

---

---

## VI. PERSPECTIVAS PARA 2012-2013

---

---

### **Prevén desaceleración del crecimiento económico en Asia Oriental y el Pacífico, pero la demanda será fundamental en la recuperación (BM)**

El 8 de octubre de 2012, el Banco Mundial (BM) publicó el documento *East Asia and Pacific Economic Data Monitor*, en el cual afirma que la tasa de crecimiento de China bajará a 7.7% en 2012, pero al año siguiente se recuperará, hasta llegar a 8.1%. A continuación se presentan los detalles de referencia.

El crecimiento económico de la región de Asia Oriental y el Pacífico puede reducirse un punto porcentual completo —de 8.2% en 2011 a 7.2% en el presente año— tras lo cual se recuperará hasta alcanzar 7.6% en 2013. En los países desarrollados las cifras seguirán siendo modestas, y la recuperación, en esa región, será impulsada principalmente por una vigorosa demanda interna en los países en desarrollo, expresó el Banco Mundial en su publicación *East Asia and Pacific Economic Data*<sup>1</sup>.

De conformidad con el informe, las poco satisfactorias cifras de las exportaciones y la desaceleración del crecimiento económico harán que la tasa de crecimiento del PIB de China pase de 9.3% en 2011 a 7.7% en el presente año. Para 2013, en cambio, se prevé una recuperación del crecimiento de esa economía que lleve la tasa a un nivel de 8.1%, cuando ganen terreno las medidas de estímulo respaldadas, además, por un mayor dinamismo del comercio mundial.

“La proporción que representa la región de Asia Oriental y el Pacífico en la economía mundial se triplicó en las dos últimas décadas, pasando de 6 a casi 18% en la actualidad, lo que significa que el continuo crecimiento de esa región reviste cada vez

---

<sup>1</sup> <http://www.bancomundial.org/content/dam/Worldbank/document/EAP-Data-Monitor-October-2012.pdf>

mayor importancia para el resto del mundo”, aseveró el presidente del Grupo del Banco Mundial.

“Aun en difíciles circunstancias mundiales, la pobreza en la región seguirá disminuyendo; se prevé que la proporción de las personas que viven con 2 dólares estadounidenses diarios llegue a 24.5% en 2013, lo que supone una disminución frente a las cifras de 2010 (28.8%)”, expresó la Vicepresidenta de la región de Asia y el Pacífico del Banco Mundial. “El debilitamiento de la demanda de exportaciones de Asia Oriental está desacelerando la economía regional, pero en comparación con lo que sucede en otras partes del mundo, su crecimiento sigue siendo vigoroso, y una fuerte demanda interna hará posible la recuperación de la región que dé lugar a una tasa del 7.6% el año próximo”.

En el informe se hace referencia al gasto en reconstrucción registrado en Tailandia tras las inundaciones del año pasado como uno de los factores que apuntalan la demanda interna en la región. Además, países como Indonesia —junto con Tailandia y Malasia— disfrutaban actualmente de altos niveles de gasto público y privado en bienes de capital.

En China, el incremento real de la demanda interna se redujo con respecto al año pasado, y en el segundo trimestre del año la tasa de crecimiento real del PIB registró un incremento de apenas 7.6% con respecto al año anterior. Según el informe, el aumento de la inversión se desaceleró particularmente por las medidas adoptadas el año pasado para poner coto a las inversiones inmobiliarias. No obstante, en los próximos meses la flexibilización de la política monetaria que tuvo lugar en el presente año y las medidas de estímulo adoptadas a nivel del Gobierno central y de los gobiernos locales podrían invertir esa tendencia.

En el informe se asevera que las tensiones registradas en la zona del euro han disminuido tras el anuncio del Banco Central Europeo, en julio, de su intención de

defender esa moneda y de la puesta en marcha de su programa de compra de bonos, que calmó significativamente a los mercados. Además, los recientes anuncios de la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica sobre una nueva serie de medidas cuantitativas de flexibilización tendientes a estimular la economía de ese país han contribuido a revitalizar los mercados de capital del mundo.

En el informe se señala, no obstante, que subsisten considerables riesgos. Si la situación en Europa se deteriora en forma pronunciada, existen graves riesgos de que las economías en desarrollo puedan verse afectadas. Una crisis en la zona del euro afectará desfavorablemente a las economías de Asia Oriental y el Pacífico, principalmente por sus repercusiones en el comercio y sus vínculos con el sector financiero. Según el informe, el riesgo será menor para Asia Oriental en esta etapa, ya que los mercados de arroz siguen estando bien abastecidos.

En el informe se expresa que los encargados de la formulación de políticas de la región tendrán que seguir realizando la gestión del crecimiento y reduciendo la pobreza en un entorno de persistente volatilidad. Los países en que se ha dado un acelerado aumento del crédito deben actuar con prudencia; los exportadores de productos básicos, por su parte, deberían seguir adoptando medidas y creando instituciones que ayuden a la gestión de los ingresos provenientes de productos básicos, que se muestran inestables.

“A mediano plazo, los aumentos de la productividad que se registren en la región de Asia y el Pacífico —que se está convirtiendo paulatinamente en una región de ingreso mediano— darán impulso al crecimiento. Aumentará la importancia de las continuas reformas estructurales, la mejora en el clima de negocios y las inversiones en infraestructura y en los sistemas de educación”, expresó la Economista jefe del Banco Mundial para Asia Oriental y el Pacífico.

*East Asia and Pacific Economic Data Monitor* proporciona un análisis sucinto de indicadores y tendencias de indicadores económicos clave de las economías en desarrollo de esa región.

**ASIA ORIENTAL Y EL PACÍFICO: PROYECCIONES  
DEL CRECIMIENTO DEL PIB  
-Cambio porcentual con respecto al año anterior-**

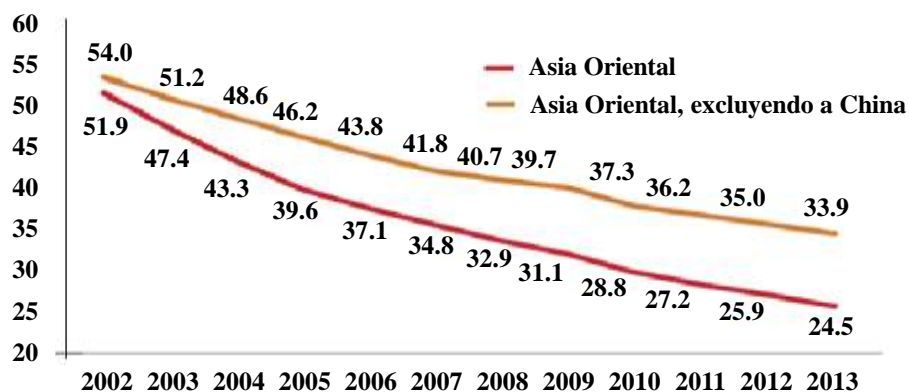
	2010	2011	2012*	2013*
<b>Asia Oriental</b>	<b>9.3</b>	<b>7.1</b>	<b>6.0</b>	<b>6.6</b>
<b>Asia Oriental en desarrollo</b>	<b>9.7</b>	<b>8.3</b>	<b>7.2</b>	<b>7.6</b>
China	10.4	9.3	7.7	8.1
Indonesia	6.2	6.5	6.1	6.3
Malasia	7.2	5.1	4.8	4.6
Filipinas	7.6	3.9	5.0	5.0
Tailandia	7.8	0.1	4.5	5.0
Vietnam	6.8	5.9	5.2	5.7
Camboya	6.0	6.9	6.6	6.7
Fiji	-0.2	2.0	2.2	2.2
República Dem. Pop. de Lao	8.5	8.0	8.2	7.5
Mongolia	6.4	17.3	11.8	16.2
Myanmar	5.1	5.3	5.5	6.2
Papua Nueva Guinea	7.6	9.0	7.5	4.0
Islas Salomón	7.0	9.0	6.0	4.0
Timor-Leste	9.5	10.6	10.0	10.0
Asia Oriental en desarrollo excluyendo a China.	7.0	4.3	5.3	5.5
<i>Supuestos con respecto al entorno externo:</i>				
<b>Crecimiento:</b>				
Mundo	3.9	2.8	2.3	2.6
Países de ingreso alto	3.0	1.6	1.3	1.5
OCDE	2.7	1.5	1.2	1.4
Países en desarrollo	7.4	6.2	5.1	5.6
<b>Comercio:</b>				
Crecimiento del comercio en volumen	11.0	6.3	3.7	5.5
Precios de las materias primas (Commodity)				
Petróleo, dólares por barril	79.0	104.0	105.7	106.5
Índice de materias primas sin incluir petróleo	27.6	20.7	-9.4	-1.0

\* Proyecciones.

FUENTE: Banco Mundial, *East Asia and Pacific Data Monitor*.

**LA POBREZA CONTINUARÁ DISMINUYENDO**

**-Proporción de la población que vive con menos de dos dólares estadounidenses por día, a precios constantes de 2005, y los precios valuados con la paridad de poder de compra, de 2002 a 2013-**



FUENTE: Estimaciones de Banco Mundial.

**Fuente de información:**

<http://www.bancomundial.org/es/news/2012/10/08/growth-to-slow-in-east-asia-and-pacific-in-2012-but-domestic-demand-will-play-key-role-in-rebound-next-year>  
<http://www.bancomundial.org/content/dam/Worldbank/document/EAP-Data-Monitor-October-2012.pdf>

**Perspectivas de la Economía Mundial, Octubre de 2012 (FMI)**

El 9 de octubre de 2012, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó el documento *Perspectivas de la Economía Mundial: hacer frente a los altos niveles de deuda y al lento crecimiento*, (*World Economic Outlook* o WEO). A continuación se presentan la Introducción, el Resumen Ejecutivo; los rasgos más representativos de Capítulo 1, *Perspectivas de la economía mundial*, y del Capítulo 2, *Perspectivas de la Economía Mundial*; así como las notas de prensa para los Capítulos 3 y 4.

**Perspectivas de la economía mundial**

**Introducción**

La recuperación continúa pero se ha debilitado. En las economías avanzadas, el crecimiento ahora es demasiado bajo para cambiar sustancialmente la situación del desempleo, y en las principales economías de mercados emergentes, el crecimiento

fue dinámico inicialmente pero ahora también ha mermado. En relación con nuestros pronósticos de abril de 2012, el crecimiento previsto para 2013 se ha revisado a la baja, de 2.0 a 1.5% para las economías avanzadas, y de 6.0 a 5.6% para las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

Las fuerzas que están operando en su mayor parte son conocidas.

Las fuerzas que empujan el crecimiento a la baja en las economías avanzadas son la consolidación fiscal y un sistema financiero aún débil. En la mayoría de los países, la consolidación fiscal avanza conforme a lo planificado. Si bien esta consolidación es necesaria, es indudable que representa un lastre para la demanda y, cada vez más, las evidencias llevan a pensar que en el contexto actual los multiplicadores fiscales son grandes. El sistema financiero aún no funciona eficientemente. En muchos países, los bancos todavía están debilitados, y la baja tasa de crecimiento empeora todavía más su situación. Como resultado, muchos prestatarios siguen enfrentándose a condiciones crediticias muy restrictivas.

La principal fuerza que impulsa al alza el crecimiento es la política monetaria laxa. Los bancos centrales no solo siguen manteniendo tasas de política monetaria muy bajas, sino que también están experimentando con programas orientados a reducir las tasas en mercados específicos, a ayudar a categorías específicas de prestatarios o a facilitar la intermediación financiera en general.

Sin embargo, no son solo estas fuerzas mecánicas las que parecen estar operando, sino específicamente una sensación general de incertidumbre. Es esencial determinar la naturaleza y los efectos precisos de esta incertidumbre, pero no es fácil. Esencial, porque si pudiera reducirse la incertidumbre la recuperación muy posiblemente sería más vigorosa de lo que indican los pronósticos actuales. Pero no fácil, porque los índices explícitos de incertidumbre, como el índice VIX en Estados Unidos de Norteamérica o el índice VStoxx en Europa, se mantienen en niveles relativamente

bajos<sup>2</sup>. La incertidumbre parece ser más difusa, de naturaleza más Knightiana. Las inquietudes con respecto a la capacidad de las autoridades europeas para controlar la crisis del euro y las inquietudes que suscita el hecho de que hasta ahora las autoridades estadounidenses no hayan logrado acordar un plan fiscal sin duda desempeñan un papel importante, aunque es difícil dilucidar exactamente cuál es ese papel.

La baja tasa de crecimiento y la incertidumbre en las economías avanzadas están afectando a las economías de mercados emergentes y las economías en desarrollo, a través de los canales comerciales y financieros, que se suman a las debilidades idiosincrásicas. Al igual que en 2009, el comercio exterior resulta ser un canal sorprendentemente poderoso; por ejemplo, la reducción de las exportaciones explica la mayor parte de la merma del crecimiento de China. La alternancia de períodos de aceptación o rechazo del riesgo, impulsados por el avance o retroceso de las medidas de política económica, generan flujos de capitales volátiles.

En lo que respecta a las medidas de política económica, el centro de atención sigue estando en la zona del euro. Aquí ha habido un claro cambio de actitud, y se está creando una nueva arquitectura. Las lecciones de los últimos años ahora están claras. Los países de la zona del euro pueden verse afectados por fuertes choques negativos específicos de cada país. La fragilidad de los bancos puede amplificar considerablemente el impacto negativo de estos choques y, si la situación indica que las propias entidades soberanas podrían verse en problemas, la interacción entre estas y los bancos puede agravar aún más las cosas.

Por lo tanto, la nueva arquitectura debe orientarse a reducir en primer lugar la amplitud de los choques, estableciendo un sistema de transferencias que modere los efectos de los choques. Esa arquitectura debe orientarse a trasladar la supervisión, la

---

<sup>2</sup> VIX = Índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago (VIX); VStoxx = Índice de volatilidad elaborado por Bloomberg's Euro Stoxx 50.

resolución y los procesos de recapitalización de los bancos a la órbita de la zona del euro. Debe reducir la probabilidad de que las entidades soberanas incumplan sus pagos y, en los casos en que aun así se produzca una suspensión de pagos, debe reducir sus efectos en los acreedores y en el sistema financiero. Es alentador ver que estas cuestiones se están analizando con seriedad y que lentamente se están estableciendo algunos de estos mecanismos.

A corto plazo, sin embargo, es preciso adoptar medidas más inmediatas. España e Italia deben llevar adelante planes de ajuste para restablecer su competitividad, sanear sus finanzas públicas y respaldar el crecimiento. A tal efecto, deben estar en condiciones de recapitalizar sus bancos sin incrementar su deuda soberana. Y deben estar en condiciones de tomar préstamos a tasas razonables. La mayoría de las piezas ya están ubicadas, y si se logra completar con rapidez este complejo rompecabezas es razonable esperar que pronto la peor parte de este proceso haya quedado atrás.

Si efectivamente la incertidumbre es un factor importante en la actual desaceleración, y si la adopción e implementación de estas medidas reduce la incertidumbre, las cosas podrían ser mejor de lo que indican nuestros pronósticos, no solo en Europa sino también en el resto del mundo. Personalmente me sentiría feliz si resultara que nuestros pronósticos de base no han sido correctos, y que en este caso han sido demasiado pesimistas.

### **Resumen Ejecutivo**

La recuperación ha sufrido nuevos reveses, y la incertidumbre constituye una pesada carga para las perspectivas. Una causa fundamental es que las políticas en las principales economías avanzadas no han logrado restablecer la confianza en las perspectivas a mediano plazo. Los riesgos extremos, como los relativos a la viabilidad de la zona del euro o a que se cometan errores graves en la conducción de la política fiscal de Estados Unidos de Norteamérica, continúan preocupando a los



inversionistas. El pronóstico de *Perspectivas de la economía mundial* (WEO, por sus siglas en inglés) apunta tan solo a un fortalecimiento gradual de la actividad con respecto al decepcionante ritmo registrado a comienzos de 2012. El crecimiento mundial, que se proyecta será de 3.3 y 3.6% en 2012 y 2013, respectivamente, es más débil que el previsto en la actualización de las *Perspectivas de la economía mundial* de julio de 2012, y éste a su vez fue inferior al previsto en las *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2012 (Capítulo 1). Se prevé que en las economías avanzadas el producto seguirá deprimido, pero que será relativamente sólido en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo. El desempleo probablemente permanecerá en niveles elevados en muchas partes del mundo. Y las condiciones financieras seguirán siendo frágiles, según se indica en la edición de octubre de 2012 del *Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial* (ISEFM). En el Capítulo 2 se examina la evolución de cada región en más detalle.

El pronóstico de las *Perspectivas de la economía mundial* se asienta sobre dos supuestos de política cruciales. El primero es que las autoridades europeas —conforme al escenario base del ISEFM— adoptarán políticas que gradualmente seguirán distendiendo las condiciones financieras en las economías de la periferia. En este sentido, el Banco Central Europeo (BCE) recientemente asumió el papel que le correspondía. Les corresponde ahora a las autoridades nacionales tomar la iniciativa y activar el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), y al mismo tiempo trazar una trayectoria creíble y empezar a implementar las medidas necesarias para lograr una unión bancaria y una mayor integración fiscal. El segundo supuesto es que las autoridades estadounidenses impedirán que entren en vigor los drásticos aumentos de los impuestos y recortes del gasto (el “precipicio fiscal”) previstos en la actual legislación presupuestaria, que elevarán oportunamente el tope de la deuda federal de Estados Unidos de Norteamérica, y que lograrán avances significativos hacia un plan integral para restablecer la sostenibilidad fiscal. El pronóstico de las *Perspectivas de*

la *economía mundial* podría nuevamente decepcionar con respecto a estas dos premisas.

En términos más generales, los riesgos a la baja han aumentado y son considerables. El gráfico de abanico —el cual mide los riesgos a partir de datos sobre los mercados financieros y las materias primas, así como de pronósticos proporcionados por analistas— indica que hay una probabilidad de uno en seis de que el crecimiento mundial descienda por debajo de 2%, lo cual correspondería a una recesión en las economías avanzadas y un crecimiento lento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En definitiva, sin embargo, el pronóstico de las *Perspectivas de la Economía Mundial* depende de que en Estados Unidos de Norteamérica y la zona del euro se adopten medidas de política críticas, y es muy difícil estimar la probabilidad de que esas medidas se materialicen.

Esta coyuntura plantea graves dificultades para las autoridades. En muchas economías avanzadas, las inyecciones de liquidez están teniendo un efecto positivo tanto en la estabilidad financiera como en el producto y el empleo, pero ese efecto quizás esté menguando. Muchos gobiernos han empezado a dedicarse de lleno a reducir los déficit excesivos, pero dadas la elevada incertidumbre, la escasa confianza y la debilidad de los sectores financieros, los importantes logros fiscales han ido acompañados de decepcionantes tasas de crecimiento o de recesiones. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las autoridades son conscientes de la necesidad de recomponer el margen de maniobra necesario para la aplicación de políticas fiscales y monetarias, pero se están preguntando cómo calibrar las políticas ante los importantes riesgos externos a la baja.

Para mejorar las perspectivas e infundir más confianza con respecto al futuro es crucial que la respuesta de las principales economías avanzadas en materia de política sea eficaz. A corto plazo, las principales tareas consisten en descartar escenarios de

riesgos extremos y en adoptar planes concretos para reducir la deuda pública a mediano plazo.

La crisis de la zona del euro sigue siendo la amenaza más clara para las perspectivas mundiales. El BCE ha adoptado un mecanismo para mejorar la forma en que las bajas tasas de política monetaria transmiten su efecto a los costos de endeudamiento en la periferia, donde los temores de los inversionistas acerca de la viabilidad del euro han elevado las tasas de mercado a niveles muy altos. Las economías de la periferia tienen que seguir realizando ajustes. Los gobiernos tienen que cumplir su compromiso de flexibilizar más el cortafuego de la zona del euro. Concretamente, el MEDE tiene que intervenir en los sistemas bancarios y proporcionar apoyo a las entidades soberanas, mientras que las autoridades nacionales tienen que trabajar en aras de una verdadera unión económica y monetaria. Esto exige establecer una unión bancaria con un marco unificado de estabilidad financiera y adoptar medidas conducentes a una integración fiscal, con base en el principio de que un seguro que abarque un área más amplia implica un control más amplio. Si no se redoblan los esfuerzos pronto, las recientes mejoras en los mercados financieros podrían ser pasajeras. En tal caso, el pronóstico de las *Perspectivas de la Economía Mundial* podría no cumplirse una vez más, y la zona del euro podría descender hacia el escenario basado en la aplicación de políticas deficientes descrito en el ISEFM de octubre de 2012. No obstante, si las medidas de política fueran más allá de lo supuesto en las *Perspectivas de la Economía Mundial* —por ejemplo, si las autoridades de la zona del euro dieran un sustancial paso inicial con miras a una mayor integración, como por ejemplo un régimen de resolución bancaria para toda la zona con un mecanismo común de respaldo fiscal— el crecimiento del PIB real podría superar las proyecciones, conforme al escenario con base en la aplicación de políticas cabales descrito en el ISEFM de octubre de 2012.

Para reducir los riesgos de las perspectivas a mediano plazo presagiadas por un sobreendeudamiento público en las principales economías avanzadas se necesitarán

políticas monetarias acomodaticias y reformas estructurales adecuadas (Capítulo 3), así como una política fiscal prudente. Ya se han logrado avances importantes y se ha previsto una considerable consolidación fiscal a mediano plazo, como se indica en el informe *Monitor Fiscal* de octubre de 2012. Los legisladores estadounidenses tienen que eliminar pronto el riesgo de un precipicio fiscal y elevar el tope de la deuda; de no hacerlo, la economía estadounidense podría volver a caer en una recesión, con repercusiones perjudiciales para el resto del mundo. Además, las autoridades estadounidenses tienen que definir con urgencia planes fiscales sólidos a mediano plazo. Las autoridades en Japón tienen que perseverar en los ajustes planificados y especificar nuevas medidas para detener, y en poco tiempo revertir, el aumento de la relación deuda pública/PIB.

En términos más generales, las autoridades tienen que especificar objetivos fiscales realistas y formular planes para contingencias. Esto implica adoptar metas estructurales o metas ajustadas en función del ciclo, o anclar los planes en medidas y sus rendimientos estimados más que en metas nominales. Se debe permitir que los estabilizadores automáticos operen libremente. Además, si el crecimiento se situara muy por debajo de las proyecciones de las *Perspectivas de la Economía Mundial*, los países que dispongan de margen de maniobra deberían moderar el ajuste planificado para 2013 y los años posteriores. Al mismo tiempo, la reducción de las tasas de inflación, la creciente capacidad ociosa y el considerable ajuste fiscal en las economías avanzadas son argumentos a favor de que se mantengan condiciones monetarias muy acomodaticias, incluidas medidas no convencionales, dado que las tasas de interés están próximas al límite inferior cero.

Hasta ahora, las autoridades han abordado los desafíos estructurales con resultados desiguales; por eso es necesario redoblar esfuerzos. Los programas para aliviar la carga crónica de la deuda de los hogares, cuando se han puesto en marcha, no han sido proporcionales a la magnitud del problema. Los esfuerzos para afianzar el marco

regulatorio de las instituciones financieras y de los mercados financieros han tenido altibajos, como se explica en el Capítulo 3 del ISEFM de octubre de 2012, observándose ciertos avances en lo que se refiere a reconstruir el capital pero no se avanzó lo suficiente con respecto a los objetivos de reducir la dependencia del financiamiento mayorista y contener factores que incentivan la toma excesiva de riesgos y el arbitraje regulatorio. Además, en la zona del euro, la reestructuración o resolución de las instituciones financieras deficientes ha avanzado con lentitud, y solo en respuesta a fuertes presiones del mercado; se precisa con urgencia un enfoque más activo y que abarque a toda la zona. Con el aumento de la edad legal de jubilación se ha logrado acortar la trayectoria a largo plazo del gasto en pensiones, pero conforme el gasto en salud continúe aumentando rápidamente, se necesitarán más medidas para que las prestaciones crezcan a un ritmo sostenible. Algunos países, en particular las economías de la periferia de la zona del euro, han introducido reformas para flexibilizar los mercados laborales. Sin embargo, muchas economías tienen que adoptar medidas más firmes para ayudar a las personas que han estado desempleadas por un largo tiempo, por ejemplo mejorando los programas de apoyo a la búsqueda de empleo y los programas de capacitación.

