	...

Nota: Los datos correspondientes a algunos países se basan en el ejercicio fiscal. Véase en el cuadro F del apéndice estadístico la lista de economías con períodos excepcionales de declaración de datos.

<sup>1</sup>Los movimientos de los precios al consumidor se indican como promedios anuales. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en el cuadro A7 del apéndice estadístico.

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

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

<sup>4</sup>Incluye Guinea Ecuatorial y Sudán del Sur.

<sup>5</sup>Incluye Botswana, Cabo Verde, Eswatini, Lesotho, Mauricio, Namibia y Seychelles.

<sup>6</sup>Incluye Benin, Burkina Faso, Burundi, Comoras, Eritrea, Gambia, Guinea, Guinea-Bissau, Liberia, Malawi, Malí, Mozambique, Níger, la República Centroafricana, Rwanda, Santo Tomé y Príncipe, Sierra Leona, Togo y Zimbabue.

**Cuadro del anexo 1.1.6. Resumen del producto mundial real per cápita**  
(variación porcentual anual; en moneda internacional a la paridad del poder adquisitivo)

	Promedio										Proyecciones		
	2001–10	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2024	
<b>Mundo</b>	2,4	3,0	2,0	2,2	2,3	2,1	2,1	2,5	2,4	1,8	2,3	2,5	
<b>Economías avanzadas</b>	1,1	1,2	0,7	0,9	1,6	1,8	1,2	2,0	1,8	1,3	1,3	1,2	
Estados Unidos	0,8	0,8	1,5	1,1	1,8	2,2	0,9	1,7	2,3	1,8	1,5	1,1	
Zona del euro <sup>1</sup>	0,8	1,3	-1,2	-0,5	1,2	1,8	1,6	2,4	1,8	1,0	1,3	1,2	
Alemania	1,0	3,9	0,2	0,2	1,8	0,9	1,4	2,1	1,2	0,5	1,2	1,3	
Francia	0,6	1,7	-0,2	0,1	0,4	0,7	0,8	2,0	1,6	1,1	1,0	1,1	
Italia	-0,2	0,2	-3,2	-2,3	-0,3	0,9	1,3	1,8	1,0	0,2	0,7	0,9	
España	0,8	-1,4	-3,0	-1,3	1,7	3,8	3,2	3,0	2,5	1,7	1,4	1,2	
Japón	0,6	-0,3	1,7	2,2	0,5	1,3	0,6	2,1	1,0	1,1	0,8	1,0	
Reino Unido	1,0	0,8	0,8	1,4	2,2	1,5	1,0	1,2	0,8	0,6	0,9	1,1	
Canadá	0,8	2,1	0,7	1,3	1,8	-0,1	0,1	1,7	0,5	0,3	0,8	0,8	
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	2,7	2,5	1,3	1,7	2,1	1,4	1,6	2,2	1,9	0,9	1,2	1,7	
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>	4,6	4,8	3,6	3,6	3,2	2,8	3,1	3,3	3,2	2,5	3,3	3,5	
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Asia</b>	7,2	6,7	5,9	5,9	5,8	5,7	5,7	5,6	5,5	5,0	5,1	5,1	
China	9,9	9,0	7,4	7,3	6,7	6,4	6,1	6,2	6,2	5,8	5,5	5,3	
India <sup>3</sup>	5,9	5,2	4,1	5,0	6,0	6,6	6,8	5,8	5,4	4,7	5,6	5,9	
ASEAN-5 <sup>4</sup>	3,7	3,1	4,7	3,7	3,3	3,6	3,8	4,2	4,1	3,7	3,8	4,2	
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Europa</b>	4,4	5,6	2,7	2,7	1,6	0,4	1,6	3,7	2,9	1,6	2,4	2,4	
Rusia	5,1	5,0	3,5	1,5	-1,1	-2,4	0,1	1,6	2,3	1,1	1,9	2,0	
<b>América Latina y el Caribe</b>	1,9	3,4	1,7	1,7	0,2	-0,9	-1,8	0,2	0,1	-0,9	1,1	1,9	
Brasil	2,5	3,1	1,0	2,1	-0,3	-4,4	-4,1	0,3	0,3	0,2	1,4	1,7	
México	0,2	2,4	2,4	0,2	1,7	2,2	1,8	1,1	1,0	-0,6	0,4	1,6	
<b>Oriente Medio y Asia Central</b>	2,2	3,7	0,9	0,4	0,5	0,4	2,8	-0,2	-0,1	-1,2	1,0	1,4	
Arabia Saudita	0,3	6,8	2,5	-0,1	2,5	1,7	-0,6	-3,3	0,0	-1,8	0,2	0,5	
<b>África subsahariana</b>	2,9	2,5	1,5	2,4	2,4	0,4	-1,3	0,3	0,6	0,6	0,9	1,5	
Nigeria	6,1	2,1	1,5	2,6	3,5	0,0	-4,2	-1,8	-0,7	-0,3	-0,1	0,1	
Sudáfrica	2,1	1,7	0,7	0,9	0,3	-0,3	-1,1	-0,1	-0,7	-0,9	-0,4	0,2	
<i>Partidas informativas</i>													
Unión Europea	1,2	1,6	-0,6	0,0	1,6	2,1	1,8	2,5	2,0	1,3	1,5	1,4	
<b>Países en desarrollo de bajo ingreso</b>	3,8	3,6	1,7	3,6	3,7	1,9	1,2	2,4	2,8	2,7	2,9	3,2	
<b>Oriente Medio y Norte de África</b>	1,9	6,1	0,3	-0,3	-0,2	0,0	3,1	-1,1	-1,1	-2,1	0,8	0,8	