En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la actividad se ha desacelerado debido a la aplicación de políticas más restrictivas en respuesta a limitaciones de la capacidad, una menor demanda de las economías avanzadas y factores específicos de cada país. La mejora de las políticas ha incrementado la capacidad de resistencia ante los choques (Capítulo 4). Desde el estallido de la crisis en 2008, las políticas expansivas han amortiguado el impacto negativo de la debilidad en los mercados de las economías avanzadas: los déficit fiscales en general se han situado por encima de los niveles previos a la crisis, en tanto que las tasas de interés reales han sido más bajas. El crédito interno ha crecido con rapidez. A mediano plazo, las autoridades tendrán que cerciorarse de mantener su capacidad para responder con flexibilidad a los choques, preservando una orientación fiscal sólida y manteniendo

tasas moderadas de inflación y de crecimiento del crédito. En este sentido, la aplicación de políticas monetarias más restrictivas durante 2011 fue una decisión acertada. En vista de los crecientes riesgos a la baja a los que está expuesta la demanda externa, los bancos centrales actuaron con acierto al suspender o revertir parte del endurecimiento de la política monetaria. Muchos de estos bancos disponen de margen para tomar más medidas a fin de apoyar la demanda externa si los riesgos externos a la baja amenazaran con materializarse.

Los desequilibrios mundiales y los factores de vulnerabilidad conexos han disminuido, pero aún es necesario abordarlos con medidas de política más decisivas. Dentro de la zona del euro, los desequilibrios en cuenta corriente —grandes superávit en Alemania y los Países Bajos y déficit en la mayoría de las economías de la periferia— tienen que seguir corrigiéndose. A escala mundial, los saldos en cuenta corriente de Estados Unidos de Norteamérica, la zona del euro en su conjunto y Japón son más débiles de lo que serían si las políticas fiscales fueran más sostenibles, y los tipos de cambio efectivos reales del dólar, el euro y el yen son más fuertes. En cambio, las posiciones en cuenta corriente de muchas economías asiáticas son demasiado fuertes, y sus tipos de cambio demasiado débiles. Esto se debe en parte a distorsiones que frenan el consumo, pero también al efecto de la acumulación oficial de divisas a gran escala.

En general, las políticas necesarias para reducir los desequilibrios en cuenta corriente y los factores de vulnerabilidad conexos son consecuentes con los intereses de las economías en cuestión. Un mayor ajuste en las economías con déficit externos, y una mayor demanda interna en las economías con superávit externos, contribuirían no solo a crear una economía mundial más segura sino también a que todos se beneficien de un crecimiento más dinámico. Muchas economías con déficit externos necesitan un ajuste fiscal más profundo y un fortalecimiento de la supervisión y de la regulación del sector financiero. Estos esfuerzos han de complementarse con medidas

estructurales, cuyos detalles difieren ampliamente entre las economías avanzadas y las de mercados emergentes con déficit externos, pero que incluyen reformas en los mercados laboral y de productos, mejoras de la gestión de gobierno y del clima de negocios y medidas para promover el ahorro privado para la jubilación. Las medidas estructurales que necesitan las economías con superávit externos con tipos de cambio subvaluados también varían de un país a otro, pero incluyen el fomento de la inversión en el caso de Alemania, la reforma de la red de protección social en China para estimular el consumo y la reducción de la acumulación de reservas oficiales en muchas economías de mercados emergentes, lo cual también ayudaría a contener el fuerte crecimiento del crédito y los precios de los activos.

## **Capítulo 1: Perspectivas y Políticas Mundiales**

La economía mundial se ha deteriorado más desde la publicación de la actualización de julio de 2012 de *Perspectivas de la Economía Mundial*, y las proyecciones de crecimiento se han revisado a la baja (cuadro siguiente). Se estima que ahora los riesgos a la baja son mayores que los señalados en los informes de las *Perspectivas de la Economía Mundial* de abril de 2012 y septiembre de 2011. Una interrogante clave es si la economía mundial está solo atravesando una etapa de turbulencia adicional dentro de lo que siempre se había previsto que sería una recuperación lenta y accidentada, o si la actual desaceleración tiene un componente más duradero. La respuesta depende de si las autoridades europeas y estadounidenses toman o no la iniciativa para abordar los principales desafíos económicos. El pronóstico de las *Perspectivas de la Economía Mundial* supone que sí lo hacen, y por lo tanto se proyecta que la actividad mundial se acelerará nuevamente en el curso de 2012; si no lo hacen, el pronóstico probablemente se incumplirá una vez más. A mediano plazo, persisten interrogantes importantes con respecto a cómo operará la economía mundial en un entorno de fuerte deuda pública y a la posibilidad de que las economías de mercados emergentes puedan mantener su dinámico ritmo de expansión y al mismo

tiempo reemplazar cada vez más las fuentes externas de crecimiento con fuentes internas. El problema de la elevada deuda pública ya existía antes de la Gran Recesión debido al envejecimiento de la población y el mayor gasto en prestaciones sociales, pero dada la crisis, la necesidad de buscar una solución al problema pasó del largo plazo al mediano plazo.



**PANORAMA DE LAS PROYECCIONES DE PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL\***  
**-Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario-**

	Interanual						Del cuarto trimestre al cuarto trimestre		
	2010	2011	Proyecciones		Diferencia con las proyecciones de enero de 2010		Estimaciones	Proyecciones	
			2012	2013	2012	2013		2011	2012
<b>Producto mundial<sup>1/</sup></b>	<b>5.1</b>	<b>3.8</b>	<b>3.3</b>	<b>3.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>4.0</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>3.0</b>	<b>1.6</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>2.1</b>
Estados Unidos de Norteamérica	2.4	1.8	2.2	2.1	0.1	-0.1	2.0	1.7	2.5
Zona del euro	2.0	1.4	-0.4	0.2	-0.1	-0.5	0.7	-0.5	0.8
Alemania	4.0	3.1	0.9	0.9	0.0	-0.5	1.9	0.9	1.4
Francia	1.7	1.7	0.1	0.4	-0.2	-0.5	1.2	0.0	0.8
Italia	1.8	0.4	-2.3	-0.7	-0.4	-0.4	-0.5	-2.3	0.0
España	-0.3	0.4	-1.5	-1.3	-0.1	-0.7	0.0	-2.3	0.2
Japón	4.5	-0.8	2.2	1.2	-0.2	-0.3	-0.6	1.6	2.1
Reino Unido	1.8	0.8	-0.4	1.1	-0.6	-0.3	0.6	0.0	1.2
Canadá	3.2	2.4	1.9	2.0	-0.2	-0.2	2.2	1.7	2.2
Otras economías avanzadas <sup>2/</sup>	5.9	3.2	2.1	3.0	-0.4	-0.4	2.4	2.3	3.6
Economías asiáticas recientemente industrializadas	8.5	4.0	2.1	3.6	-0.6	-0.6	3.0	3.2	3.5
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo<sup>3/</sup></b>	<b>7.4</b>	<b>6.2</b>	<b>5.3</b>	<b>5.6</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.2</b>	<b>5.7</b>	<b>5.5</b>	<b>6.2</b>
África Subsahariana <sup>4/</sup>	5.3	5.1	5.0	5.7	-0.1	0.0	---	---	---
Sudáfrica	2.9	3.1	2.6	3.0	0.0	-0.3	2.6	2.7	3.3
América Latina y el Caribe	6.2	4.5	3.2	3.9	-0.2	-0.3	3.7	3.0	4.6
Brasil	7.5	2.7	1.5	4.0	-1.0	-0.7	1.4	2.9	3.8
<b>México</b>	<b>5.6</b>	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>	<b>3.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>3.9</b>	<b>3.2</b>	<b>4.1</b>
Comunidad de Estados Independientes	4.8	4.9	4.0	4.1	-0.1	0.0	4.3	2.9	4.8
Rusia	4.3	4.3	3.7	3.8	-0.3	-0.1	4.6	2.5	4.8
Excluido Rusia	6.0	6.2	4.7	4.8	0.2	0.2	---	---	---
Economías en desarrollo de Asia	9.5	7.8	6.7	7.2	-0.4	-0.3	6.9	7.2	7.4
China	10.4	9.2	7.8	8.2	-0.2	-0.2	8.9	7.9	8.1
India	10.1	6.8	4.9	6.0	-1.3	-0.6	5.0	5.5	5.9
ASEAN-5 <sup>5/</sup>	7.0	4.5	5.4	5.8	0.0	-0.3	2.8	7.2	6.6
Europa Central y Oriental	4.6	5.3	2.0	2.6	0.1	-0.2	3.6	1.9	3.3
Oriente Medio y Norte de África	5.0	3.3	5.3	3.6	-0.2	0.0	---	---	---

Continúa

**PANORAMA DE LAS PROYECCIONES DE PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL\***  
**-Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario-**

	Interanual						Del cuarto trimestre al cuarto trimestre		
	2010	2011	Proyecciones		Diferencia con las proyecciones de enero de 2012		Estimaciones	Proyecciones	
			2012	2013	2012	2013		2011	2012
<i>Partidas Informativas</i>									
Unión Europea	2.1	1.6	-0.2	0.5	-0.2	-0.5	0.8	-0.2	1.2
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	4.1	2.8	2.6	2.9	-0.1	-0.3	2.3	2.2	3.3
<b>Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)</b>	<b>12.6</b>	<b>5.8</b>	<b>3.2</b>	<b>4.5</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.7</b>	---	---	---
Importaciones									
Economías avanzadas	11.4	4.4	1.7	3.3	-0.2	-0.9	---	---	---
Economías emergentes y en desarrollo	14.9	8.8	7.0	6.6	-0.8	-0.4	---	---	---
Exportaciones									
Economías avanzadas	12.0	5.3	2.2	3.6	-0.1	-0.7	---	---	---
Economías emergentes y en desarrollo	13.7	6.5	4.0	5.7	-1.7	-0.5	---	---	---
<b>Precios de las materias primas (dólares estadounidenses)</b>									
Petróleo <sup>6/</sup>	27.9	31.6	2.1	-1.0	4.2	6.5	20.8	3.7	-3.3
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	26.3	17.8	-9.5	-2.9	2.6	1.4	-6.4	1.9	-5.4
<b>Precios al consumidor</b>									
Economías avanzadas	1.5	2.7	1.9	1.6	-0.1	0.0	2.8	1.7	1.7
Economías emergentes y en desarrollo <sup>3/</sup>	6.1	7.2	6.1	5.8	-0.2	0.2	6.5	5.6	5.3
<b>Tasa interbancaria de oferta de Londres (%) <sup>7/</sup></b>									
Sobre los depósitos en dólares estadounidenses	0.5	0.5	0.7	0.6	-0.1	-0.2	---	---	---
Sobre los depósitos en euros	0.8	1.4	0.6	0.2	-0.1	-0.3	---	---	---
Sobre los depósitos en yenes japoneses	0.4	0.3	0.4	0.3	0.0	-0.1	---	---	---

\* Se parte del supuesto de que los tipos de cambio efectivos reales se mantienen constantes a los niveles vigentes entre el 30 de julio y el 27 de agosto de 2012. En los casos en que las economías no se enumeran en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de la economía. Los datos trimestrales agregados se han ajustado estacionalmente.

- 1/ Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan el 90% de las ponderaciones mundiales ajustadas según la paridad del poder adquisitivo.
- 2/ Excluidos el G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos de Norteamérica, Francia, Italia, Japón, Reino Unido) y los países de la zona del euro.
- 3/ Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan aproximadamente 80% de las economías emergentes y en desarrollo.
- 4/ Estas proyecciones de las *Perspectivas de la economía mundial* incluyen a Sudán del Sur. Sin embargo, para África subsahariana la comparación de los pronósticos con la actualización de las *Perspectivas de la economía mundial* de julio de 2012 no incluye a Sudán del Sur porque este país no estaba incluido en las proyecciones de julio. Los datos agregados mundiales y para el grupo de las economías emergentes y en desarrollo tampoco pueden ser comparados directamente con la actualización de las *Perspectivas de la economía mundial* de julio de 2012 por la misma razón, pero la ponderación de Sudán del Sur en estos agregados es muy pequeña.
- 5/ Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.
- 6/ Promedio simple de los precios de las variedades de crudo británico Brent, Dubai y West Texas Intermediate. El precio promedio del petróleo fue 104.01 dólares estadounidenses el barril en 2011; el precio supuesto con base en los mercados de futuros es 106.18 dólares en 2012 y 105.10 dólares en 2013.
- 7/ Tasa a seis meses para Estados Unidos de Norteamérica y Japón, y a tres meses para la zona del euro.

FUENTE: FMI.

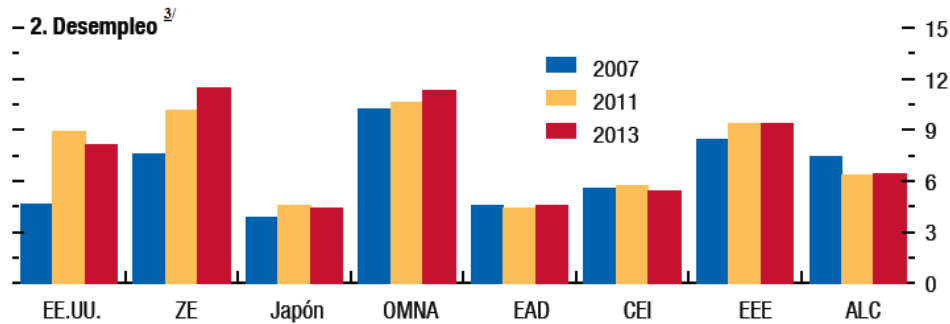
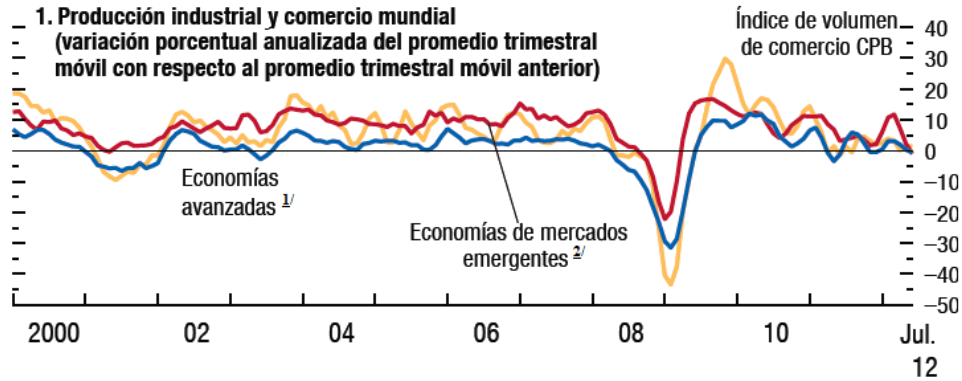
## **Evolución reciente**

Los indicadores de actividad y desempleo denotan una creciente y generalizada atonía económica en el primer semestre de 2012, y no dan señales de mejoras significativas en el tercer trimestre (gráfico siguiente). La actividad manufacturera mundial se desaceleró abruptamente. En la periferia de la zona del euro se ha registrado un marcado descenso de la actividad (gráfico *Evolución en la zona del euro*, panel 1), provocado por dificultades financieras que se ven reflejadas en el brusco aumento de los diferenciales de las tasas de los títulos soberanos (gráfico *Evolución en la zona del euro*, panel 2). La actividad también ha sido decepcionante en otras economías, especialmente Estados Unidos de Norteamérica y Reino Unido. Los efectos de contagio provenientes de las economías avanzadas y las dificultades internas han frenado la actividad en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Estos efectos de contagio han reducido los precios de las materias primas y han sido un lastre para la actividad en muchos países exportadores de materias primas.

El resultado de esta evolución es que el crecimiento una vez más ha sido más débil que lo proyectado, en gran medida debido a que la intensidad de la crisis en la zona del euro no ha disminuido conforme a lo supuesto en proyecciones anteriores ediciones de *Perspectivas de la Economía Mundial*. Otras causas de este crecimiento deslucido son las deficiencias de las instituciones financieras y las políticas inadecuadas adoptadas en las economías avanzadas de importancia clave. Además, el menor crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo obedece en forma significativa a factores internos, en particular limitaciones con respecto a la sostenibilidad del fuerte ritmo de crecimiento en esas economías y la acumulación de desequilibrios fiscales. Además, las investigaciones del FMI indican que los recortes fiscales tuvieron efectos multiplicadores a corto plazo sobre el producto mayores que los esperados, lo cual puede explicar en parte los déficit de crecimiento

### INDICADORES MUNDIALES

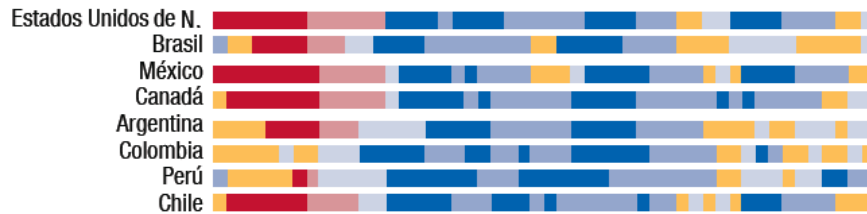
El ciclo manufacturero mundial ha entrado una vez más en su fase descendente. La producción industrial se ha desacelerado bruscamente en las economías avanzadas y de mercados emergentes y en desarrollo, al igual que el comercio mundial. El deterioro es de base amplia. El desempleo en las economías avanzadas se mantiene bastante por encima de los niveles previos a la crisis, y es alto en Europa Oriental y en Oriente Medio y Norte de África.



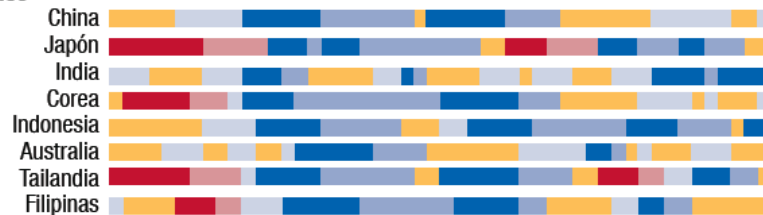
**3. Diagrama de evolución del crecimiento <sup>4/</sup>**

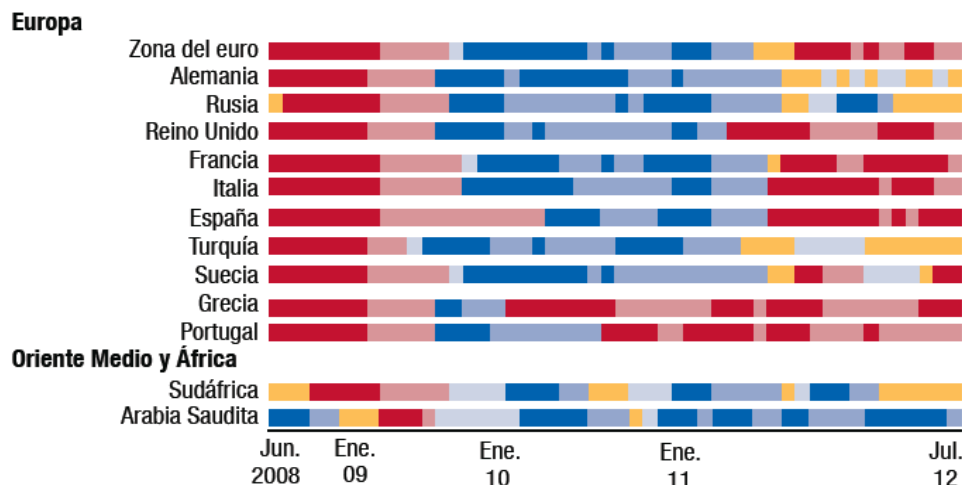
- Por encima de la tendencia y en aumento
- Por encima de la tendencia y en declive
- Por debajo de la tendencia y en aumento
- Por debajo de la tendencia y en declive
- Contrayéndose a una tasa cada vez menor
- Contrayéndose a una tasa cada vez mayor

**América**



**Asia y el Pacífico**





Nota: EE.UU. = Estados Unidos de Norteamérica; ZE = zona del euro; CEI = Comunidad de Estados Independientes; EAD = economías de Asia en desarrollo; EEE = economías emergentes de Europa; ALC = América Latina y el Caribe; OMNA = Oriente Medio y Norte de África.

1/ Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos de Norteamérica, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Taiwán, Hong Kong, el Reino Unido, la República Checa, Singapur, Suecia, Suiza y la zona del euro.

2/ Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela.

3/ África Subsahariana (AS) se omite debido a limitaciones de los datos.

4/ El diagrama de evolución del crecimiento se describe en Matheson (2011). Dentro de las regiones, los países se clasifican por el tamaño de su economía.

FUENTE: Estimaciones del FMI.

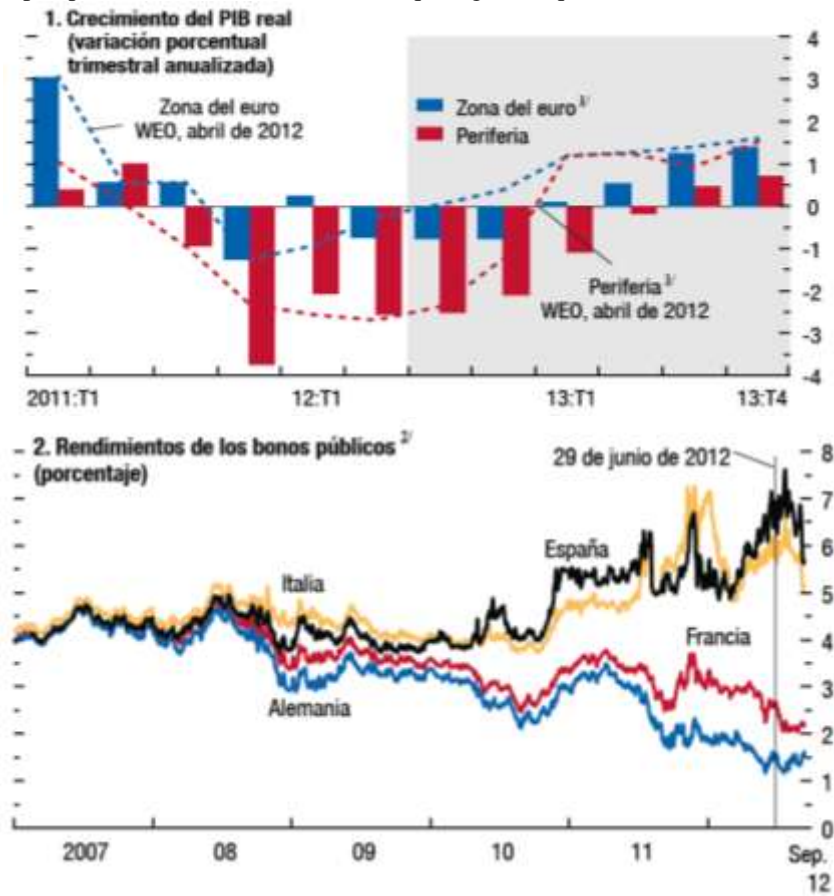
## La crisis en la zona del euro se intensificó

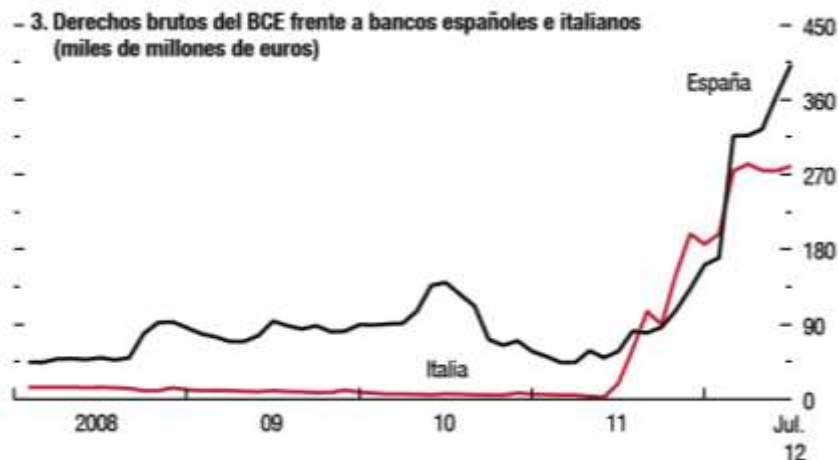
Pese a las medidas de política que se adoptaron para resolverla, la crisis de la zona del euro se ha agravado y han sido necesarias nuevas intervenciones para evitar un deterioro acelerado de la situación. Tal como se indica en la edición de octubre de 2012 del *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* (ISEFM), los bancos, las aseguradoras y las empresas han trasladado la liquidez excedentaria de la periferia al núcleo de la zona del euro, y como resultado los diferenciales soberanos españoles alcanzaron máximos sin precedentes y los diferenciales italianos subieron drásticamente (gráfico *Evolución en la zona del euro*, panel 2). Los factores que desencadenaron esta situación fueron la persistencia de dudas acerca de la capacidad de los países de la periferia para llevar adelante los necesarios ajustes fiscales y estructurales, los cuestionamientos acerca de si las instituciones nacionales están

preparadas para adoptar políticas adecuadas en toda la zona del euro para combatir la crisis, y las preocupaciones en cuanto a la capacidad del Banco Central Europeo (BCE) y del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera/Mecanismo Europeo de Estabilidad (FEEF/MEDE) para responder en caso de que se materializaran los escenarios más desfavorables.

### EVOLUCIÓN EN LA ZONA DEL EURO

La crisis en la zona del euro se ha agudizado. La actividad está contrayéndose, sobre todo debido a fuertes recortes de la producción en las economías de la periferia, dado que las condiciones financieras y fiscales son muy restrictivas. Los emisores de bonos soberanos y los bancos en la periferia están esforzándose por atraer inversionistas extranjeros. Sus diferenciales de deuda soberana han aumentado considerablemente, y los bancos acuden con mayor frecuencia al Banco Central Europeo para obtener financiamiento, lo que significa que han reducido el crédito interno.





1/ España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

2/ Bonos públicos a 10 años.

FUENTE: Bloomberg Financial Markets; bancos centrales nacionales, y estimaciones del FMI.

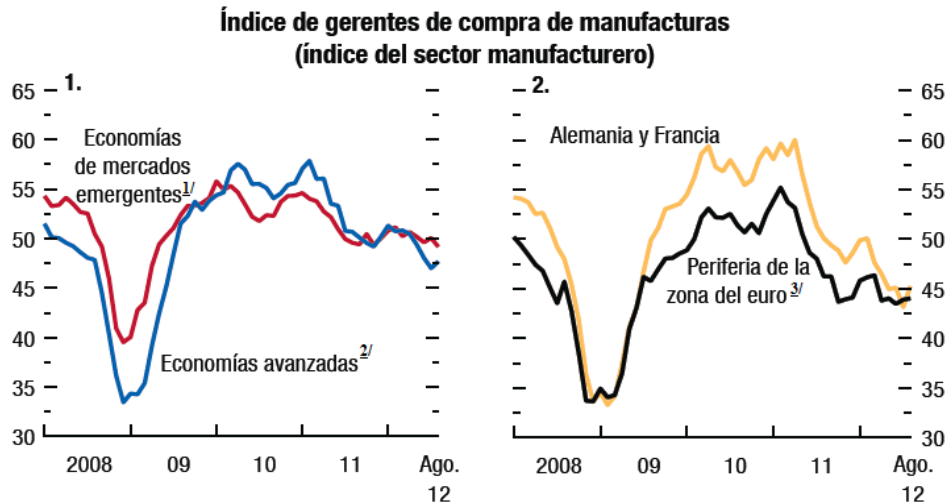
Estas inquietudes dieron lugar a cuestionamientos acerca de la viabilidad de la zona del euro y llevaron a las autoridades de la zona euro a adoptar diversas medidas. En la cumbre que celebraron el 29 de junio de 2012, los líderes de la zona del euro se comprometieron a reconsiderar el tema de la prelación del MEDE con respecto a los préstamos a España. En respuesta al agravamiento de los problemas, España posteriormente acordó un programa con sus socios europeos para respaldar la reestructuración de su sector bancario, con un financiamiento de hasta 100 mil millones de euros. Además, los líderes emprendieron tareas para establecer una unión bancaria, que recientemente dio lugar a una propuesta de la Comisión Europea para establecer un mecanismo único de supervisión. Los líderes coincidieron en que, una vez establecido, ese mecanismo abriría la posibilidad de que el MEDE asuma participaciones de capital directas en los bancos. Esto es crucial porque ayudará a romper el círculo vicioso entre las entidades soberanas y los bancos. Asimismo, a comienzos de septiembre, el BCE anunció que considerará (sin límites *ex ante*) Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) para los programas de ajuste macroeconómico o los programas precautorios en el marco del FEEF/MEDE. Las transacciones abarcarán compras de títulos públicos, y se centrarán en el segmento más corto de la curva de rendimientos. Es importante destacar que el BCE aceptará el

mismo tratamiento que reciban los acreedores privados u otros acreedores con respecto a los bonos adquiridos a través del programa de OMC.

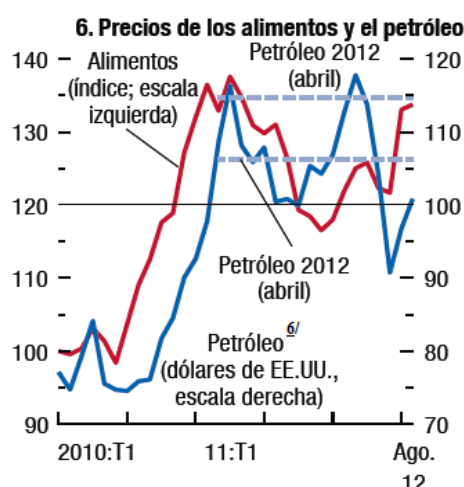
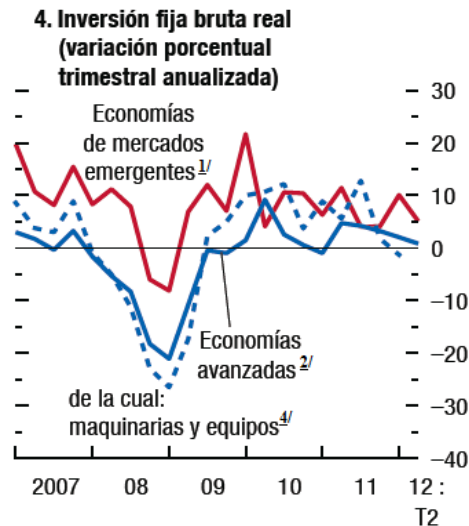
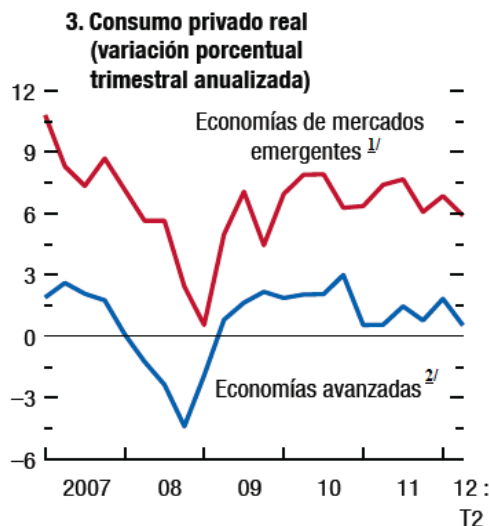
La previsión de estas iniciativas y su posterior puesta en marcha provocaron una recuperación en los mercados financieros, con una apreciación del euro frente al dólar estadounidense y otras monedas importantes. Sin embargo, los indicadores recientes de actividad han seguido languideciendo, lo cual hace pensar que la debilidad está propagándose de la periferia a toda la zona del euro (gráfico siguiente, panel 2). Ni siquiera Alemania ha sido inmune.

### INDICADORES DE CRECIMIENTO CORRIENTES Y ANTICIPADOS\*

Los índices de gerentes de compra del sector manufacturero aún no apuntan a un avance significativo de la actividad; están por debajo del nivel de 50, lo cual denota una caída del producto. El deterioro es especialmente pronunciado en la periferia de la zona del euro. La inversión en maquinaria y equipos también se ha debilitado, sobre todo en la zona del euro. Además, el ritmo de reposición de los inventarios ha disminuido. El consumo ha demostrado una mayor capacidad de resistencia, particularmente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Es posible que el nivel algo más bajo de los precios de los combustibles apoyen el consumo en las economías avanzadas. Sin embargo, el alza de los precios de los alimentos perjudicará a muchos hogares, sobre todo en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.







\* No todas las economías están incluidas en los agregados regionales. En los casos de ciertas economías, los datos mensuales se interpolan a partir de series trimestrales.

1/ Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela.

2/ Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos de Norteamérica, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Taiwán, Hong Kong, Reino Unido, la República Checa, Singapur, Suecia, Suiza y la zona del euro.

3/ España, Grecia, Irlanda e Italia.

4/ Promedios ponderados según la paridad del poder adquisitivo de los productos metálicos y maquinarias en la zona del euro, plantas y equipo en Japón, plantas y maquinaria en Reino Unido, y equipo y programas informáticos en Estados Unidos de Norteamérica.

5/ Sobre la base de desviaciones respecto de la relación (de cointegración) estimada entre la producción industrial y las ventas minoristas a escala mundial.

6/ Dólares estadounidenses por barril: Promedio simple de los precios al contado de las variedades británicas de Brent, Dubai Fateh y West Texas Intermediate. Las líneas puntuadas indican el precio del petróleo proyectado en las ediciones del informe Perspectivas de la Economía Mundial (WEO) de abril de 2012 y la actual.

FUENTE: Haver Analytics y cálculos del FMI.

## **El producto y el empleo volvieron a debilitarse en Estados Unidos de Norteamérica**

La economía estadounidense se desaceleró. Los datos revisados de las cuentas nacionales indican que la economía comenzó 2012 con un impulso mayor que el inicialmente estimado. Sin embargo, el crecimiento del PIB real posteriormente se desaceleró a 1.7% en el segundo trimestre, es decir, por debajo de las proyecciones de las *Perspectivas de la Economía Mundial* de abril de 2012 y su correspondiente actualización en julio. El mercado laboral y el consumo no han logrado cobrar mucho impulso. La persistente debilidad ha dado lugar a otra ronda de políticas de estímulo por parte de la Reserva Federal. Debido al persistente estancamiento político, el problema del precipicio fiscal no se resolverá antes de las elecciones de noviembre. Por el lado positivo, el mercado inmobiliario quizás esté estabilizándose, aunque en niveles deprimidos, y el crédito privado ha seguido expandiéndose a pesar del retroceso de los bancos de la Unión Europea en el mercado estadounidense.

## **La demanda interna siguió perdiendo fuerza en economías emergentes clave**

La aplicación de políticas más restrictivas en respuesta a las limitaciones de la capacidad y las preocupaciones acerca de la posibilidad de que las carteras de préstamo de los bancos se deterioren, la menor demanda proveniente de las economías avanzadas, y factores específicos de cada país, desaceleraron el crecimiento del PIB en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, de alrededor de 9% a finales de 2009 a alrededor de 5.25% últimamente. Los indicadores de la actividad manufacturera han estado retrocediendo por algún tiempo (gráfico anterior, panel 1). El Modelo de Proyección Mundial del FMI indica que más de la mitad de las revisiones a la baja del crecimiento del PIB real en 2012 tienen como causa principal factores internos.

- Se estima que el crecimiento se ha debilitado considerablemente en las economías en desarrollo de Asia, a menos de 7% en el primer semestre de 2012, dada la abrupta desaceleración de la actividad en China, debido al endurecimiento de las condiciones crediticias (en respuesta al riesgo de una burbuja inmobiliaria), el retorno a un ritmo más sostenible de inversión pública y un debilitamiento de la demanda externa. La actividad en India se vio afectada por una merma de la confianza de las empresas debida a la desaceleración de la aprobación de nuevos proyectos, la lentitud de las reformas estructurales, aumentos de la tasa de interés de política monetaria para contener la inflación y un decaimiento de la demanda externa.
- El crecimiento del PIB real también se desaceleró en América Latina a aproximadamente 3% en el primer semestre de 2012, en gran medida debido a que en Brasil se sintió el impacto de la aplicación previa de políticas más restrictivas para contener la presión inflacionaria y el efecto de las medidas para moderar el crecimiento del crédito en ciertos segmentos del mercado, sumándose a esto últimamente el peso de factores mundiales.
- Las economías emergentes de Europa, después de experimentar un fuerte repunte tras las crisis de crédito, ahora se han visto duramente golpeadas por la desaceleración de las exportaciones a la zona del euro, y con lo cual el crecimiento de su PIB real prácticamente se ha detenido. En Turquía, la causa de la desaceleración ha sido la demanda interna, que se ha visto afectada por la aplicación de políticas más restrictivas y una reducción de la confianza. A diferencia de 2008, sin embargo, la aversión generalizada al riesgo en la región ha dejado de ser un factor. La actividad en Rusia, que ha beneficiado a varias economías de la región, también ha perdido dinamismo recientemente.

## Perspectivas de crecimiento lento y accidentado

No se vislumbran mejoras significativas en el futuro. El pronóstico de las *Perspectivas de la Economía Mundial* prevé solo una reaceleración moderada de la actividad, que estaría ayudada por cierta disminución de la incertidumbre acerca de las respuestas de política que se supone se tomarán en la zona del euro y Estados Unidos de Norteamérica, las persistentes condiciones monetarias acomodaticias y una relajación gradual de las condiciones financieras. Los balances sólidos de las empresas no financieras y el desapalancamiento constante o cada vez más lento de los bancos y hogares promoverán la reconstitución del acervo de capital y el fortalecimiento gradual del consumo de bienes duraderos. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el relajamiento de la política monetaria y fiscal impulsará el crecimiento del producto. Sin embargo, si cualquiera de los dos supuestos críticos acerca de las respuestas de política no se cumpliera, la actividad mundial podría deteriorarse drásticamente.

- El primer supuesto es que, de acuerdo con el escenario base presentado en el ISEFM de octubre de 2012, las autoridades europeas adoptan medidas adicionales para impulsar el ajuste a nivel de los países y la integración a nivel de la zona del euro (incluido el establecimiento oportuno de un mecanismo único de supervisión). Como resultado, la credibilidad de las políticas y la confianza mejoran gradualmente mientras que persisten tensiones debido a los elevados costos de financiamiento y continúa la fuga de capitales de los países de la periferia a los del núcleo. Si no se toman estas medidas de política, el pronóstico de las *Perspectivas de la Economía Mundial* puede no cumplirse una vez más, y la zona del euro podría descender al escenario basado en la aplicación de políticas deficientes que se presenta en el ISEFM.

- El segundo supuesto es que las autoridades estadounidenses evitan el precipicio fiscal y elevan el tope de la deuda, y al mismo tiempo logran avances importantes hacia la formulación de un plan integral para restablecer la sostenibilidad fiscal.

### **El ajuste fiscal continuará, pero no en muchas economías de mercados emergentes**

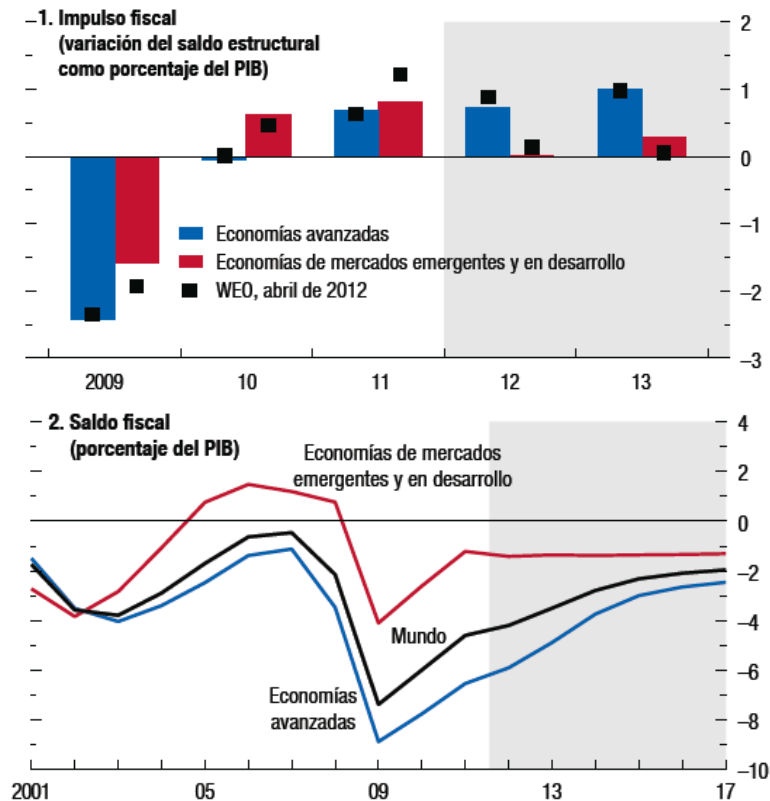
El ajuste fiscal ha estado frenando la actividad en varias partes del mundo, y seguirá haciéndolo a lo largo del horizonte del pronóstico en las economías avanzadas, pero no en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En la edición de octubre de 2012 de *Monitor Fiscal* (MF) se examinan las tendencias.

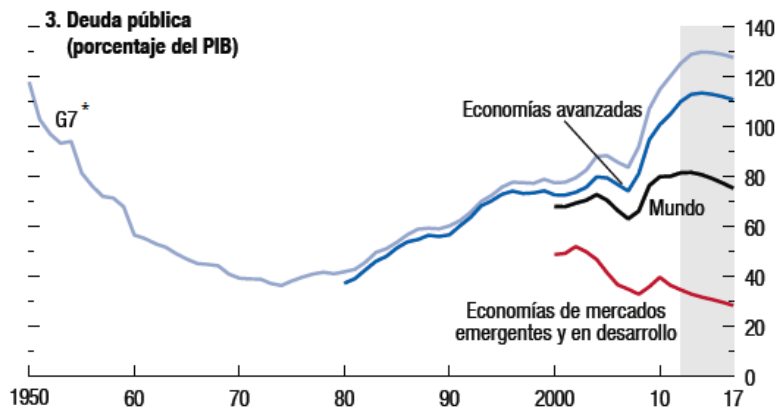
En las principales economías avanzadas, los saldos estructurales del gobierno general avanzan por una trayectoria que los conduce a una reducción de alrededor de 0.75% del PIB en 2012, es decir, aproximadamente lo mismo que en 2011 y conforme a las proyecciones de las *Perspectivas de la Economía Mundial* de abril de 2012 (gráfico siguiente, panel 1). Para 2013 se proyecta que el ajuste se incrementará moderadamente a alrededor de 1% del PIB, pero la composición del ajuste variará entre los distintos países. En la zona del euro ya se ha implementado un ajuste sustancial y el ritmo de contracción disminuirá en cierta medida. En Estados Unidos de Norteamérica, las perspectivas presupuestarias para 2013 son muy inciertas, dado el gran número de normas sobre impuestos que están por caducar y la amenaza de recortes automáticos del gasto, todo esto en un contexto político muy polarizado. El precipicio fiscal implica un ajuste de más de 4% del PIB, pero la proyección de las *Perspectivas de la economía mundial* supone que el resultado equivaldría solo a una reducción del déficit estructural de 1.25% del PIB, es decir, un poco más que en 2012, sobre todo debido a la extinción de las medidas de estímulo, como el recorte de los impuestos sobre la nómina, y una reducción del gasto relacionado con la guerra. Las perspectivas presupuestarias también se han tornado más inciertas en Japón, donde un

impasse político ha demorado la aprobación del financiamiento presupuestario para el resto del ejercicio que concluye en marzo de 2013. El gasto relacionado con el terremoto ha apoyado el crecimiento en 2012, pero se reducirá notablemente en 2013. Como resultado, se registrará una contracción fiscal de alrededor de 0.5% del PIB. Esta contracción podría ser mucho mayor si el impasse político no se resuelve pronto.

### POLÍTICAS FISCALES

En 2012, la política fiscal se tornó más contractiva en las economías avanzadas, y mucho menos contractiva en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, donde se prevé que el déficit fiscal se situará alrededor del 1.5% del PIB, es decir, muy por debajo del nivel de 6% del PIB proyectado para las economías avanzadas. Sin embargo, antes de la crisis, las economías de mercados emergentes y en desarrollo tenían superávit. A mediano plazo, muchas economías deberían fortalecer su posición fiscal para recomponer el margen de maniobra de sus políticas. No obstante, los principales desafíos con respecto a la reducción del déficit radican en las economías avanzadas, donde la deuda pública supera el 100% del PIB y está en aumento.





\* El G-7 está integrado por Alemania, Canadá, Estados Unidos de Norteamérica, Francia, Italia, Japón y Reino Unido.

FUENTE: Estimaciones del FMI.

Para las economías de mercados emergentes y en desarrollo no se prevé ninguna consolidación fiscal significativa para 2012–2013, después de que durante 2011 se registrara una mejora de 1% del PIB en los saldos estructurales (gráfico anterior, panel 1). Se prevé que el déficit del gobierno general en estas economías permanecerá por debajo de 1.5% del PIB, y que los niveles de deuda pública como porcentaje del PIB descenderán, hacia 30%. No obstante, las perspectivas fiscales varían de una economía a otra. En términos generales, China, India y Turquía aplicarán una política neutra en 2012 y 2013. En Brasil, la política será en general neutra en 2012 y se tornará algo más restrictiva en 2013. En México, la contracción fiscal será de alrededor de 1% del PIB en 2012, y estará seguida de una nueva retracción fiscal moderada en 2013. En Rusia, la política está distendiéndose notablemente en 2012, pero para 2013 se proyecta una orientación neutra en términos generales.

### **Se prevé que la política monetaria apoyará la actividad**

La política monetaria ha estado distendiéndose y permanecerá muy laxa, de acuerdo con las expectativas del mercado (gráfico siguiente, panel 1). El BCE puso en marcha recientemente el programa de OMC (véase *supra*) y amplió los requisitos para la constitución de garantías. La Reserva Federal anunció hace poco que compraría títulos respaldados por hipotecas a un ritmo de 40 mil millones de dólares al mes, que

consideraría compras adicionales de activos y que emplearía otras herramientas de política hasta que las condiciones económicas mejoren. Además, prorrogó la directriz de tasas de interés bajas de finales de 2014 hasta mediados de 2015. Previamente, el Banco de Inglaterra había ampliado su programa de expansión cuantitativa. Recientemente varias economías avanzadas redujeron las tasas de política monetaria (Australia, Corea, Israel, República Checa) o postergaron las alzas de las mismas. El Banco de Japón prevé una expansión monetaria de alrededor de 5% del PIB durante el próximo año con base en su programa de compra de activos, y estima que esta medida será suficiente para elevar la inflación hasta la meta fijada de 1%. Recientemente distendió aún más su política monetaria al ampliar el tope de su programa de compra de activos con respecto a los bonos públicos.

El Banco de Inglaterra lanzó algunas medidas innovadoras. En el marco de un programa de financiamiento para préstamos (*Funding for Lending Scheme*, FLS), los bancos y las empresas constructoras podrán obtener crédito mediante letras del Tesoro del Reino Unido a cambio de garantías menos líquidas. Los bancos podrán endeudarse en letras por una suma equivalente a 5% de su cartera de préstamos al sector no financiero de Reino Unido en junio de 2012, más toda expansión del crédito desde esa fecha hasta finales de 2013. Para los bancos que, en lugar de recortar sus actividades de préstamo, las mantengan o las amplíen, las tasas que se aplican a las operaciones de *swaps* serán más bajas. Estas medidas deben estimular los préstamos bancarios y facilitar el acceso al crédito al por mayor al mejorar la calidad de los activos en poder de los bancos.