Nota: Los datos correspondientes a algunos países se basan en el ejercicio fiscal. Véase en el cuadro F del apéndice estadístico la lista de economías con períodos excepcionales de declaración de datos.

<sup>1</sup>Calculados como la suma de los países de la zona del euro.

<sup>2</sup>Excluidos el G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, el Reino Unido) y los países de la zona del euro.

<sup>3</sup>Véase la nota específica sobre India en la sección "Notas sobre los países" del apéndice estadístico.

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

## Referencias

- Abbritti, Mirko, and Stephan Fahr. 2013. “Downward Wage Rigidity and Business Cycle Asymmetries.” *Journal of Monetary Economics* 60: 871–86.
- Adrian, Tobias, and Maurice Obstfeld. 2017. “Why International Financial Cooperation Remains Essential.” IMF Blog, March 23.
- Aiyar, Shekhar, and Simon Voigts. 2019. “The Negative Mean Output Gap.” IMF Working Paper 19/183, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Baker, Scott R., Nicholas Bloom, and Steven J. Davis. 2016. “Measuring Economic Policy Uncertainty.” *Quarterly Journal of Economics* 131 (4): 1593–636.
- Banque Centrale du Luxembourg (BCL). 2019. Bulletin 2019 (2).
- Bekaert, Geert, and Xiaozheng Wang. 2010. “Inflation Risk and the Inflation Risk Premium.” *Economic Policy* 25 (64): 755–806.
- Bems, Rudolf, Robert C. Johnson, and Key-Mu Yi. 2011. “Vertical Linkages and the Collapse of Global Trade.” *American Economic Review, Papers and Proceedings* 101 (3): 308–12.
- British Petroleum (BP). 2019. “Statistical Review of World Energy.” <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/energy-economics/statistical-review/bp-stats-review-2019-full-report.pdf>.
- Broadberry, Stephen, and Bishnupriya Gupta. 2006. “The Early Modern Great Divergence: Wages, Prices, and Economic Development in Europe and Asia, 1500–1800.” *The Economic History Review* 59 (1): 2–31.
- Caldara, Dario, and Matteo Iacoviello. 2018. “Measuring Geopolitical Risk.” International Finance Discussion Papers 1222, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Caliendo, Lorenzo, Robert C. Feenstra, John Romalis, and Alan Taylor. 2017. “Tariff Reductions, Entry, and Welfare: Theory and Evidence for the Last Two Decades.” NBER Working Paper 21768, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Capie, Forrest, Terence Mills, and Geoffrey Wood. 2005. “Gold as a Hedge against the Dollar.” *Journal of International Financial Markets* 15 (4): 343–52.
- Damgaard, Jannick, and Thomas Elkjaer. 2017. “The Global FDI Network: Searching for Ultimate Investors.” IMF Working Paper 17/258, International Monetary Fund, Washington, DC.
- De Nederlandsche Bank (DNB). 2019. “Statistical News Release: Current Account Surplus Contracts in First Quarter.” <https://www.dnb.nl/en/news/news-and-archive/Statistischnieuws2019/dnb384751.jsp>.
- Dupraz, Stéphane, Emi Nakamura, and Jón Steinsson. 2019. “A Plucking Model of Business Cycle.” mimeo.
- Erb, Claude, and Campbell Harvey. 2013. “The Golden Dilemma.” NBER Working Paper 18706, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- European Central Bank (ECB). 2019. “What the Maturing Tech Cycle Signals for the Global Economy.” ECB Economic Bulletin 3/2019. [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2019/html/ecb.ebbox201903\\_01-4e6e0fce6.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2019/html/ecb.ebbox201903_01-4e6e0fce6.en.html).
- Friedman, Milton. 1964. “Monetary Studies of the National Bureau.” In *The National Bureau Enters Its 45th Year*, 44th Annual Report: 7–25. <http://www.nber.org/nberhistory/annualreports.html>.
- . 1990. “Bimetallism Revisited.” *Journal of Economic Perspectives* 4 (4): 85–104.
- . 1993. “The Plucking Model of Business Fluctuations Revisited.” *Economic Inquiry* 31: 171–77.