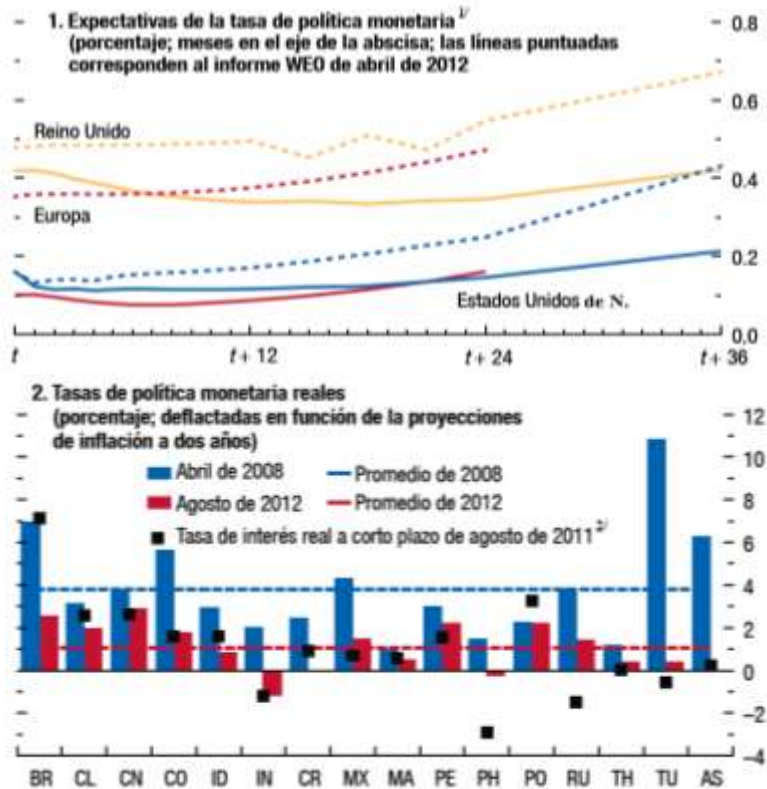
Las economías de mercados emergentes y en desarrollo pusieron en marcha una serie de políticas expansivas en respuesta al descenso de la actividad y la inflación. Muchas postergaron el ajuste previsto, y algunas recortaron las tasas de interés de política monetaria, como Brasil, China, Colombia, Filipinas, Hungría y Sudáfrica (gráfico siguiente, panel 2). Sin embargo, solo Brasil realizó cortes profundos, relajando al



mismo tiempo las medidas macroprudenciales para incentivar aún más el crédito. En general, las tasas de interés reales en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo aún están en niveles relativamente bajos y el crecimiento del crédito es fuerte. Por estas razones, muchos bancos centrales han optado por mantenerse a la espera.

**POLÍTICAS MONETARIAS\***

En las principales economías avanzadas se prevén políticas monetarias muy laxas. Las tasas de interés real también son bajas en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo, y varias economías han recortado sus tasas de interés de política monetaria en los últimos seis meses. Sin embargo, solo unas pocas economías realizaron recortes significativos. A mediano plazo será necesario elevar las tasas de política monetaria, pero teniendo en cuenta los riesgos a la baja para las perspectivas, muchos bancos centrales pueden mantener las tasas estables ahora o relajarlas aún más. En las economías avanzadas, los balances de los bancos centrales se han expandido considerablemente, pero su tamaño no es inusual en comparación con los de varias economías de mercados emergentes.





\* BR = Brasil; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; PE = Perú; PH = Filipinas; PL = Polonia; RU = Rusia; TH = Tailandia; TR = Turquía; ZA= Sudáfrica; BCE = Banco Central Europeo; BJ = Banco de Japón; Fed = Reserva Federal.

1/ Las expectativas se basan en la tasa de fondos federales (Estados Unidos de Norteamérica), la tasa media interbancaria a un día en libra esterlina (Reino Unido) y las tasas a término ofrecidas en el mercado interbancario en euros (Europa); datos actualizados al 13 de septiembre de 2012.

2/ Tasa del Banco de Indonesia, en el caso de Indonesia; el costo de financiamiento efectivo marginal del Banco Central de la República de Turquía estimado por el FMI.

3/ Los cálculos del BCE se basan en el estado financiero semanal del Eurosistema.

FUENTE: Bloomberg Financial Markets y estimaciones del FMI.

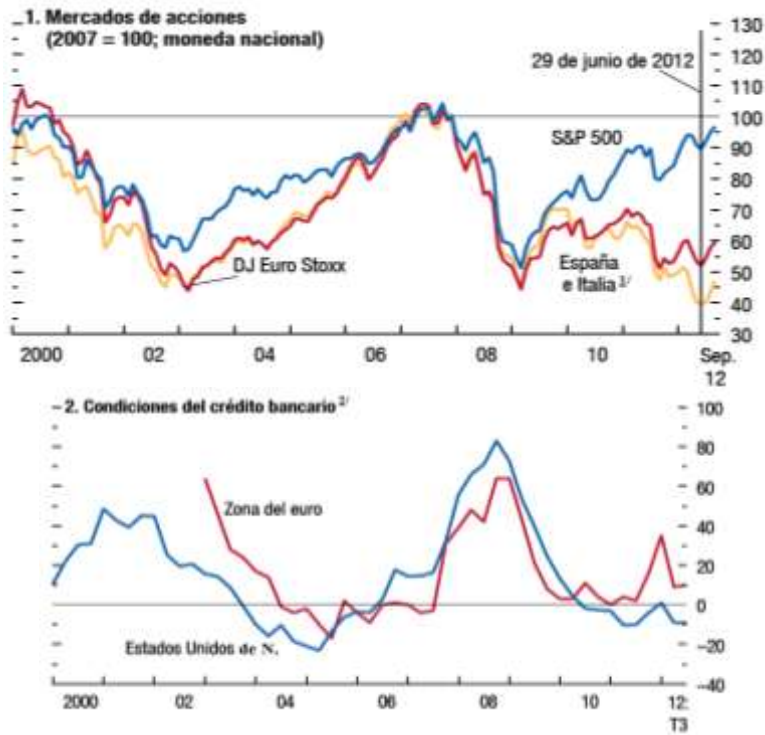
## Persistirán condiciones financieras muy frágiles

Pese a la recuperación del mercado en el tercer trimestre de 2012, los factores de vulnerabilidad financiera son más altos que en el segundo trimestre, según el *Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial* (ISEFM) de octubre de 2012. La confianza en el sistema financiero mundial sigue siendo extraordinariamente frágil. Los préstamos bancarios permanecen deprimidos en las diferentes economías avanzadas (gráfico siguiente, paneles 2 y 3). Las normas de crédito en Estados Unidos de Norteamérica han estado relajándose moderadamente durante algún tiempo, aunque no todavía en el caso de los inmuebles residenciales. En la zona del euro, en cambio, las encuestas sobre préstamos apuntan a un mayor endurecimiento de las normas y a una caída de la demanda de préstamos. El crédito bancario se ha contraído drásticamente en la periferia, y el crecimiento del crédito prácticamente se estancó en

las economías del núcleo, en medio de fuertes aumentos de los diferenciales de crédito en la periferia.

### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados de acciones registraron cuantiosas pérdidas y han experimentado mucha volatilidad. Los pronunciamientos en materia de política han tendido fuertes repercusiones. Las condiciones del crédito bancario están distendiéndose con respecto a los niveles muy restrictivos en Estados Unidos de Norteamérica, pero continúan contrayéndose en la zona del euro. En Estados Unidos de Norteamérica el crédito a los hogares y a las empresas no financieras está volviendo a crecer; el crédito en la zona del euro está deprimido, en medio de recortes en las economías de la periferia.



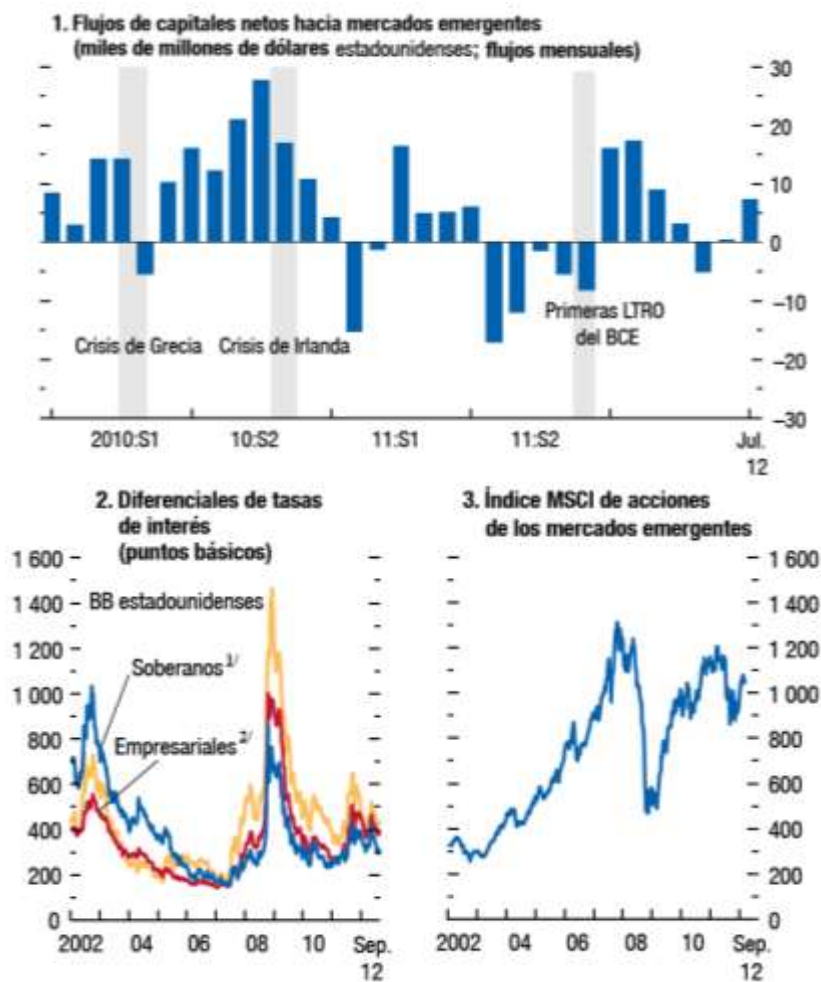


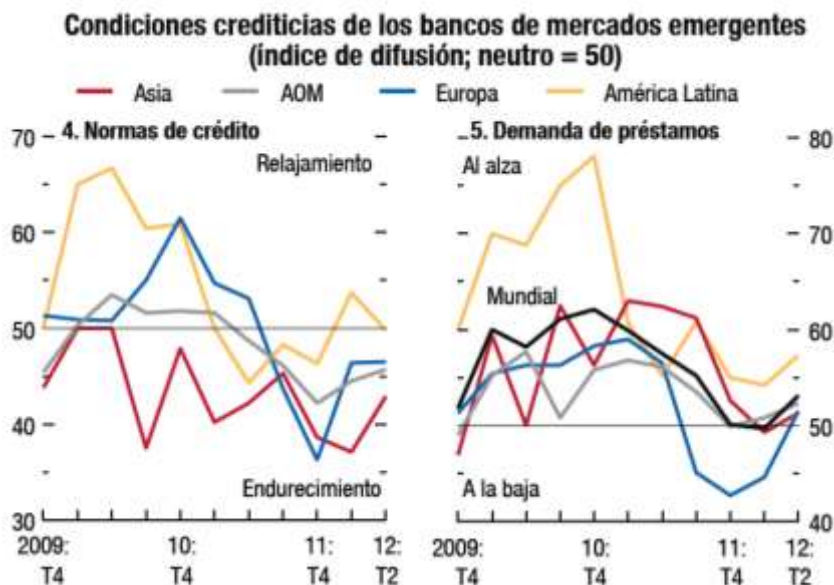
- 1/ Promedio ponderado del IBEX de España y el FTSEMIB de Italia utilizando las capitalizaciones de mercado del 13 de septiembre de 2012.
- 2/ Porcentaje de encuestados que declararon que las normas de crédito eran “considerablemente” o “un poco” más estrictas que tres meses antes, menos los que declararon que eran “considerablemente” o “un poco” menos estrictas. Encuesta sobre la evolución de las normas de préstamos o líneas de crédito a empresas en la zona del euro; promedio de encuestas sobre la evolución de las normas de préstamos comerciales/ industriales e inmobiliarios comerciales en Estados Unidos de Norteamérica; índice de difusión de condiciones “acomodaticias” menos “estrictas”, encuesta Tankan de actitud de préstamo de las instituciones financieras de Japón.
- FUENTE: Bank of America/Merrill Lynch; Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics, y estimaciones del FMI.

El aumento de la aversión al riesgo ha frenado los flujos de capitales a los mercados emergentes (gráfico siguiente, panel 1), aunque los títulos de deuda en moneda local han seguido atrayendo inversiones durante la crisis de la zona del euro. Las inquietudes giran en torno a la desaceleración del crecimiento interno y el agravamiento de los factores de vulnerabilidad financiera. Los diferenciales de los bonos soberanos y empresariales aumentaron levemente (gráfico, panel 2). Los bancos en los mercados emergentes han estado aplicando normas crediticias más restrictivas ante el aumento de los préstamos en mora y el deterioro de las condiciones de financiamiento (gráfico, panel 4). Las respuestas a las encuestas hacen pensar que la contracción en los mercados mundiales de financiamiento ha tenido una incidencia importante en este sentido. Los indicadores de la demanda de préstamos aún están en un ciclo expansivo en todas las principales regiones (gráfico, panel 5). El ritmo de crecimiento del crédito disminuyó con respecto al altísimo nivel en que estaba, pero sigue siendo elevado en muchas economías.

### CONDICIONES EN LOS MERCADOS EMERGENTES

Los mercados emergentes experimentaron salidas de capital hasta hace poco, sus mercados de acciones retrocedieron y sus diferenciales de riesgo se ampliaron en cierta medida. Los bancos están endureciendo las normas crediticias ante los auges de crédito y precios de los activos y ante la reducción del financiamiento externo. No obstante, la demanda de préstamos continúa expandiéndose.





\* BCE = Banco Central Europeo; LTRO = Operaciones de financiación a plazo más largo; AOM = África y Oriente Medio.

1/ Diferencial del índice EMBI Global de JPMorgan.

2/ Diferencial del índice CEMBI Broad de JPMorgan.

FUENTE: Bloomberg Financial Markets; Capital Data; EPFR Global; Haver Analytics; IIF Emerging Markets Bank Lending Survey, y cálculos del FMI.

Las condiciones financieras probablemente seguirán siendo muy frágiles a corto plazo porque la implementación de una solución a la crisis de la zona del euro tomará tiempo y porque el tope de la deuda y el precipicio fiscal en Estados Unidos de Norteamérica generan preocupaciones acerca de la recuperación de ese país. Se prevé que los préstamos bancarios en las economías avanzadas seguirán deprimidos, mucho más en la zona del euro, donde los países de la periferia sufrirán nuevas reducciones del crédito. En la mayoría de los mercados emergentes los flujos de capitales tenderán a ser volátiles. En las economías en las que el crecimiento del crédito ya se ha desacelerado apreciablemente, como China, los préstamos probablemente repuntarán más a medida que se aceleren las aprobaciones de proyectos; en otras regiones, las tasas de crecimiento probablemente se desplazarán lateralmente o descenderán. Es probable que las condiciones del financiamiento externo incidan en la evolución del crédito en las economías emergentes de Europa más que en otras economías de mercados emergentes.

## **Se pronostica que la actividad seguirá siendo tenue en muchas economías**

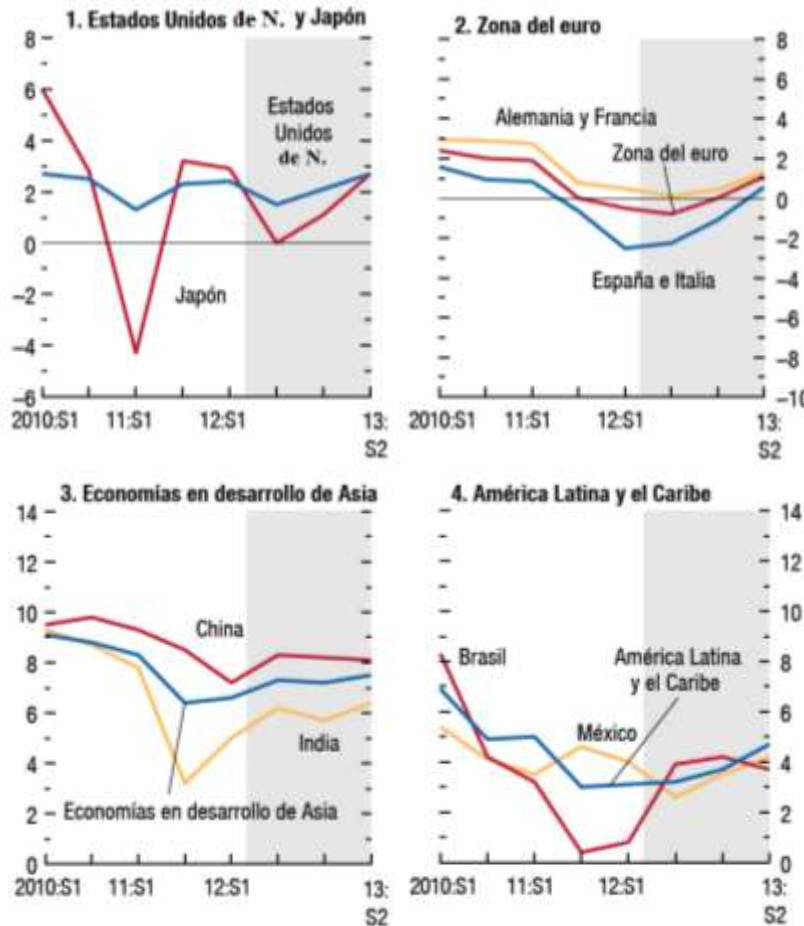
Se pronostica una recuperación trastabillante en las principales economías avanzadas, con un crecimiento que permanecerá en un nivel bastante saludable en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo. Los indicadores anticipados no apuntan a una aceleración significativa de la actividad, pero últimamente las condiciones financieras han mejorado en respuesta a las medidas adoptadas por las autoridades en la zona del euro y al relajamiento de la política por parte de la Reserva Federal.

- Para la zona del euro se proyecta que el PIB real se reducirá alrededor de 0.75% (en cifras anualizadas) durante el segundo semestre de 2012 (gráfico siguiente, panel 2). Al tener en cuenta el menor repliegue fiscal y la aplicación, a escala nacional y de toda la zona del euro, de políticas orientadas a mejorar en mayor medida las condiciones financieras a finales de 2013, se proyecta que el PIB real permanecerá invariable en el primer semestre de 2013 y se expandirá alrededor de 1% en el segundo semestre. Se prevé que las economías del núcleo registrarán un crecimiento bajo pero positivo en 2012–2013. La mayoría de las economías de la periferia probablemente sufrirán una fuerte contracción en 2012, provocada por el carácter restrictivo de las políticas fiscales y las condiciones financieras, y empezarán a recuperarse tan solo en 2013.

## CRECIMIENTO DEL PIB

### -Variación porcentual anualizada de un semestre a otro-

Se proyecta que el crecimiento del PIB real se desplazará lateralmente o se acelerará moderadamente en 2012. Se prevé que la actividad seguirá contrayéndose durante 2013 en las economías de la periferia de la zona del euro. En las economías emergentes de Asia y América Latina, la aceleración proyectada se debe principalmente a China y Brasil, que han estado relajando sus políticas macroeconómicas en respuesta al debilitamiento de la actividad.



FUENTE: Estimaciones del FMI.

- En Estados Unidos de Norteamérica se proyecta que el PIB real se expandirá alrededor de 1.50% durante el segundo semestre de 2012, y que aumentará a 2.75% a finales de 2013 (gráfico anterior, panel 1). La debilidad de los balances de los hogares y la escasa confianza, las condiciones financieras relativamente restrictivas y la continua consolidación fiscal son los obstáculos que impiden un crecimiento más dinámico. A muy corto plazo, la sequía también incidirá negativamente en el producto.



- En Japón, el ritmo de crecimiento disminuirá considerablemente conforme vayan concluyendo las tareas de reconstrucción posteriores al terremoto. Se pronostica que el PIB real se estancará en el segundo semestre de 2012 y que crecerá aproximadamente 1% en el primer semestre de 2013. De ahí en adelante se prevé una mayor aceleración del crecimiento (gráfico anterior, panel 1).

Los fundamentos económicos siguen siendo sólidos en muchas economías que no han sufrido una crisis financiera, especialmente en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo. En esas economías, el fuerte crecimiento del empleo y el sólido nivel de consumo (gráfico *Indicadores de Crecimiento Corrientes y Anticipados*, panel 3) deberán seguir impulsando la demanda y, junto con una política macroeconómica más laxa, propiciar una inversión y un crecimiento saludables. Sin embargo, no se proyecta que las tasas de crecimiento retornen a los niveles previos a la crisis.

- En las economías en desarrollo de Asia, el pronóstico es que el ritmo de crecimiento del PIB real se acelerará a 7.25% en el segundo semestre de 2012 (gráfico anterior, panel 3). El principal responsable de esta aceleración será China, donde se prevé que la actividad se verá impulsada gracias a la aprobación más rápida de proyectos de infraestructura pública. Las perspectivas para India son inusualmente inciertas: para 2012 se proyecta un crecimiento del PIB real de 5%, con un crecimiento débil en el primer semestre y una continua desaceleración de la inversión, pero gracias a mejoras de las condiciones externas y la confianza —ayudadas por diversas reformas anunciadas recientemente— se proyecta que el crecimiento del PIB real aumentará a alrededor de 6% en 2013.

- Para América Latina se proyecta que el PIB real crecerá aproximadamente 3.25% en el segundo semestre de 2012. De ahí en adelante se prevé que se acelerará a 4.75% en el curso del segundo semestre de 2013 (gráfico anterior, panel 4). En el caso de Brasil, la aceleración proyectada es fuerte gracias a medidas fiscales focalizadas que buscan promover la demanda a corto plazo y a la aplicación de una política monetaria más laxa, incluidos recortes de la tasa de política monetaria equivalentes a 500 puntos básicos desde agosto de 2011. No se pronostica un repunte apreciable del ritmo de la actividad en otros países de la región.
- En las economías de Europa Central y Oriental, se prevé que la mejora de las condiciones financieras en las economías golpeadas por la crisis, una demanda algo más fuerte por parte de la zona del euro y el fin de un ciclo de auge y caída en Turquía produzcan un repunte del crecimiento a 4% a finales de 2013.
- En África Subsahariana se proyecta que el crecimiento permanecerá por encima de 5%, y por encima de 4% en la Comunidad de Estados Independientes (ver cuadro anterior). Dos factores que propician esta evolución en ambas regiones son el nivel aún alto de los precios de las materias primas y los proyectos conexos.
- En la región de Oriente Medio y Norte de África (OMNA), la actividad en los países importadores de petróleo probablemente se verá frenada por la persistente incertidumbre relacionada con los procesos de transición política y económica tras la Primavera Árabe y por la debilidad de los términos de intercambio: el crecimiento del PIB real probablemente se desacelerará a alrededor de 1.25% en 2012 y repuntará moderadamente en 2013. Debido en gran medida a la recuperación en Libia, el ritmo general de crecimiento en los

países exportadores de petróleo repuntará marcadamente en 2012, a más de 6.50%, para luego retornar a alrededor de 3.75% en 2013.

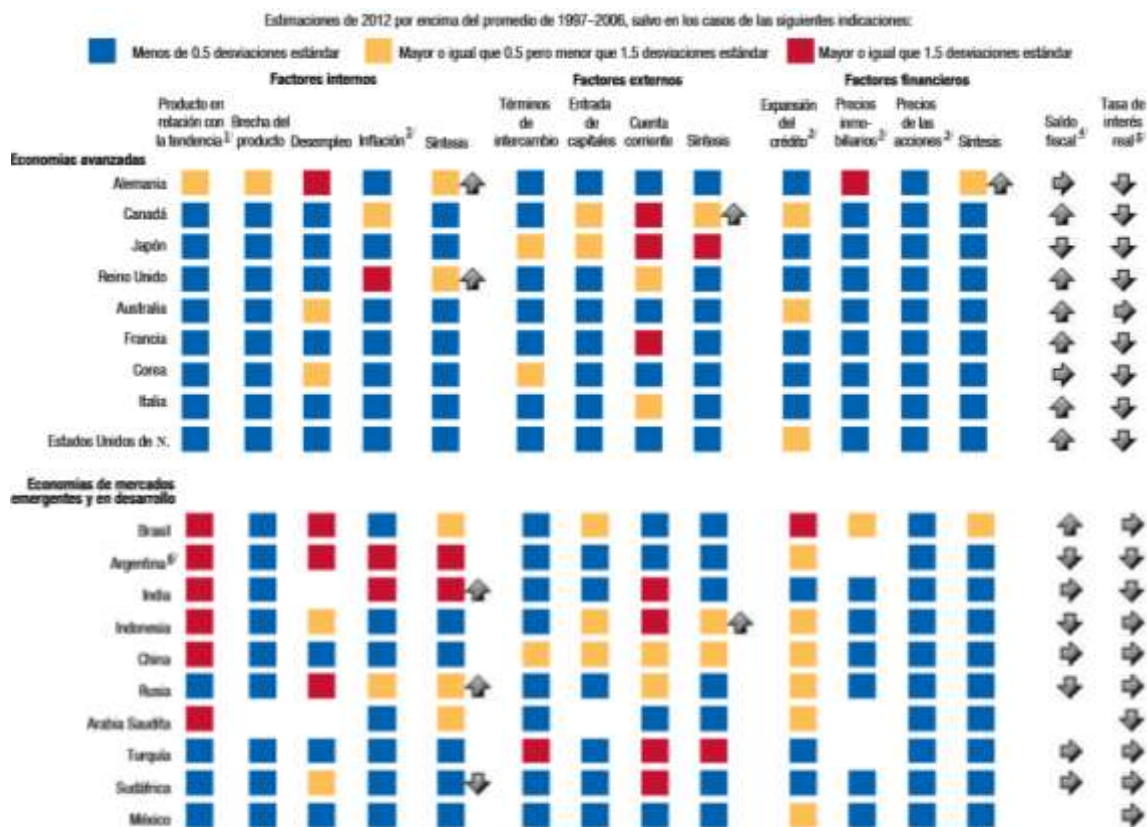
### **Los indicadores cíclicos denotan capacidad excedentaria en las economías avanzadas**

Los indicadores cíclicos apuntan a una amplia capacidad ociosa en muchas economías avanzadas, pero limitaciones de capacidad en varias economías de mercados emergentes (gráfico siguiente). Según las *Perspectivas de la economía mundial*, las brechas del producto en las principales economías avanzadas son amplias, y van desde aproximadamente 2.5% del PIB en la zona del euro y Japón hasta 4.0% en Estados Unidos de Norteamérica en 2012. Estas brechas son coherentes con un debilitamiento de la demanda debido a las condiciones financieras restrictivas y a la consolidación fiscal. En cambio, la mayoría de las economías de mercados emergentes y en desarrollo que fueron golpeadas por la crisis siguen operando por encima de las tendencias previas a la crisis. Sin embargo, se estima que sus tasas de crecimiento potencial en los últimos años fueron más altas de lo que indica el promedio previo a la crisis desde 1996 hasta 2006, y por tanto las estimaciones de la brecha del producto según las *Perspectivas de la economía mundial* no indican un sobrecalentamiento considerable.

En medio de una evolución muy divergente entre las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se estima que la tasa mundial de desempleo permanecerá invariable durante 2012–2013, en alrededor de 6.25% (gráfico *Indicadores Mundiales*, panel 2). Las tasas de desempleo en promedio han descendido por debajo de los niveles previos a la crisis en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, pero siguen siendo elevadas en las economías avanzadas, y no se espera que desciendan significativamente durante 2012–2013.

## INDICADORES DE SOBRECALENTAMIENTO DE LAS ECONOMÍAS DEL G-20

Los indicadores de sobrecalentamiento interno apuntan a una amplia capacidad ociosa en las economías avanzadas; la mayoría de los indicadores son de color azul\*. En cambio, varios indicadores amarillos y rojos en economías de mercados emergentes y en desarrollo señalan limitaciones de capacidad. Los indicadores de sobrecalentamiento externo son de color amarillo o rojo en los casos de Japón y China; en lugar de generar intranquilidad, estos son síntomas de un proceso de reequilibrio de la demanda interna que ha ayudado a reducir los desequilibrios mundiales en cuenta corriente. Sin embargo, en China el reequilibrio depende demasiado de la inversión. En Alemania, que es la otra economía superavitaria importante, el proceso de reequilibrio está rezagado. Los indicadores rojos de Turquía denotan factores de vulnerabilidad externa. Los indicadores de crédito apuntan a excesos en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo. Otros indicadores financieros son en general tranquilizadores en lo que se refiere a sobrecalentamiento, excepto en el caso de Brasil.



\* Para cada indicador, con las salvedades hechas a continuación, se asignan a las economías colores con base en los valores actualmente proyectados para 2012 en relación con el promedio anterior a la crisis (1997–2006). Cada indicador se califica como rojo = 2, amarillo = 1, y azul = 0; las calificaciones sintéticas se calculan como la suma de las calificaciones de los componentes seleccionados dividida por la máxima suma posible de dichas calificaciones. Los colores sintéticos son rojos si la calificación sintética es superior o igual a 0.66, amarillos si es igual o superior a 0.33 pero inferior a 0.66, y azules si es inferior a 0.33. Las flechas ascendentes (descendentes) indican condiciones de sobrecalentamiento (enfriamiento) en comparación con los valores proyectados para 2011 en el informe de *Perspectivas de la Economía Mundial* de abril de 2012.

<sup>1</sup>/ El producto superior en más de 2.5% a la tendencia previa a la crisis está indicado en rojo. El producto inferior a la tendencia en menos de 2.5% está indicado en azul. El producto dentro del rango  $\pm 2.5\%$  con respecto a la tendencia previa a la crisis está indicado en amarillo.

<sup>2</sup>/ En el caso de las siguientes economías con metas de inflación, se utilizó la tasa de inflación fijada como meta en lugar del promedio de 1997–2006 para calcular el indicador de inflación: Australia, Brasil, Canadá, Corea, Indonesia, México, Reino Unido, Sudáfrica y Turquía. En el caso de las economías sin

metas de inflación, se asigna el color rojo si la inflación es aproximadamente 10% o más, amarillo si la inflación es aproximadamente de 5 a 9% y azul si la inflación es inferior a 5 por ciento.

- 3/ Los indicadores de expansión del crédito, aumento de los precios inmobiliarios y aumento de los precios de las acciones se refieren a los valores más recientes de 2012 en relación con el promedio de 1997–2006 del crecimiento del producto.
- 4/ Las flechas en la columna del saldo fiscal representan la variación pronosticada del saldo estructural como porcentaje del PIB en el período 2011–2012. Una mejora de más de 0.5% del PIB está indicada por una flecha ascendente; un deterioro de más de 0.5% del PIB está indicado por una flecha descendente.
- 5/ Las tasas de interés de política monetaria reales inferiores a cero están identificadas por una flecha descendente; las tasas de interés reales por encima de 3% están identificadas por una flecha ascendente. Las tasas de interés de política monetaria reales se deflactan con proyecciones de inflación futura a dos años.
- 6/ Las cifras se basan en los datos oficiales del PBI de Argentina. El FMI ha pedido a Argentina que adopte medidas correctivas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PBI. El personal técnico del FMI también está utilizando otros indicadores del crecimiento del PBI a los efectos de la supervisión macroeconómica, entre los cuales se incluyen datos de analistas privados, que han mostrado desde 2008 un crecimiento del PBI real significativamente más bajo que el que indican los datos oficiales. Las variables nominales se deflactan utilizando la estimación del personal técnico del FMI sobre el promedio de la inflación provincial.

FUENTE: Banco de Pagos Internacionales; base de datos sobre China de CEIC; *Global Property Guide*; FMI, *Estadísticas de Balanza de Pagos*; FMI, *International Financial Statistics*; Haver Analytics; Oficina de Estadística de Australia; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y cálculos del FMI.

- En Estados Unidos de Norteamérica, la tasa de desempleo descendió de cerca de 10% en 2010 a alrededor de 8% últimamente, donde se prevé que permanecerá hasta 2013. Sin embargo, buena parte de esa disminución se debe a la lenta expansión de la fuerza laboral durante 2011. Por otro lado, más del 40% de los desempleados han estado desocupados por más de seis meses. En Europa, se proyecta que más de 1 de cada 10 participantes en la fuerza laboral estará desempleado durante 2013; en Grecia y España esa relación es 1 de cada 4 trabajadores. En términos más generales, casi la mitad de los jóvenes que forman parte de la fuerza laboral no tienen empleo en la periferia de la zona del euro. En Estados Unidos de Norteamérica, el número de personas desempleadas por mucho tiempo también ha aumentado drásticamente, lo cual eleva el riesgo de histéresis y de deterioro de las aptitudes.
- En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las cifras de desempleo varían ampliamente. Las tasas son muy altas en las economías golpeadas por la crisis, como muchas de las economías de Europa Central y

Oriental y varias de las economías de la CEI, pero son relativamente bajas en la mayor parte de las economías en desarrollo de Asia y América Latina. Se proyecta que las tasas de desempleo seguirán siendo altas en la región de OMNA, sobre todo en los países importadores de petróleo. Estas economías se enfrentan a una serie de desafíos, que abarcan desde importantes cambios políticos hasta necesidades sociales derivadas de una fuerte explosión demográfica y la disminución de los ingresos provenientes del turismo; todos estos factores ejercen peso sobre las perspectivas de empleo a corto plazo.

La desaceleración de la actividad mundial y la amplia capacidad ociosa en muchas economías avanzadas han supuesto un descenso de la inflación (gráfico siguiente, paneles 1 y 2). En las economías avanzadas, el descenso de los precios de las materias primas redujo el nivel general de inflación de más de 3% a finales de 2011 a aproximadamente 1.5% en julio de 2012. La inflación básica se ha mantenido estable en alrededor de 1.5%. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación general bajó casi 2 puntos porcentuales, y se situó un poco por debajo de 5.5% en el segundo trimestre de 2012; la inflación básica también se ha reducido, pero en menor medida. Se pronostica que la presión inflacionaria seguirá cediendo en las economías avanzadas, y que el nivel general de inflación se aproximará a 1.75% en 2013; en las economías de mercados emergentes y en desarrollo se proyecta que la inflación general se desplazará lateralmente.

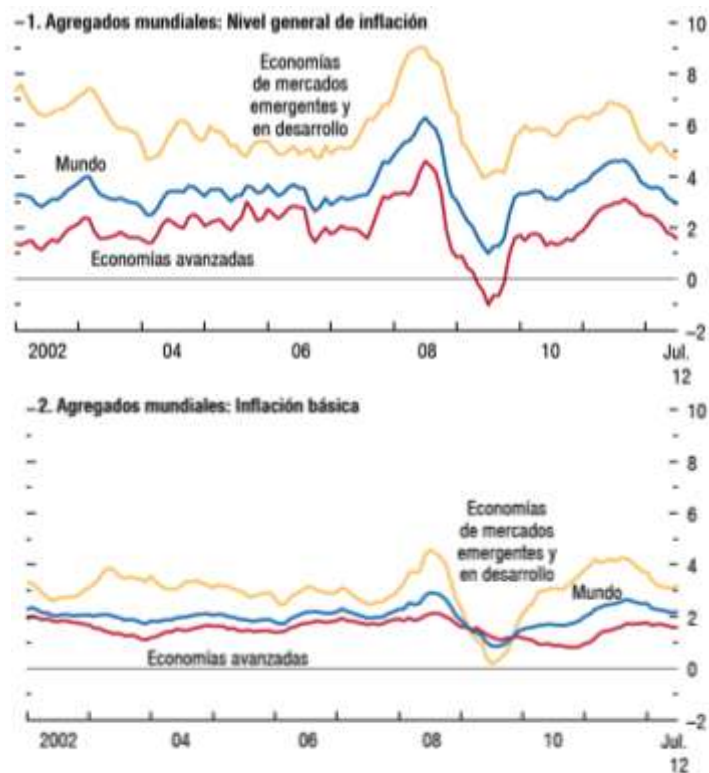
Este pronóstico de inflación supone una estabilidad general de precios de las materias primas, pero el alza pronunciada de los precios de los alimentos es una preocupación creciente. Hasta ahora, las presiones de precios no afectan a todos los principales cultivos alimentarios, a diferencia del período 2007–2008. Como se analiza más adelante, la política monetaria no debe reaccionar a aumentos del nivel general de inflación debidos a alzas relacionadas con los precios de los alimentos, salvo que existan riesgos significativos de efectos de segunda ronda sobre los salarios. Es

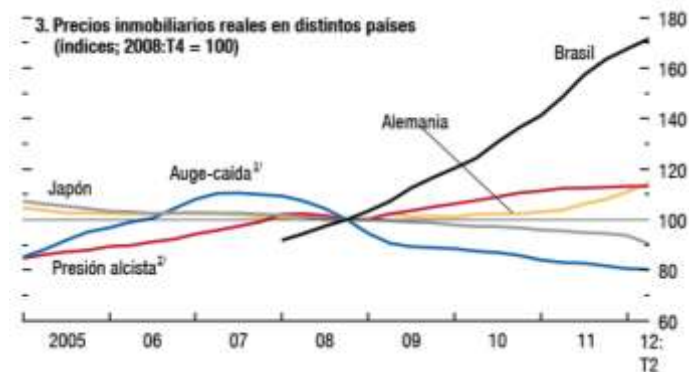
posible que los gobiernos tengan que reforzar las medidas focalizadas en la red de protección social y adoptar otras medidas fiscales (como reducir los impuestos sobre los alimentos), si el espacio fiscal lo permite. Además, los países deberían evitar restringir de cualquier modo las exportaciones, ya que eso exacerbaría los aumentos de precios y las perturbaciones de la oferta. A más largo plazo, se necesitan reformas de política de mayor alcance para reducir la volatilidad de precios de los alimentos a escala mundial.

### INFLACIÓN MUNDIAL

#### -Variación del índice de precios al consumidor en 12 meses, salvo indicación en contrario-

El nivel general de inflación ha disminuido en todas las regiones, gracias al descenso de los precios de las materias primas. La inflación básica también ha bajado en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En las economías avanzadas se ha mantenido estable alrededor de 1.5%. Los precios inmobiliarios evolucionan de manera cada vez más divergente entre las economías. En varias economías avanzadas pequeñas y en unas cuentas economías de mercados emergentes y en desarrollo persiste la presión al alza, a pesar de que los precios ya son altos.





1/ Los países de auge-caída son: Bulgaria, Chipre, Croacia, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos de Norteamérica, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Italia, Letonia, Lituania, Malta, Nueva Zelanda, los Países Bajos, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Turquía, Ucrania, Reino Unido, la República Checa y la República Eslovaca.

2/ Los países de presión alcista son: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, China, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Israel, Malasia, Noruega, Hong Kong, Serbia, Singapur, Suecia, Suiza y Uruguay.

FUENTE: Haver Analytics y cálculos del FMI.

### Las perspectivas se han tornado más inciertas

Los riesgos para el pronóstico de las *Perspectivas de la Economía Mundial* han aumentado considerablemente y ahora parecen más elevados que en las anteriores ediciones de las *Perspectivas de la Economía Mundial* de abril de 2012 y de septiembre de 2011, cuyos supuestos de política y, por ende, las proyecciones de crecimiento para las economías avanzadas, resultaron ser demasiado optimistas. Si bien las mediciones estándar de riesgo indican que los riesgos a la baja ahora son mucho mayores que hace apenas unos pocos meses, los riesgos a la alza también dan la impresión de ser elevados, aunque en menor medida. Esto puede deberse al hecho de que muchos participantes del mercado ven las perspectivas mundiales desde dos ángulos: la recuperación podría sufrir un traspie si las autoridades europeas y estadounidenses no actúan conforme a las expectativas, pero también podría ser más sólida si cumplen sus compromisos. Los riesgos a corto plazo más pertinentes –la agudización de la crisis en la zona del euro y la aplicación de una política fiscal errada en Estados Unidos de Norteamérica– se cuantifican y se analizan con la ayuda de escenarios hipotéticos. Además, en esta sección se tienen en cuenta diversos riesgos y escenarios a mediano y largo plazo.

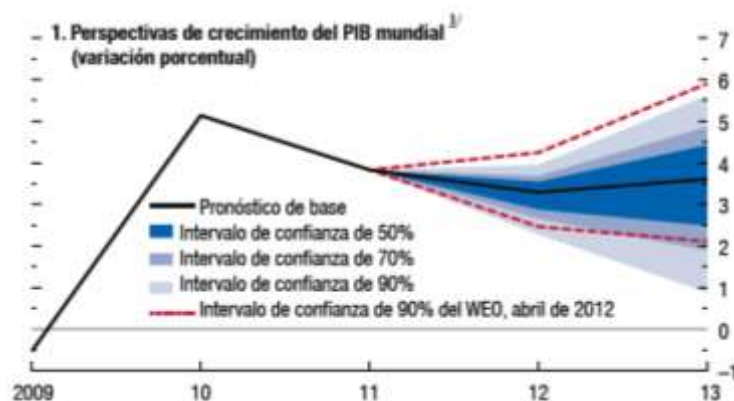


## Los riesgos de una grave desaceleración mundial son alarmantemente altos

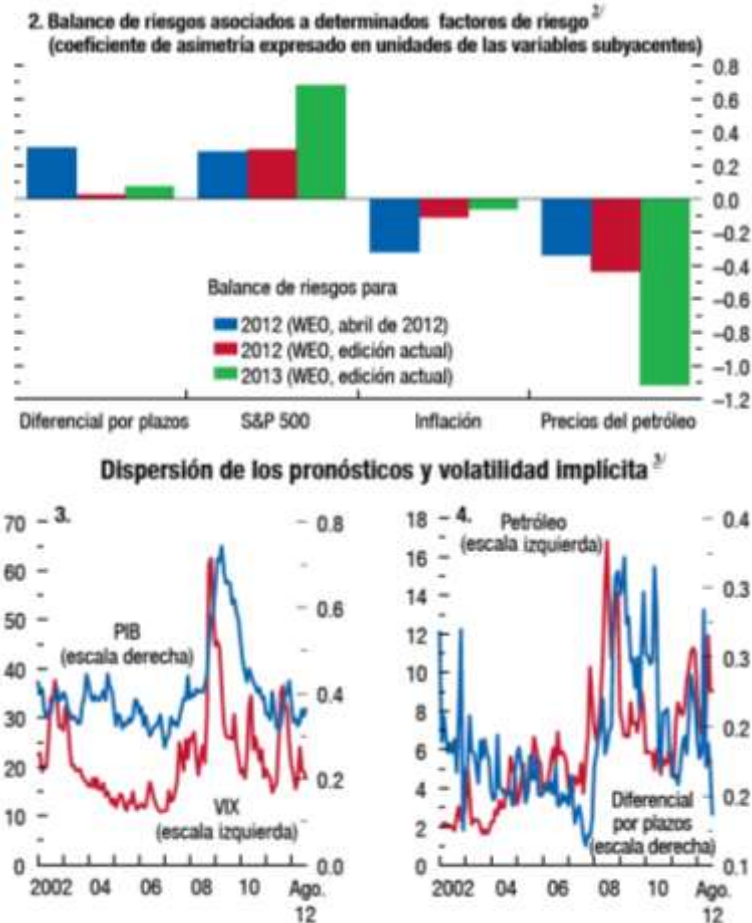
El gráfico de abanico estándar de las *Perspectivas de la Economía Mundial* indica que la incertidumbre en torno a las perspectivas ha aumentado notablemente (gráfico siguiente, panel 1)<sup>3</sup>. Los pronósticos de crecimiento de dicho informe son ahora de 3.3 y 3.6% para 2012 y 2013, respectivamente, es decir, un poco por debajo de los pronósticos de abril de 2012. La probabilidad de que el crecimiento mundial se sitúe por debajo de 2% en 2013 —lo que equivaldría a una recesión en las economías avanzadas y a una desaceleración grave en las economías de mercados emergentes y en desarrollo— ha aumentado a aproximadamente 17%, frente al nivel aproximado de 4% de abril de 2012 y de 10% (para el pronóstico anticipado a un año) durante el entorno muy incierto considerado en las *Perspectivas de la economía mundial* de septiembre de 2011.

### RIESGOS PARA LAS PERSPECTIVAS MUNDIALES

Los riesgos en torno a las proyecciones del informe Perspectivas de la Economía Mundial (WEO) aumentaron, en concordancia con los indicadores de mercado, y aún se inclinan a la baja. Los indicadores de los precios del petróleo y la inflación señalan riesgos a la baja para el crecimiento, mientras que los precios de las opciones del índice S&P 500 y el diferencial por plazos señalan riesgos al alza.



<sup>3</sup> En Elekdag y Kannan (2009) pueden consultarse los detalles sobre la elaboración del gráfico de abanico, así como un análisis sobre la incidencia de los factores de riesgo.



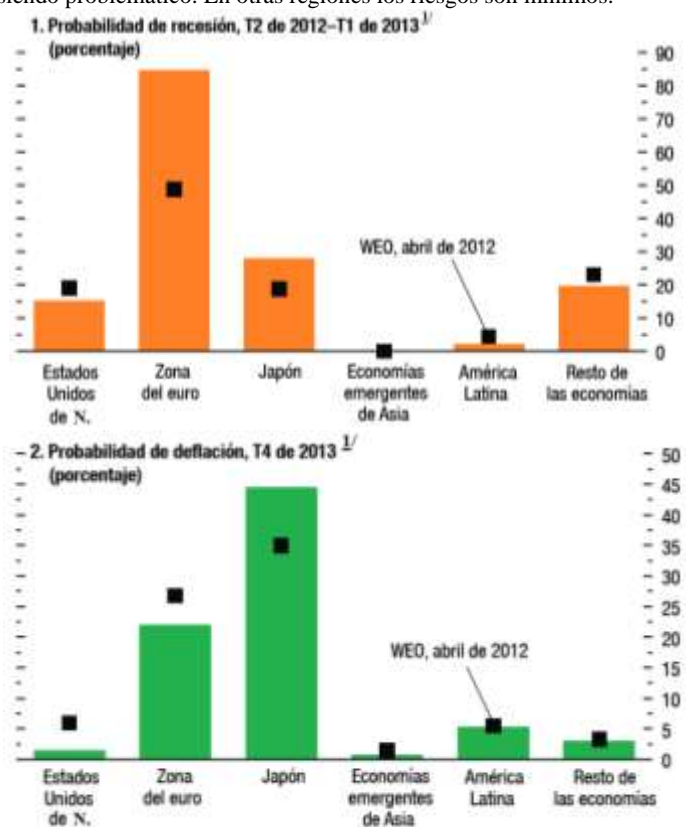
- 1/ El gráfico de abanico muestra la incertidumbre en torno al pronóstico central del informe Perspectivas de la Economía Mundial (WEO) con intervalos de confianza de 50, 70 y 90%. Como se indica, el intervalo de confianza de 70% incluye el intervalo de 50%, y el intervalo de confianza de 90% incluye los intervalos de 50 y 70%. Véase más información en el apéndice 1.2 del informe WEO de abril de 2009.
- 2/ Los valores correspondientes a los riesgos de inflación y los riesgos del mercado petrolero se registran con el signo opuesto, dado que representan riesgos a la baja para el crecimiento.
- 3/ El PIB mide la dispersión de los pronósticos del PIB para las economías del G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos de Norteamérica, Francia, Italia, Japón y Reino Unido), Brasil, China, India y México.
- VIX: Índice de volatilidad elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago. El diferencial por plazos mide la dispersión de los diferenciales por plazos implícitos en los pronósticos de las tasas de interés para Alemania, Estados Unidos de Norteamérica, Japón y Reino Unido. El petróleo mide la dispersión de los pronósticos del precio del crudo West Texas Intermediate a un año. Los pronósticos provienen de las encuestas de Consensus Economics.
- FUENTE: Bloomberg Financial Markets; Consensus Economics; Mercado de Opciones de Chicago, y estimaciones del FMI.