- Green, Timothy. 2007. *The Ages of Gold: Mines, Markets, Merchants, and Goldsmiths from Egypt to Troy, Rome to Byzantium, and Venice to the Space Age*. GFMS Limited.
- Gruss, Bertrand. 2014. “After the Boom—Commodity Prices and Economic Growth in Latin America and the Caribbean.” IMF Working Paper 14/154, International Monetary Fund, Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF). 2018. “Final Report of the Task Force on Special Purpose Entities.” IMF Committee on Balance of Payments Statistics (BOCPOM), BOPCOM-18/03 (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2018/pdf/18-03.pdf>).
- . 2019. “Fiscal Policies for Paris Climate Strategies—From Principle to Practice.” Policy Paper 19/010.
- Kaya, Yoichi, and Keiichi Yokobori, eds. 1997. *Environment, Energy, and Economy: Strategies for Sustainability*. Tokyo: United Nations University Press.
- Kilian, Lutz, and Xiaoqing Zhou. 2019. “Oil Prices, Exchange Rates and Interest Rates.” Manuscript, University of Michigan: Michigan. [https://drive.google.com/file/d/1SAz\\_WsNhsHJ5OCxi12HcFyhDYfUjzyw6/view](https://drive.google.com/file/d/1SAz_WsNhsHJ5OCxi12HcFyhDYfUjzyw6/view).
- Lane, Philip, and Gian Maria Milesi Ferretti. 2018. “The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis.” *IMF Economic Review* 66 (1): 189–222.
- Lopez-Cordova, Ernesto, and Christopher Meissner. 2003. “The Globalization of Trade and Democracy, 1870–2000.” NBER Working Paper 11117, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Malanima, Paolo. 2009. *Pre-Modern European Economy: One Thousand Years (10th–19th Centuries)*. Boston: Brill.
- Mian, Atif, and Amir Sufi. 2012. “The Effects of Fiscal Stimulus: Evidence from the 2009 Cash for Clunkers Program.” *Quarterly Journal of Economics* 127 (3): 1107–142.
- Mundell, Robert A. 2002. “The Birth of Coinage.” Columbia University Department of Economics Discussion Paper Series 0102–08, New York, NY.
- Newey, Whitney, and Kenneth West. 1987. “A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity, and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix.” *Econometrica* 55 (3): 703–08.
- Nieuwenhuis, Paul, and Peter Wells, eds. 2015. *The Global Automotive Industry*. John Wiley and Sons.

- Officer, Lawrence. 2008. "Gold Standard." In *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2501–507.
- Schultz, M., K. Dzięczek, Y. Chen, and B. Swiechi. 2019. *US Consumer & Economic Impacts of US Automotive Trade Policies*. Center for Automotive Research, Ann Arbor, Michigan.
- Setser, Brad. 2019. "\$500 Billion in Dividends Out of the Double Irish with a Dutch Twist (with a Bit of Help from Bermuda)." Blog, Council of Foreign Relations, August 12.
- Sjaastad, Larry H. 2008. "The Price of Gold and the Exchange Rates: Once Again." *Resources Policy* 33: 118–24.
- Smolyansky, Michael, Gustavo Suarez, and Alexandra Tabova. 2019. "US Corporations' Repatriation of Offshore Profits: Evidence from 2018." FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC, August 6. <https://doi.org/10.17016/2380-7172.2396>.
- Swiss National Bank (SNB). 2019. "Swiss Balance of Payments and International Investment Position: Q4 2018 and Review of the Year 2018." [https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre\\_20190325/source/pre\\_20190325.en.pdf](https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20190325/source/pre_20190325.en.pdf).
- Timmer, Marcel P., Erik Dietzenbacher, Bart Los, Robert Stehrer and Gaaitzen J. de Vries. 2015. "An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: The Case of Global Automotive Production." *Review of International Economics* 23 (3): 575–605.
- Vilar, Pierre. 1976. *A History of Gold and Money: 1450–1920*. Translated by Judith White. London: New Left Books.