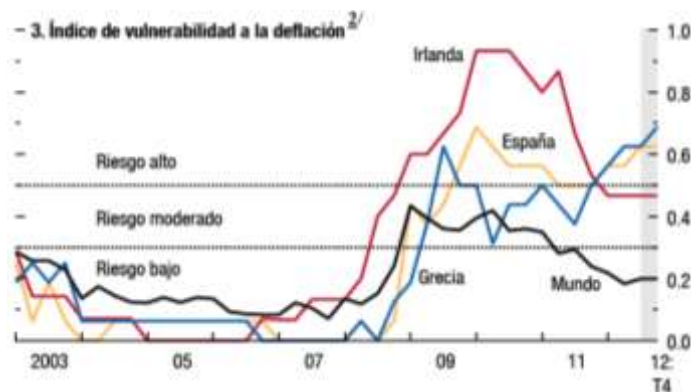
El Modelo de Proyección Mundial (MPM) del FMI emplea una metodología totalmente diferente para medir el riesgo, pero confirma que los riesgos de recesión en las economías avanzadas (que implican una desaceleración fuerte en las economías de mercados emergentes y en desarrollo) son alarmantemente altos (gráfico siguiente,

panel 1). Para 2013, las estimaciones basadas en el MPM sitúan las probabilidades de recesión en alrededor de 15% para Estados Unidos de Norteamérica, más de 25% para Japón y por encima de 80% para la zona del euro.

### RIESGOS DE RECESIÓN Y DEFLACIÓN

Los riesgos de una recesión prolongada y de una deflación sostenida son elevados en la zona del euro, particularmente en las economías de la periferia. Si bien los riesgos de recesión en Japón son bajos, el riesgo de deflación sigue siendo problemático. En otras regiones los riesgos son mínimos.





1/ América Latina: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; economías emergentes de Asia: China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Taiwán, Hong Kong, Singapur y Tailandia; resto de las economías: Argentina, Australia, Bulgaria, Canadá, Dinamarca, Estonia, Israel, Noruega, Nueva Zelanda, Reino Unido, la República Checa, Rusia, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Turquía y Venezuela.

2/ Véanse detalles sobre la elaboración de este indicador en Kumar (2003) y Decressin y Laxton (2009). El indicador está ampliado para que incluya los precios inmobiliarios.

FUENTE: Estimaciones del FMI.

## Escenarios de riesgo a corto plazo

Como se ha destacado, los riesgos inmediatos están relacionados con los supuestos acerca de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro y acerca del presupuesto de Estados Unidos de Norteamérica, ya que ambos podrían repercutir negativamente en las perspectivas de crecimiento. Además, los precios del petróleo podrían volver a generar un choque.

### *Nuevo recrudecimiento de la crisis en la zona del euro*

La crisis de la zona del euro podría volver a intensificarse. Si se implementa con determinación, el programa de OMC reducirá los riesgos de que el propio mercado se encargue de materializar sus dudas acerca de la viabilidad de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Sin embargo, persisten riesgos importantes que escapan a la red de seguridad, y que surgen, por ejemplo, de las dudas acerca de los ajustes de política en la periferia o del compromiso de otros países con una mayor integración.

A fin de considerar las implicaciones de un recrudecimiento de la tensión en los bancos y las entidades soberanas de la zona del euro, en este informe se utiliza un

escenario a la baja con base en el Modelo Fiscal y Monetario Mundial Integrado (MFMMI), que prepara el FMI. A diferencia del pronóstico de las *Perspectivas de la Economía Mundial* y el escenario base del ISEFM, en este escenario las autoridades europeas no fortalecen sus políticas, tal como se analiza en el escenario de aplicación de políticas deficientes del informe ISEFM de octubre de 2012. En este escenario, las fuerzas de fragmentación financiera se intensifican y se afianzan, los agujeros de capital en los sistemas bancarios se agrandan y la crisis de la cuenta de capital dentro de la zona del euro se propaga cada vez más hacia el exterior.

En el MFMMI, este escenario presenta los siguientes choques con respecto al pronóstico de *Perspectivas de la Economía Mundial* (gráfico siguiente): reducción del crédito, sobre todo en la periferia; primas de riesgo soberano más altas para las economías de la periferia; primas moderadamente más bajas para las entidades soberanas del núcleo, que se benefician de los capitales en busca de inversiones seguras; una consolidación fiscal aun mayor en la periferia, y aumentos de las primas de riesgo en todas las economías avanzadas y de mercados emergentes (incluidas las economías no europeas). Se supone que la fuga de capitales de la zona del euro y los mercados emergentes beneficia a Estados Unidos de Norteamérica, y que la prima de riesgo soberano de este país disminuye. La política monetaria está restringida por el piso cero de la tasa de interés en las economías avanzadas, y se supone que estas economías no adoptan medidas adicionales de distensión no convencionales. En cambio, se supone que las economías de mercados emergentes sí relajan la política monetaria a medida que disminuyen el crecimiento y la inflación, lo cual amortigua considerablemente el impacto del choque externo en sus economías.

En este escenario, el producto en el núcleo de la zona del euro se reduciría en un año alrededor de 1.75% con respecto a las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*; en la periferia, la reducción sería de aproximadamente 6%. Las pérdidas de producto en las economías no europeas serían de alrededor de 1.0 a 1.5 por ciento.

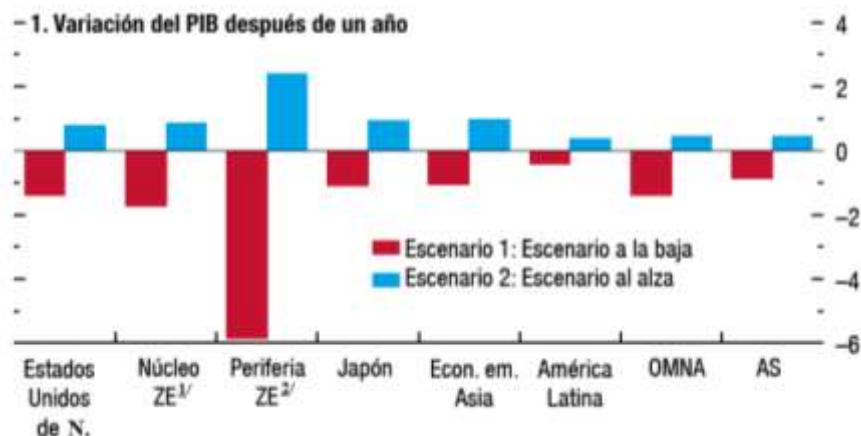
### ESCENARIOS AL ALZA Y A LA BAJA\*

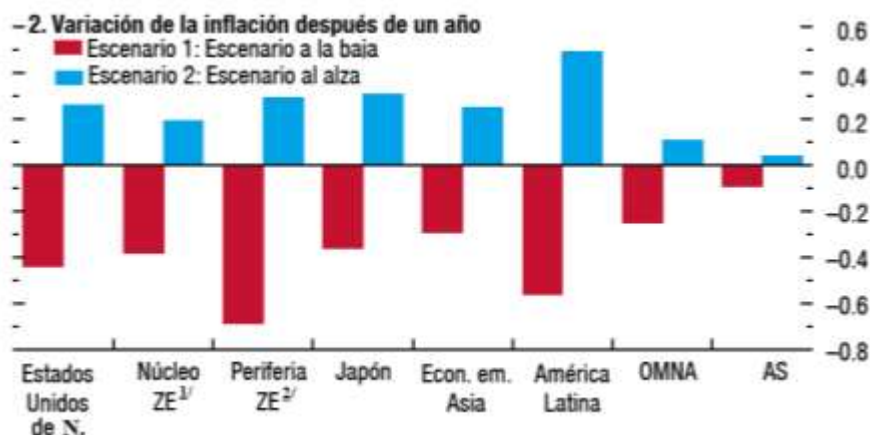
#### -Desviación porcentual o en puntos porcentuales con respecto al escenario base del informe Perspectivas de la Economía Mundial (WEO)-

Se emplea el Modelo Fiscal y Monetario Mundial Integrado para considerar un escenario en el que la política inicialmente no puede impedir un recrudecimiento de las tensiones de las entidades soberanas y los bancos de la zona del euro, así como un escenario en que las medidas de política alivian rápidamente los actuales niveles de tensión. El modelo consta de dos bloques de países de la zona del euro: los que sufren problemas agudos de sostenibilidad fiscal (denominados “periferia”) y los que sufren problemas de sostenibilidad fiscal menos agudos (denominados “núcleo”).

El escenario de intensificación de la tensión (barras rojas) supone que las autoridades se demoran en adoptar medidas suficientes para impedir un recrudecimiento fuerte de la tensión financiera. Como consecuencia, el desapalancamiento por parte de los bancos de la zona del euro provoca una marcada contracción del crédito en los países de la periferia, pero una contracción más moderada en el resto de países. El crédito en los países de la periferia se sitúa en 475 mil millones de euros por debajo del escenario base del informe Perspectivas de la Economía Mundial (WEO) en 2013, mientras que en los países del núcleo la reducción es de 50 mil millones de euros. Las preocupaciones acerca de la sostenibilidad fiscal elevan los diferenciales soberanos de los países de la periferia 350 puntos básicos en 2013; sin embargo, medidas de política ulteriores provocan una caída posterior de los diferenciales y su pleno retorno al escenario base en 2016. Se supone que la prima de riesgo soberano de los países del núcleo desciende 50 puntos básicos en 2013 a medida que en la zona del euro se produce una búsqueda de inversiones de calidad. Las entidades soberanas de la periferia se ven obligadas a realizar una consolidación fiscal más intensa en la etapa inicial, con un promedio de 2 puntos porcentuales adicionales del PIB en 2013. Se supone asimismo que las preocupaciones en torno a los riesgos se propagan a todas las otras regiones, con aumentos de las primas de riesgo de las empresas de 50 puntos básicos en las economías avanzadas y de 150 puntos básicos en las economías de mercados emergentes y en desarrollo en 2013. Se supone que la fuga de capital beneficia a Estados Unidos de Norteamérica, con una caída de la prima de riesgo soberano de ese país de 50 puntos básicos en 2013. La política monetaria está restringida por el límite inferior de la tasa de interés igual a cero en los países del G-3 (Estados Unidos de Norteamérica, Japón y la zona del euro), mientras que en otras regiones la política monetaria se torna más laxa para ayudar a contrarrestar el impacto del aumento de las primas de riesgo en las tasas de interés de mercado.

En el escenario en que la política logra aliviar la tensión (barras azules), el crédito en la zona del euro se expande en relación con el escenario base y los diferenciales soberanos disminuyen. En los países de la periferia, el crédito se expande aproximadamente 225 mil millones de euros en relación con el escenario de referencia, y los diferenciales soberanos se reducen aproximadamente 200 puntos básicos en 2013. En otras economías avanzadas, los diferenciales de las empresas se reducen 50 puntos básicos en 2013, y en los mercados emergentes la reducción es de 100 puntos básicos.





\* AS = África subsahariana; OMNA = Oriente Medio y Norte de África; ZE = Zona del euro.

1/ Países del núcleo: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Estonia, Eslovenia, Finlandia, Francia, Luxemburgo, Malta, los Países Bajos y la República Eslovaca.

2/ Países de la periferia: España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

FUENTE: Simulaciones del Modelo Fiscal y Monetario Mundial Integrado.

### ***Políticas más sólidas de lo previsto en la zona del euro***

Este segundo escenario del MFMMI supone que las autoridades nacionales dan seguimiento a las medidas más recientes del BCE enfocándose de manera más activa en los ajustes internos y las reformas de la UEM. Los detalles se analizan en el escenario de aplicación de políticas cabales que se presenta en el ISEFM de octubre de 2012. En este escenario, la credibilidad se recupera mediante un férreo compromiso para implementar los planes ya acordados. Las autoridades tienen que generar más respaldo político a favor de la necesaria convergencia de la soberanía que implica una unión monetaria más completa. Se prevé que en poco tiempo trazarán una hoja de ruta hacia la unión bancaria y la integración fiscal y asumirán un importante compromiso inicial. Entre los ejemplos de posibles medidas están la implementación de un régimen de resolución bancaria con mecanismos de apoyo comunes o un sistema paneuropeo de garantía de depósitos (en ambos casos aún es necesario que se describan propuestas específicas) y medidas concretas hacia la integración fiscal. En este escenario (gráfico anterior), la zona del euro empieza a reintegrarse a medida que se restablece la credibilidad de las políticas y que se revierte la fuga de capitales.

Frente al pronóstico de *Perspectivas de la Economía Mundial* y el escenario base del ISEFM, el crédito se expande aproximadamente 225 mil millones de euros y los diferenciales soberanos se reducen alrededor de 200 puntos base en 2013 en la periferia de la zona del euro. El crecimiento económico se reanuda en la periferia y repunta en el núcleo. En otras economías avanzadas, los diferenciales de los bonos empresariales se reducen 50 puntos básicos; 100 puntos básicos en las economías de mercados emergentes. En estas circunstancias, el producto sería aproximadamente 0.5 a 1.0% mayor dentro de un año en la mayoría de las regiones del mundo.

### ***El tope de la deuda y el precipicio fiscal en Estados Unidos de Norteamérica***

El precipicio fiscal que tiene por delante Estados Unidos de Norteamérica podría implicar la aplicación de políticas fiscales mucho más restrictivas (alrededor de 3% del PIB) que las supuestas en las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*. Un reciente informe sobre efectos de contagio (FMI, 2012e) establece que si este riesgo se materializara y la fuerte contracción fiscal fuera sostenida, la economía estadounidense podría caer en una verdadera recesión. Los efectos de contagio a escala mundial se verían amplificadas a través de efectos negativos en la confianza, incluida, por ejemplo, una caída mundial de los precios de las acciones. El impacto derivado de llegar al tope de la deuda es más difícil de proyectar en un modelo. El enfrentamiento político registrado antes de la anterior fecha límite para elevar el tope, en el tercer trimestre de 2011, llevaron a las calificadoras de riesgo a rebajar la calificación crediticia de Estados Unidos de Norteamérica, y la consecuencia fue una fuerte turbulencia en los mercados. En este momento, los mercados aparentemente consideran el precipicio fiscal como un riesgo extremo, dado que en el pasado el Congreso en definitiva ha alcanzado acuerdos para resolver situaciones similares en las que hay muchos intereses en juego. Sin embargo, esto implica que, si este riesgo llegara a materializarse, la confianza sufriría un enorme choque que en poco tiempo se propagaría a los mercados financieros del resto del mundo. Cabe señalar que los



riesgos de una repentina contracción fiscal también están presentes en Japón; no obstante, de materializarse, los efectos de contagio probablemente no serán tan amplios como los derivados del precipicio fiscal de Estados Unidos de Norteamérica.

### ***Nueva escalada de los precios del petróleo***

Si se materializara el escenario a la baja en la zona del euro o en Estados Unidos de Norteamérica, los precios del petróleo probablemente bajarían considerablemente. Pero también hay un riesgo importante de que un recrudecimiento de las tensiones geopolíticas hiciera subir los precios del petróleo. En las *Perspectivas de la Economía Mundial* de abril de 2012 se presenta un escenario con perturbaciones en la oferta de petróleo según el cual un aumento de 50% en los precios del petróleo debido a una disminución de la oferta provocaría una reducción de entre 1.0 y 1.5% del producto en muchas partes del mundo. La distribución más reciente de los precios de las opciones de petróleo —que muestra una asimetría al alza, lo cual implica una asimetría a la baja en la distribución del crecimiento mundial— indica que este escenario sigue siendo pertinente para la economía mundial (gráfico *Riesgos para las Perspectivas Mundiales*, panel 2).

### **Escenarios de riesgo a mediano plazo**

A mediano plazo se pueden prever un gran número de riesgos y escenarios. Esta sección se centra en dos escenarios de riesgos específicos y en un escenario de riesgo general que parecen ser pertinentes para las autoridades en esta coyuntura. Los escenarios de riesgos específicos están relacionados con abultados balances del banco central y niveles elevados de deuda pública; ambos inciden directamente en la política monetaria y fiscal en las economías avanzadas. El escenario de riesgo general considera un menor crecimiento mundial a mediano plazo. Este escenario es similar a lo sucedido después de los choques de los años setenta, pero esta vez las causas son

otros tipos de choques y fallas en la aplicación de políticas; y, en el caso de las economías avanzadas, el escenario es similar a lo sucedido en Japón después de mediados de los años noventa.

### ***Riesgos relacionados con balances sobredimensionados de los bancos centrales***

La preocupación es que la vasta adquisición de activos por parte de los bancos centrales en definitiva supondrá un aumento de la oferta monetaria y, por tanto, de la inflación (gráfico *Políticas Monetarias*, panel 3). Sin embargo, tal como se analiza en ediciones anteriores de *Perspectivas de la Economía Mundial*, no existe ninguna razón técnica que haga pensar que esto sea inevitable. Los bancos centrales cuentan con todas las herramientas que necesitan para absorber la liquidez que crean, entre ellas la venta de activos que hayan adquirido, el retorno a vencimientos tradicionalmente cortos para las operaciones de refinanciamiento, el aumento de las tasas pasivas y la venta de sus propios títulos. Además, en principio, las pérdidas de los bancos centrales no son importantes: sus acreedores son los tenedores de moneda y los bancos son tenedores de reservas; ninguno puede exigir que se les pague con otra forma de dinero<sup>4</sup>. No obstante, la realidad puede ser distinta. La legislatura de un país puede considerar esas pérdidas como un síntoma de que el banco central no está ciñéndose a su mandato, lo cual podría ser preocupante si como resultado se desplegaran esfuerzos para limitar la independencia operativa del banco central. Una preocupación conexa es que los agentes económicos empiecen a tener dudas acerca de la capacidad de los bancos centrales para combatir la inflación. Ante estas circunstancias, surgen dos escenarios:

- Podría perderse el control de los déficit públicos y de la deuda pública, y eso obligaría a los gobiernos a recurrir a los bancos centrales para adoptar políticas

---

<sup>4</sup> El capital del banco central es, desde muchos puntos de vista, una cifra arbitraria, como lo indican los abultados balances de los bancos centrales que intervienen en los mercados de divisas (gráfico *Políticas Monetarias*, panel 4).

más expansivas con el fin de erosionar el valor real de la deuda a través de la inflación. Análogamente, las pérdidas por tenencias de títulos públicos de Estados Unidos de Norteamérica, Japón y la zona del euro (G-3) pueden llevar a los bancos centrales o a los fondos soberanos de inversión de economías de mercados emergentes a comprar menos activos públicos de las economías del G-3, y a invertir en cambio en mejores oportunidades internas, provocando fuertes depreciaciones de las monedas del G-3.

- Las autoridades podrían percibir, erróneamente, que las pérdidas en los balances del banco central son perjudiciales para sus economías. A raíz de esas percepciones los bancos centrales pueden dudar a la hora de elevar las tasas de interés, ya que al hacerlo disminuiría el valor de mercado de sus tenencias de activos. La mera apariencia de estas vacilaciones puede conducir a los agentes privados a prever un aumento de la inflación.

### ***Riesgos relacionados con los altos niveles de deuda pública***

La deuda pública ha alcanzado niveles muy altos, y si la experiencia sirve de guía, tomará muchos años lograr una reducción apreciable de esos niveles. Los riesgos relacionados con la deuda pública tienen varios aspectos. En primer lugar, cuando el producto mundial es igual o superior a su nivel potencial, una deuda pública alta puede elevar las tasas de interés reales mundiales, desplazar el capital y reducir el producto a largo plazo<sup>5</sup>. En segundo lugar, el costo del servicio de la deuda puede provocar aumentos de los impuestos o recortes de la inversión en infraestructura que reducen la oferta. En tercer lugar, un nivel elevado de deuda pública en un país en particular puede elevar su prima de riesgo soberano, con consecuencias que pueden abarcar desde un margen de maniobra limitado para la aplicación de políticas fiscales anticíclicas (como lo demuestran los actuales problemas en la periferia de la zona del

---

<sup>5</sup> Véanse, por ejemplo, los estudios en Elmendorf y Mankiw (1999) y algunos datos recientes en Kumar y Woo (2010).

euro) hasta un nivel alto de inflación o incumplimiento directo de las obligaciones cuando los aumentos de las primas de riesgo son muy grandes.

Las simulaciones realizadas con el MFMMI indican que un aumento de la deuda pública en las economías del G-3 de alrededor de 40 puntos porcentuales del PIB eleva las tasas de interés reales casi 40 puntos básicos a largo plazo. La simulación y el análisis hacen necesariamente abstracción de las potenciales ventajas a largo plazo del estímulo fiscal. El estímulo de 2009, por ejemplo, probablemente fue decisivo para evitar una potencial espiral deflacionaria y un período prolongado de desempleo excesivamente alto, es decir, condiciones macroeconómicas que los modelos de equilibrio general, como el MFMMI, no suelen captar bien. Teniendo esto en cuenta, la simulación hace pensar que a largo plazo un nivel más alto de deuda reduce el PIB real en alrededor de 0.75% en relación con un escenario base, sin que se produzca ningún aumento de la deuda pública. Esto se debe al efecto directo de las mayores tasas de interés en la inversión y el efecto indirecto a través de los aumentos de impuestos y la reducción de la inversión pública. Las simulaciones del MFMMI indican que dentro de las economías del G-3 los efectos negativos serían considerables, con un producto que se situaría 1% por debajo de las proyecciones de base. La pérdida de producto a mediano plazo sería mayor si, por ejemplo, el ahorro se redujera más de lo previsto debido al envejecimiento de la población en las economías avanzadas o si las tendencias de consumo de las economías de mercados emergentes con tasas de ahorro muy altas se alinearan más rápido de lo previsto con las de las de economías avanzadas.

Los escenarios que incluyen niveles muy elevados de deuda y tasas de interés reales altas no solo pueden provocar un menor crecimiento, sino que también pueden implicar un mayor riesgo de suspensión de pagos si la dinámica fiscal parece ser inestable. Esta combinación de deuda elevada con tasas de interés reales altas puede

desembocar en equilibrios perjudiciales, cuando las dudas acerca de la sostenibilidad de los saldos fiscales empujan a las tasas de interés a niveles insostenibles.

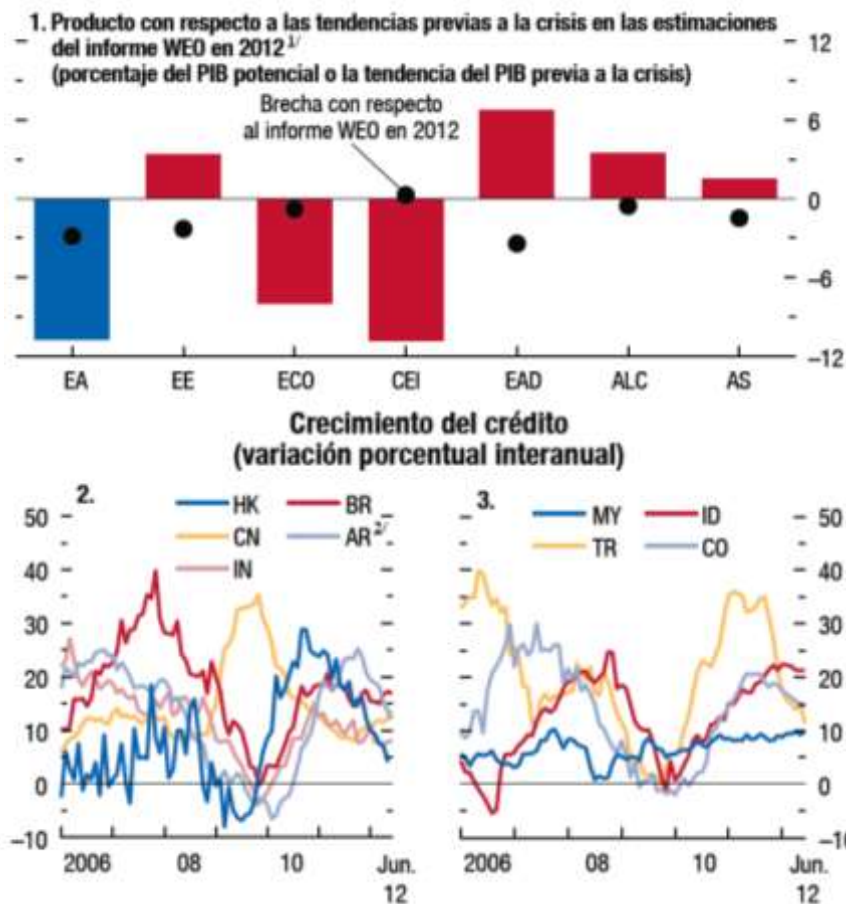
### ***Producto potencial decepcionante y creciente aversión al riesgo***

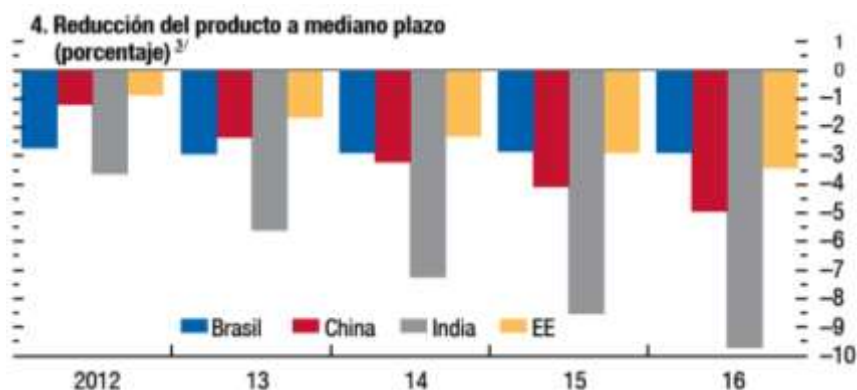
Más allá del corto plazo, una preocupación es que el crecimiento del producto puede ser decepcionante tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes, aunque por razones diferentes, y provocar una búsqueda generalizada de inversiones seguras. Como ya fue comentado, los resultados de crecimiento ya han decepcionado en varias ocasiones, incluso con respecto a las proyecciones de las ediciones de *Perspectivas de la economía mundial* de septiembre de 2011 y abril de 2012. Estas decepciones quizá sean un síntoma de problemas a mediano plazo.

- En las economías avanzadas que sufrieron la crisis financiera, las perspectivas del empleo siguen siendo sombrías, y es posible que muchos trabajadores a la larga abandonen la fuerza de trabajo. Los bancos están en medio de un arduo proceso de desapalancamiento y fortalecimiento de sus modelos de financiamiento. Los niveles elevados de deuda pública y, para ciertas economías, los pasivos externos podrían provocar nuevos episodios de inestabilidad y de tasas de crecimiento en general bajas. Las proyecciones para estas economías ya incluyen estimaciones rebajadas del producto potencial en relación con las tendencias previas a la crisis, típicamente de 10% o más (gráfico siguiente, panel 1). Sin embargo, el producto podría reducirse aún más a mediano plazo.

## PRODUCTO EN LAS ECONOMÍAS DE MERCADOS EMERGENTES Y EN DESARROLLO\*

El producto en las economías de mercados emergentes y en desarrollo en Asia y América Latina se sitúa por encima de las tendencias previas a la crisis, pero las estimaciones de la brecha del producto según el informe *Perspectivas de la Economía Mundial* (WEO) todavía detectan cierta capacidad ociosa. Dadas estas cifras decepcionantes frente a las proyecciones del producto, se han rebajado las estimaciones para el producto a mediano plazo. En los casos de China e India, la reducción es de entre 5 y 10 puntos porcentuales para 2016; en el caso de todas las economías de mercados emergentes y en desarrollo la reducción es de aproximadamente 3.5 puntos porcentuales. El dinamismo de la actividad en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo se ha debido en parte a la adopción de mejores políticas y en parte al fuerte crecimiento del crédito y a choques favorables en los términos de intercambio. En muchas economías, las vigorosas tasas actuales de crecimiento del crédito serán difíciles de sustentar sin un debilitamiento de los balances de los bancos. Además, las mejoras futuras de los términos de intercambio quizá sean más limitadas. Por lo tanto, existen riesgos de que las perspectivas a mediano plazo puedan arrojar nuevas sorpresas a la baja.





\* ALC = América Latina y el Caribe; AR = Argentina; AS = África subsahariana; BR = Brasil; CEI = Comunidad de Estados Independientes; CN = China; CO = Colombia; EA = economías avanzadas; EAD = economías de Asia en desarrollo; ECO = Europa central y oriental; EE = economías emergentes; HK = Hong Kong; ID = Indonesia; IN = India; MY = Malasia; TR = Turquía.

<sup>1/</sup> La tendencia previa a la crisis se define como el promedio geométrico del nivel del PIB real entre 1996 y 2006.

<sup>2/</sup> El crédito nominal se deflacta utilizando la estimación del personal técnico del FMI sobre el promedio de la inflación provincial.

<sup>3/</sup> Con respecto al informe WEO de septiembre de 2011.

FUENTE: Estimaciones del FMI, *International Financial Statistics*.

- Dados los errores de pronóstico y los cambios en las políticas, las estimaciones de los niveles del producto a mediano plazo de las economías de mercados emergentes han sido revisadas a la baja (en relación con las estimaciones de septiembre de 2011) —por ejemplo, aproximadamente 3% en el caso de Brasil, 5% en el caso de China y 10% en el caso de India— y es posible que se avecinen más revisiones (gráfico anterior, panel 4). En las *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2012 ya se presentó un escenario a la baja con un producto potencial más bajo en las economías emergentes de Asia. En vista de los resultados decepcionantes en otras regiones, este escenario ha sido ampliado para incluir otras economías de mercados emergentes. De hecho, muchas economías emergentes de Asia y América Latina han registrado tasas de crecimiento superiores al promedio durante los 10 años previos a la crisis, y el FMI considera que existe mayor margen para ese tipo de crecimiento vigoroso, como lo demuestran las estimaciones de la brecha del producto de *Perspectivas de la Economía Mundial* donde se señalan una capacidad ociosa

(gráfico anterior, panel 1). Las conclusiones del Capítulo 4 justifican este optimismo en cierta medida: existen indicios de una creciente fortaleza en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, debido sobre todo a la aplicación de políticas más sólidas. Sin embargo, las conclusiones del capítulo indican que la menor frecuencia de choques adversos al financiamiento y a los términos de intercambio también ha incidido en el reciente dinamismo de estas economías, y que la frecuencia de esos choques podría volver a aumentar. Además, el fuerte crecimiento del crédito, que probablemente apoyó la demanda, no puede continuar al ritmo actual sin que aumenten las preocupaciones acerca de la estabilidad financiera en muchas de estas economías (gráfico anterior, paneles 2 y 3). En resumidas cuentas, es posible que haya menos capacidad ociosa cíclica y menos margen de crecimiento a mediano plazo de lo que indican las proyecciones del FMI.

El escenario empleado para simular una reducción del producto potencial y las implicaciones macroeconómicas mundiales es el del Modelo Económico Mundial del FMI. En el gráfico siguiente se muestra el impacto de revisiones a la baja del crecimiento del producto a mediano plazo de alrededor de 0.5% en Estados Unidos de Norteamérica, la zona del euro y América Latina y de alrededor de 1% en Asia. Junto con la trayectoria de transición hacia un producto de equilibrio más bajo se considera una fuga hacia activos más líquidos y seguros —principalmente efectivo— debido a crecientes preocupaciones acerca de las perspectivas, con un aumento temporal de las primas de riesgo públicas y privadas. En este escenario, el crecimiento mundial para 2013–2016 es de tan solo de 2 a 3%, o de 1.5 a 2 puntos porcentuales por debajo del pronóstico base de las *Perspectivas de la Economía Mundial*. Japón y la zona del euro experimentarían varios años de estancamiento o recesión, mientras que en Estados Unidos de Norteamérica se registraría un crecimiento positivo pero muy modesto. A la larga, las economías avanzadas muestran un cierto margen de maniobra para relajar la política monetaria, debido a que el límite cero de la tasa de interés ya no es una



restricción, y esto a su vez ayuda a apoyar el crecimiento casi en el último segmento del horizonte de las *Perspectivas de la Economía Mundial* y ayuda también a lograr que la inflación retorne al nivel de base. El crecimiento en las economías emergentes de Asia se aproximaría más al intervalo de entre 5 y 6%, en lugar de 7-8%; en América Latina el crecimiento sería de alrededor de 2.5%, en lugar de 4%, ya que el menor crecimiento mundial se ve reflejado en una demanda de materias primas considerablemente más débil. El precio del petróleo cae aproximadamente 30% al cabo de tres años, y los precios de las otras materias primas caen alrededor de 20%. Estas caídas, a su vez, reducen el crecimiento de África y Oriente Medio. La evolución en el mundo real fácilmente podría ser mucho peor de lo que sugiere el modelo. La razón es que el modelo no considera las ramificaciones sociales y políticas del aumento del desempleo; y tampoco puede captar adecuadamente los círculos viciosos que pueden desencadenarse entre la actividad, los bancos y las entidades soberanas debido a choques inusitadamente fuertes.

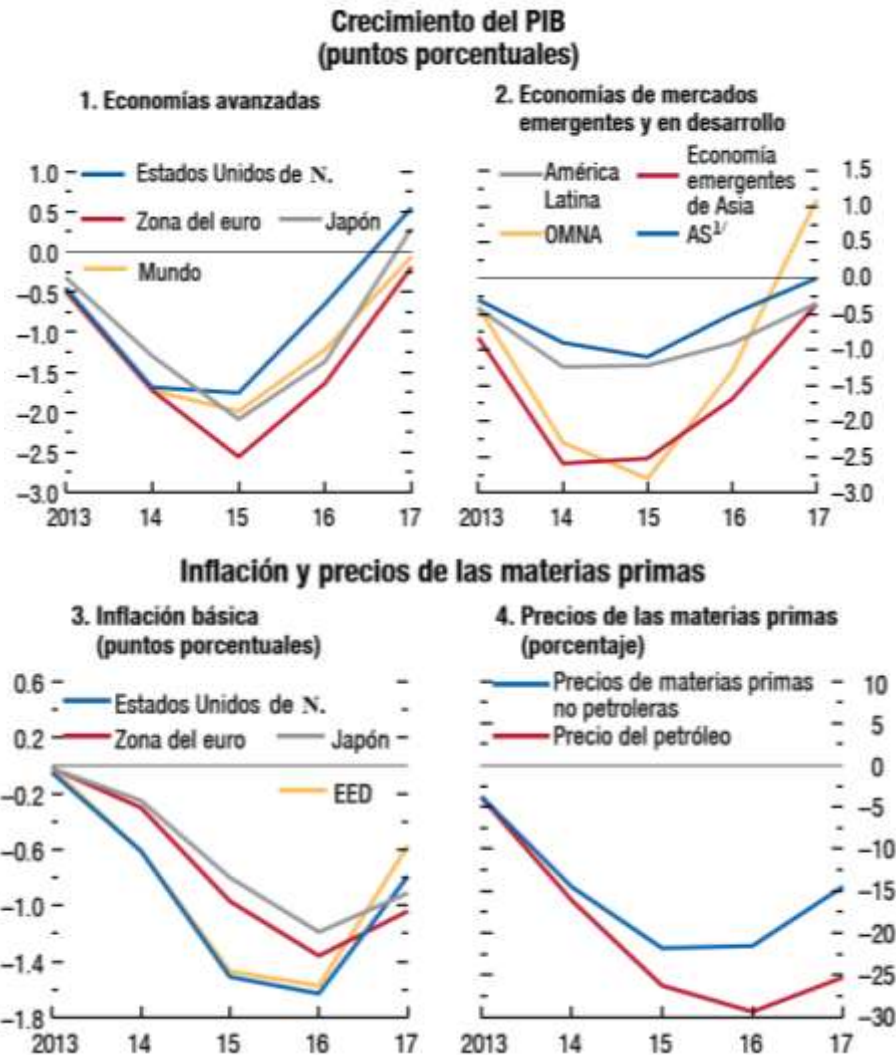
#### **ESCENARIO DE MENOR CRECIMIENTO MUNDIAL\***

##### **-Desviación porcentual o en puntos porcentuales con respecto al escenario base-**

Este escenario emplea una versión de seis regiones del Modelo Económico Mundial para hacer un seguimiento de las implicaciones macroeconómicas mundiales de una desaceleración del crecimiento potencial y primas de riesgo en niveles temporalmente más altos. En los casos de Estados Unidos de Norteamérica y la zona del euro, el escenario supone que el crecimiento potencial anual es 0.5 punto porcentual inferior al del escenario base a lo largo del horizonte del informe de Perspectivas de la Economía Mundial (WEO), mientras que en el caso de Japón el crecimiento se sitúa en 0.25 puntos porcentuales por debajo del escenario base. En el caso de América Latina y el resto de los países, se supone que el crecimiento potencial es 0.5 de punto porcentual inferior al del escenario base. Solo hacia mediados de 2015 se nota claramente que el crecimiento potencial será menor hasta finales de 2017. En el caso de las economías avanzadas, esto genera preocupaciones en cuanto a la sostenibilidad de la deuda, y las primas de riesgo soberano aumentan 50 puntos porcentuales hasta 2016, para después retornar gradualmente al escenario base. A medida que aumentan las primas de riesgo soberano, las economías avanzadas endurecen gradualmente la política fiscal. El saldo fiscal mejora 1% del PIB para 2016, y de ahí en adelante retorna gradualmente al escenario base una vez que disminuye la relación deuda/PIB y que se moderan las primas de riesgo. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las perspectivas de menor crecimiento elevan las preocupaciones acerca de la viabilidad de ciertas inversiones privadas, con aumentos de las primas de riesgo de las empresas, particularmente en el sector de los bienes transables. En este sector, las primas de riesgo de las empresas alcanzan máximos de aproximadamente 200 puntos porcentuales por encima del escenario base en 2016 en las economías emergentes de Asia, y de aproximadamente 150 puntos básicos por encima del escenario base en América Latina. En el G-3 (Estados Unidos de Norteamérica, Japón y la zona del euro), la política monetaria está restringida por el límite cero de las tasas de interés nominales de política monetaria. En los primeros años, las tasas de interés no pueden ceder en absoluto con respecto al escenario base, y en los años posteriores el margen de maniobra de las tasas es solo limitado.

El crecimiento del PIB en todas las regiones está muy por debajo del escenario base del informe WEO entre

2013 y 2016, con el crecimiento mundial aproximadamente 2 puntos porcentuales más bajo en 2015. A la larga, las economías avanzadas disponen de margen para aplicar una política monetaria más laxa, lo cual ayuda a apoyar el crecimiento al final del horizonte del informe WEO y lograr que la inflación retorne al nivel del escenario de referencia. El menor crecimiento mundial se traduce en una demanda más floja de materias primas, y el precio del petróleo baja alrededor de 30% al cabo de tres años, mientras que los precios de las materias primas no petroleras descienden aproximadamente 20 por ciento.



\* AS = África subsahariana; EED = Economías de mercados emergentes y en desarrollo; OMNA = Oriente Medio y Norte de África.

<sup>1/</sup> Excluido Sudáfrica.

FUENTE: Estimaciones del FMI.

## Necesidades en materia de política

Cinco años después del inicio de la *Gran Recesión*, la recuperación sigue siendo tenue y accidentada, y las perspectivas siguen siendo muy inciertas. El desempleo está en niveles inaceptablemente altos en la mayoría de las economías avanzadas, y los

trabajadores en las economías de mercados emergentes y en desarrollo se enfrentan a una lucha crónica para encontrar empleo formal. Aparte de las secuelas de la crisis, es probable que la incertidumbre afecte al producto.

Por tanto, un desafío básico para las autoridades consiste en dejar de lado la aplicación gradual de políticas y más bien abordar los numerosos riesgos a la baja que pesan sobre la actividad mundial con sólidos programas de reforma fiscal y estructural a mediano plazo para restablecer la confianza. En la zona del euro también se precisan medidas para abordar la crisis actual y, a mediano plazo, para completar la Unión Económica y Monetaria. Solo después de que se hayan logrado avances sustanciales en estos frentes será posible que la confianza y la demanda se refuercen de manera duradera en las principales economías avanzadas. Los inversionistas volverán a confiar en que la deuda pública es una inversión segura y en que los bancos centrales de las economías avanzadas disponen de margen de maniobra para utilizar la política monetaria para mantener la inflación en niveles bajos y prevenir nuevos episodios de inestabilidad financiera. Las autoridades en las economías de mercados emergentes y en desarrollo tendrán que sopesar dos prioridades: recomponer los márgenes de maniobra de la política económica para proteger la capacidad de resistencia de sus economías a los choques lograda a base de mucho esfuerzo, y apoyar la actividad interna en respuesta a los crecientes riesgos a la baja que amenazan la demanda externa.

### **Abordar la crisis de la zona del euro**

Pese a los avances en materia de políticas, la crisis de la zona del euro se ha agravado. A menos que las recientes medidas del BCE vayan seguidas de políticas más activas por parte de otras entidades, es posible que el pronóstico de las *Perspectivas de la Economía Mundial* y el escenario base del ISEFM una vez más resulten demasiado

optimistas, y la zona del euro podría caer en el escenario de aplicación de políticas deficientes, con consecuencias perjudiciales para el resto del mundo.

Para garantizar la confianza del mercado en la viabilidad de la UEM será necesario tomar acciones firmes en múltiples frentes. Las entidades soberanas que están bajo presión deben seguir realizando ajustes, y el apoyo a dichas entidades y sus bancos ha de suministrarse a través del FEEF y el MEDE para aliviar las presiones de financiamiento y romper el círculo vicioso entre las entidades soberanas y los bancos. Mientras tanto, el compromiso del BCE para intervenir en los mercados secundarios mediante el programa de OMC es de suma importancia para hacer frente a las elevadas primas de riesgo derivadas de las inquietudes sobre la convertibilidad, y la política monetaria debería ser muy laxa para apoyar la demanda. Las medidas contra la crisis deben tener como visión una unión monetaria más completa, meta hacia la que deberán avanzar a un ritmo razonablemente rápido y tangible.

- Los socios de la UE deben apoyar a los países que adopten medidas de ajuste adecuadas pero que aún estén sometidos a la presión de los mercados. Si bien las economías de la periferia deben seguir ajustando sus saldos fiscales a un ritmo que les resulte sostenible, es esencial garantizar que tengan acceso a financiamiento a un costo razonable. Los recursos comunes pueden canalizarse a través del FEEF o el MEDE, y los países que los necesiten deben solicitar dichos recursos para preservar o recuperar el acceso a los mercados.
- Las participaciones directas de capital en los bancos son esenciales para romper los círculos viciosos entre los bancos y las entidades soberanas a corto plazo. Para que esto suceda, el MEDE tiene que entrar en funcionamiento lo antes posible, y se debe establecer rápidamente un mecanismo único de supervisión –una condición previa para que el MEDE asuma participaciones en los bancos–, conforme a las propuestas de la Comisión Europea en tal sentido.

Los bancos viables deben ser recapitalizados, pero los que no lo son deben ser sometidos a un proceso de resolución, en parte para reducir a un mínimo los costos fiscales.

- Una estructura integrada de regulación y supervisión –una unión bancaria– es indispensable para el funcionamiento fluido de mercados financieros integrados en la UEM. Esa unión debe estar asentada sobre cuatro pilares: supervisión común, regulación armonizada, un sistema paneuropeo de garantía de depósitos y un régimen paneuropeo de resolución con mecanismos comunes de apoyo.

Estos dos últimos componentes son críticos y aún no se han presentado propuestas para su creación. La integración fiscal proporcionaría herramientas críticas para respaldar la unión bancaria, mejorar la disciplina fiscal y reforzar los ajustes ante choques idiosincrásicos, evitando al mismo tiempo que éstos se conviertan en sistémicos. La prioridad inmediata es establecer un mecanismo de apoyo fiscal común para una unión bancaria anclada en un mecanismo único de supervisión. En términos más generales, la distribución del riesgo fiscal es un aspecto básico de las zonas monetarias. No obstante, es importante que el apoyo mutuo se complemente con reglas más estrictas y con una aplicación más enérgica de esas reglas, así como una mayor coordinación de las políticas nacionales, incluida una aprobación rápida y una implementación adecuada del Pacto Fiscal (a nivel de cada país). La distribución *a priori* del riesgo puede lograrse de varias maneras, pero independientemente del método que se utilice sería conveniente contar con una hoja de ruta bien definida.

### **Recomponer el margen de maniobra de la política fiscal**

En muchos casos el ajuste fiscal ha sido necesario para reforzar la confianza en los balances soberanos, y en muchos otros casos porque las perspectivas del producto potencial futuro –y por ende del crecimiento de los ingresos– son mucho menos

favorables que antes de 2008. A menos que los gobiernos describan cómo efectuarán el ajuste necesario a mediano plazo, una nube de incertidumbre seguirá ensombreciendo el panorama de la economía internacional, con riesgos a la baja para el producto y el empleo a corto plazo.

El ajuste fiscal debe ser gradual y sostenido, y en lo posible debe estar respaldado por cambios estructurales, ya que, inevitablemente, representa un lastre para la débil demanda. Los acontecimientos hacen pensar que los multiplicadores fiscales a corto plazo pueden haber sido mayores de lo previsto en el momento en que se realizó la planificación fiscal. Estudios presentados en ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial* indican que los multiplicadores fiscales se han aproximado a 1 en un entorno en que muchos países realizan un ajuste al unísono; el presente análisis indica que recientemente los multiplicadores fiscales pueden haber sido mayores que 1<sup>6</sup>. Hay otras razones para evitar ajustes bruscos: los problemas fiscales pueden tener su origen en problemas estructurales que toma tiempo resolver, y los recortes del gasto o los aumentos de impuestos realizados abruptamente pueden desencadenar círculos viciosos de caída de la actividad y aumento de los coeficientes de endeudamiento, lo cual a la larga socava el respaldo político a favor del ajuste. Los datos históricos de reducción de la deuda pública indican que un enfoque gradual y sostenido, apoyado por cambios estructurales, es el que ofrece mayores posibilidades de éxito dentro de las limitaciones actuales (capítulo 3).

Para generar credibilidad, los gobiernos deben comprometerse a adoptar medidas y lograr metas a mediano plazo que estén efectivamente bajo su control. Tienen que explicar claramente cómo reaccionarán ante reveses, tales como desaceleraciones imprevistas de la actividad o aumentos de los costos de financiamiento. Salvo en las economías que se enfrenten a fuertes limitaciones de financiamiento, se debe permitir que los estabilizadores automáticos funcionen libremente. Los pronósticos

---

<sup>6</sup> Véase, por ejemplo, el capítulo 3 de *Perspectivas de la economía mundial* de octubre de 2010.

presupuestarios tienen que basarse en supuestos realistas acerca del impacto negativo a corto plazo del ajuste en el producto y en el empleo. Del mismo modo, las proyecciones relativas a la evolución de los coeficientes de endeudamiento deben ser con base en supuestos realistas, no optimistas, sobre el crecimiento del producto potencial y las tasas de interés. En resumen, la política fiscal tiene que ser transparente, realista y previsible, y aunque esté orientada hacia objetivos a mediano plazo, debe ser también un factor estabilizador frente a una desaceleración o auge a corto plazo. Es posible establecer analogías claras con la implementación de una política monetaria eficaz.

En las economías avanzadas, el ajuste fiscal planificado a corto plazo es considerable. Las principales deficiencias de las políticas, que se examinan en más detalle en el informe *Monitor Fiscal* de octubre de 2012, están relacionadas con la necesidad de un compromiso más fuerte con un marco fiscal sólido:

- Para anclar las expectativas del mercado, es necesario que las autoridades especifiquen adecuadamente planes detallados a mediano plazo para reducir los coeficientes de endeudamiento, y dichos planes tienen que estar respaldados por leyes o marcos fiscales vinculantes. Entre las grandes economías avanzadas, Estados Unidos de Norteamérica carece de un plan de este tipo, y el plan a mediano plazo de Japón debe reforzarse, a pesar de la acertada decisión legislativa de duplicar el impuesto sobre el consumo. Las autoridades estadounidenses ahora tienen que hacer frente urgentemente a los problemas derivados del tope de la deuda y el precipicio fiscal, que repercutirían gravemente en el crecimiento a corto plazo; las autoridades japonesas también tienen que aprobar sin demora el financiamiento para el presupuesto de este año.

- Los países deberían tomar medidas mucho más profundas para reducir el crecimiento de los gastos relacionados con el envejecimiento de la población —una cuestión que no pueden soslayar indefinidamente— porque tales reducciones pueden mejorar notablemente la dinámica de la deuda sin perjudicar mayormente la demanda a corto plazo.
- Un mayor número de países tienen que definir metas en términos estructurales o ajustados en función del ciclo, y elaborar planes de contingencia para hacer frente a los choques. La primera línea de defensa contra los choques deberían ser los estabilizadores automáticos y la política monetaria, incluidos respaldo y medidas de carácter no convencional para facilitar la transmisión del efecto de las tasas de política monetaria ya bajas a la demanda. Pero es posible que estos esfuerzos no sean suficientes. Si el crecimiento cayera bastante por debajo de las proyecciones de las *Perspectivas de la Economía Mundial*, los países que dispongan de margen de maniobra deberían distribuir el ajuste planificado a lo largo de 2013 y los años posteriores.
- Las economías de mercados emergentes y en desarrollo por lo general tienen un nivel de deuda pública mucho más bajo que las economías avanzadas, y por lo tanto su necesidad de ajuste fiscal es menos urgente, pero de todos modos deberían recomponer su margen de maniobra para la aplicación de políticas. Los déficits son considerablemente más voluminosos que antes de 2008, incluso en los países que no fueron golpeados por la crisis. Estos países por lo general han experimentado una recuperación relativamente rápida y están operando por encima de la tendencia previa a la crisis. Por lo tanto, ahora es un momento propicio para que emprendan una consolidación fiscal con el fin de restablecer plenamente su flexibilidad para hacer frente a contingencias adversas imprevistas. La tarea de apoyar la demanda en respuesta a un debilitamiento externo mayor de lo previsto debería quedar en manos de la política monetaria.



Entre las principales economías de mercados emergentes, India, Rusia y, a mediano plazo, Turquía, deberían desplegar mayores esfuerzos. China, que también está desacelerándose, es un caso diferente por dos razones: primero, las autoridades están tratando de reequilibrar el crecimiento económico orientándolo hacia el consumo, y eso exigirá la ampliación de los programas de apoyo social, y segundo, el margen disponible para el crecimiento del crédito se ha reducido porque la economía aún está procesando la fuerte expansión del crédito que se puso en marcha en respuesta a la *Gran Recesión*. Análogamente, los principales países exportadores de petróleo también están incrementando el gasto para atender desafíos sociales, lo cual está ayudando a reequilibrar la demanda mundial. A mediano plazo, sin embargo, estas economías tendrán que reducir el crecimiento del gasto a niveles más sostenibles.

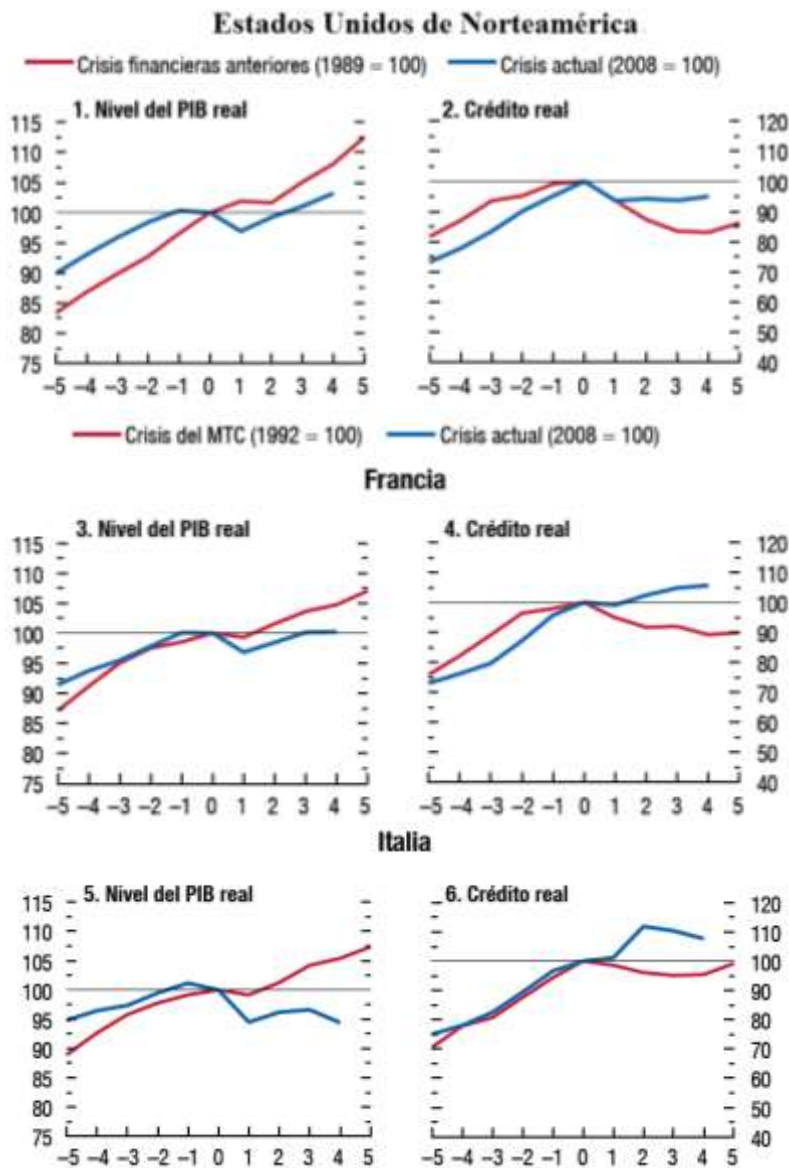
### **Apoyar el ajuste con liquidez**

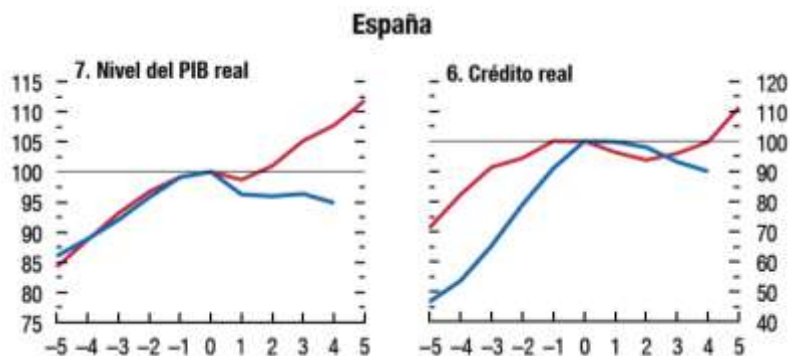
En muchas economías avanzadas, sigue siendo esencial un amplio suministro de liquidez, en vista de la debilidad de la demanda y de los muy prolongados períodos de implementación de ajustes fiscales, financieros y estructurales. Las autoridades de supervisión prudencial tienen que cerciorarse de controlar los riesgos a los que pueda dar lugar el largo período de rendimientos bajos y acceso excepcionalmente fácil al financiamiento del banco central. El acceso fácil al crédito crea incentivos para la toma excesiva de riesgos, y además da a los bancos opciones fáciles para postergar la reestructuración aconsejable. Con el tiempo, las tasas de interés muy bajas pueden distorsionar la inversión eficiente del ahorro, que es una función fundamental del sistema financiero. Los programas creíbles de ajuste fiscal a mediano plazo y la reestructuración del sistema bancario son elementos de apoyo sumamente valiosos para el objetivo de la política monetaria de mantener las expectativas de inflación firmemente ancladas en un nivel bajo a la vez que se preserva la estabilidad financiera.

Una preocupación generalizada es que el estímulo monetario no está llegando a todos los mercados de manera uniforme. A los hogares y las pequeñas empresas les es difícil obtener préstamos bancarios, mientras que las grandes empresas están pagando tasas de interés mínimas en los mercados de bonos. En la zona del euro, los préstamos bancarios están desacelerándose en la periferia, pero siguen creciendo en Alemania. Las variaciones de las primas de riesgo que deben pagar los prestatarios en respuesta a la evolución de las condiciones económicas y la aplicación de políticas de préstamo más estrictas por parte de los bancos en respuesta a las tensiones de capital y financiamiento están teniendo efectos importantes. Sin embargo, las marcadas diferencias en las condiciones de financiamiento no significan que la política monetaria no esté funcionando. Las medidas adoptadas por los bancos centrales han evitado que los resultados sean peores. En algunas economías de la zona del euro, como Francia e Italia, el crédito ha tenido una evolución más favorable durante la actual recuperación que durante la recuperación posterior a 1993, pese a una caída mucho más considerable del producto (gráfico siguiente, paneles 3–6). Lo mismo se puede decir en comparación con el crédito en Estados Unidos de Norteamérica después de 1989 (gráfico, paneles 1 y 2). En términos más generales, el suministro de liquidez ha evitado un colapso de los sistemas bancarios en las economías de la periferia.

### COMPARACIONES DE CRISIS -Índice; años desde la crisis en el eje de la abscisa-

El crédito parece estar recuperándose más favorablemente después de la Gran Recesión que después de otras recesiones anteriores relacionadas con crisis crediticias. Por ejemplo, el crédito interno en Estados Unidos de Norteamérica ha resistido mejor después de 1989, a pesar de una caída mucho más pronunciada del producto. Lo mismo se puede decir de Francia e Italia, al comparar la situación con la crisis del mecanismo de tipos de cambio (MTC), aunque el crédito real ahora está cayendo en Italia. En España, la evolución del crédito es menos favorable, en consonancia con una mayor caída del producto. En general, esta evolución del producto y del crédito apunta a que el nivel bajo de las tasas de política monetaria y las medidas no convencionales han ayudado, hasta ahora, a evitar una contracción mucho más marcada del crédito. Sin embargo, se precisan más medidas para sustentar y mejorar el crédito, sobre todo en la periferia de la zona del euro.





\* Los datos sobre crédito más recientes de 2012 son con base en los niveles de junio de 2012.

FUENTE: Cálculos del FMI, *International Financial Statistics*.

Las necesidades específicas de política monetaria varían entre las diferentes economías. En muchas economías avanzadas, la orientación debe seguir siendo muy laxa, ya que las expectativas de inflación están bien ancladas, la inflación general y la inflación básica retrocede y la actividad está, en términos generales, bastante por debajo de su nivel potencial. Las autoridades deben seguir ayudando a reducir las primas de riesgo y a mejorar la transmisión de la política monetaria a la economía real, con intervenciones directas en mercados de activos clave o con medidas que incentiven más a los bancos a conceder crédito, como el programa de financiamiento para préstamos del Banco de Inglaterra. Las necesidades específicas de política para las principales economías son las siguientes:

- La Reserva Federal adoptó recientemente sólidas medidas para relajar las condiciones monetarias y financieras, en consonancia con el alto nivel de desempleo y una inflación general que se proyecta descenderá a menos de 2%. El grado de influencia de éstas y otras medidas previas no convencionales se amplificaría sustancialmente si se avanzara más en la tarea de brindar alivio a los hogares con sobreendeudamiento hipotecario y en la reforma del mercado inmobiliario.
- En la zona del euro, la presión inflacionaria subyacente es baja: la inflación básica ha rondado el 1.5% durante algún tiempo, y los aumentos de los

impuestos y los precios administrados han contribuido entre 0.25 y 0.50 de punto porcentual. Se pronosticó que la inflación general descenderá a aproximadamente 1.5% en el transcurso de 2013, y los riesgos provenientes de los salarios internos y las utilidades internas se inclinan a la baja: el Modelo de Proyección Mundial del FMI indica que la probabilidad de una caída de los precios es inusualmente alta, y que llega casi al 25% (gráfico *Riesgos de Recesión y Deflación*, panel 2). Esta proyección le brinda al BCE una amplia justificación para mantener las tasas de política monetaria en niveles muy bajos o para reducirlas aún más.

- En Japón se pronostica que la inflación permanecerá cercana a cero en 2012 y 2013. El relajamiento de la política monetaria anunciado en septiembre es una medida acertada y debería ayudar a apoyar el crecimiento económico y a encontrar una salida al problema de la deflación. No obstante, es posible que se necesite una política monetaria más laxa para alcanzar más rápido la meta de inflación de 1% fijada por el Banco de Japón, apoyándose en una mejor estrategia de comunicación de la orientación y el marco de políticas. Cualquier relajamiento adicional de la política por parte del Banco de Japón podría incluir la compra de bonos públicos japoneses con vencimientos a más largo plazo, así como ciertos títulos privados.

Entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo las necesidades de política difieren, pero muchas están en condiciones de esperar y observar la evolución o de aplicar una política más laxa en vista de los riesgos a la baja para la actividad. La inflación general y la inflación básica descienden en términos generales. El principal motivo para actuar con precaución es que las tasas de crecimiento del crédito, pese a haber bajado últimamente, aún están en niveles bastante elevados (gráfico *Producto en las Economías de Mercados Emergentes y en Desarrollo*, paneles 2 y 3). Las

medidas macroprudenciales y de supervisión deben emplearse para combatir cualquier burbuja de crédito que esté surgiendo, por ejemplo en el sector inmobiliario.

- En las economías emergentes de Asia, las tasas de inflación general e inflación básica han sido bajas o han estado descendiendo. En muchas economías se pronostica que la inflación se aproximará a 3% a mediano plazo. El crédito se expandió con rapidez en varias de estas economías (China, India) y sigue expandiéndose con dinamismo en algunas economías (Indonesia y, en menor grado, Malasia); en varias economías también se han registrado auges de los precios inmobiliarios. Las monedas de varias economías están subvaluadas con respecto a los fundamentos económicos a mediano plazo (China, Malasia, Tailandia). Si se tiene en cuenta este panorama del crédito y de los tipos de cambios, estos países deberían esperar y estudiar o considerar un nuevo relajamiento moderado de la orientación de la política monetaria, y recurrir sobre todo a la política fiscal para apoyar la demanda. Los que dispongan de menos espacio fiscal podrían proceder a relajar más la política monetaria, siempre y cuando las medidas macroprudenciales mantengan el crecimiento del crédito bajo control. Los países con altos niveles de inflación (India, Vietnam) no están en condiciones de aplicar una política monetaria más laxa, a menos que frenen la demanda interna con un mayor ajuste fiscal.
  
- En América Latina se pronostica que muchas economías operarán con una inflación cercana o inferior a 5% en 2013, nivel sustancialmente más bajo que en 2011. Es aconsejable vigilar las altas tasas de crecimiento del crédito. En vista de los riesgos a la baja para el crecimiento mundial y las perspectivas de inflación, muchos bancos centrales están en condiciones de mantener las tasas estables; y en caso de materializarse los riesgos, los bancos centrales pueden reducir las tasas de política monetaria. Los niveles altos o en ascenso de los precios de los inmuebles o la creciente carga de la deuda de los hogares,

especialmente en Brasil, exigen una constante vigilancia por parte de las autoridades. Los bancos centrales en economías con niveles relativamente altos de inflación (Argentina, Venezuela) tendrán que aplicar una política más restrictiva.

- Las tasas de inflación son bajas o se pronostica que bajarán considerablemente en muchas economías emergentes de Europa, típicamente a alrededor de 3%. Por lo tanto, varias economías disponen de margen para distender las condiciones monetarias en respuesta a las elevadísimas tasas de desempleo y la desaceleración de la actividad. En la CEI el alto nivel y la mayor volatilidad de la inflación son un obstáculo para reducir las tasas de política monetaria. Lo mismo sucede en varias economías de las regiones de OMNA y África subsahariana.

El fuerte aumento de los precios de los alimentos plantea desafíos importantes para las autoridades en muy diversos frentes. En lo que concierne a la política monetaria, la preocupación es que la fuerte ponderación de los alimentos en las canastas de consumo de los hogares más pobres genera una presión alcista sobre los salarios y, por ende, efectos de segunda ronda sobre la inflación. En este contexto, las autoridades monetarias deben anunciar que aplicarán una política más restrictiva si empieza a cernirse la amenaza de efectos de segunda ronda. Pero hasta que eso suceda, los bancos centrales no deberían tomar medidas en respuesta a la evolución de los precios de los alimentos, ya que eso desestabilizaría el producto y la inflación a mediano plazo<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Véase un análisis detallado en el Capítulo 3 de *Perspectivas de la economía mundial* de septiembre de 2011.

## Promover el reequilibrio de la demanda mundial

La desaceleración del comercio y la actividad mundial ha estado acompañada de una notable reducción de los desequilibrios mundiales, que según las proyecciones persistirá (gráfico siguiente, panel 1)<sup>8</sup>. Como se analiza en *Perspectivas de la Economía Mundial* de abril de 2012 y en un reciente informe sobre el sector externo, de carácter piloto (FMI, 2012d), la mayor parte de esta reducción obedece más al debilitamiento de la demanda interna de las economías afectadas por la crisis y con déficit externo que al aumento de la demanda de las economías con superávit externo. No obstante, se han registrado ajustes más adecuados que están reduciendo los cuantiosos superávit, como ser mejoras en los saldos fiscales de economías con déficit externo, fortaleza de la demanda interna en China y aumento del gasto social en los países exportadores de petróleo.

En la zona del euro, los desequilibrios se han reducido, pero la causa principal ha sido la menor demanda de las economías de la periferia que registran déficit; los costos laborales se han ajustado en relación con el núcleo, pero este proceso tiene que avanzar mucho más (gráfico *Desequilibrios en la Zona del Euro*, paneles 1–3). Los ajustes en las economías con superávit para lograr un crecimiento más vigoroso e impulsado por la demanda interna están en su etapa inicial. Los indicadores externos de Alemania, el principal país con superávit, hacen pensar que el proceso de reequilibrio de la demanda interna en ese país está menos avanzado que en Japón o China (véase el gráfico *Indicadores de Sobre calentamiento de las Economías del G-20*). Por otro lado, aún es necesario un ajuste importante en las economías deficitarias, especialmente Grecia y Portugal, para reducir los pasivos externos netos de esos países a 35% del PIB, es decir, la directriz indicativa establecida en el marco del Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico de la Comisión Europea (gráfico *Desequilibrios en la Zona del Euro*, panel 4).

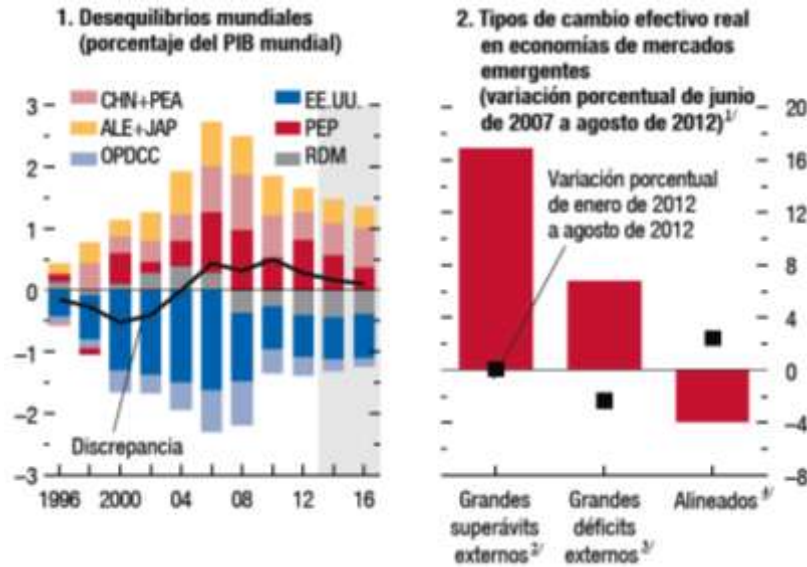
---

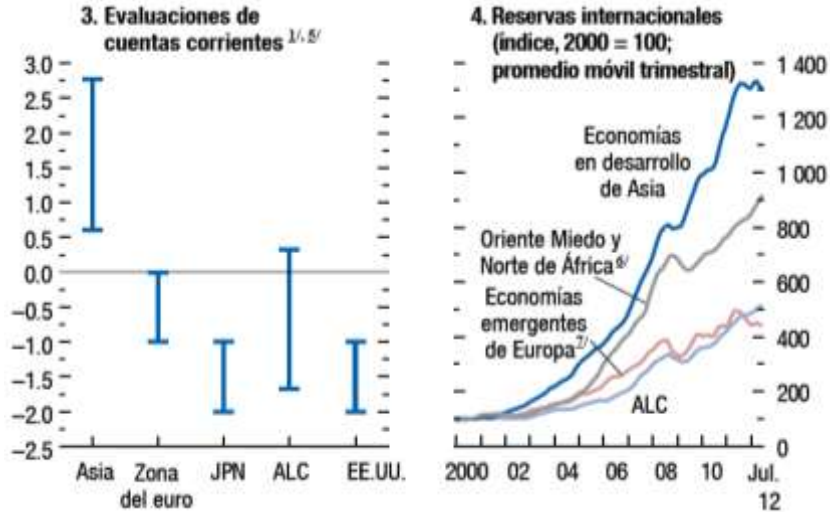
<sup>8</sup> Los desequilibrios denotan cuentas corrientes que registran niveles distintos de los recomendados por los fundamentos económicos y políticas apropiadas.



### DESEQUILIBRIOS MUNDIALES

Los saldos mundiales en cuenta corriente se redujeron marcadamente durante la Gran Recesión y no se proyecta que vuelan a crecer, excepto por las contribuciones de las economías emergentes de Asia. La evolución de los tipos de cambio desde el comienzo de la crisis ha sido coherente con el reequilibrio de la demanda mundial. Sin embargo, la apreciación de las monedas de superávit externo se ha detenido en los últimos seis meses. Según las evaluaciones del FMI, los saldos en cuenta corriente siguen siendo más grandes de lo que es conveniente en las economías emergentes de Asia y más reducidos en las otras regiones. La acumulación sostenida de reservas internacionales en estas economías está contribuyendo a desequilibrios mundiales en cuenta corriente y a consiguientes factores de vulnerabilidad mayores de lo aceptable.





\* ALC = América Latina y el Caribe; ALE+JPN = Alemania y Japón; CHN+MEA = China, Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, Taiwán, Hong Kong, Singapur y Tailandia; EE.UU. = Estados Unidos de Norteamérica; OPDCC = Bulgaria, Croacia, Eslovenia, España, Estonia, Grecia, Hungría, Irlanda, Letonia, Lituania, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca, Rumania y Turquía; PEP = Países exportadores de petróleo; RDM = Resto del mundo.

<sup>1/</sup> Las clasificaciones son con base en el informe del sector externo del FMI, el cual abarca Alemania, Arabia Saudita, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Corea, España, Estados Unidos de Norteamérica, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, Malasia, México, Países Bajos, Polonia, Hong Kong, Reino Unido, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Turquía y la zona del euro.

<sup>2/</sup> Estas economías representan 12.3% del PIB mundial.

<sup>3/</sup> Estas economías representan 7.3% del PIB mundial.

<sup>4/</sup> Estas economías representan 4.8% del PIB mundial.

<sup>5/</sup> Diferencias estimadas entre las cuentas corrientes ajustadas en función del ciclo y las que son coherentes con los fundamentos económicos y políticas adecuadas (porcentaje del PIB).

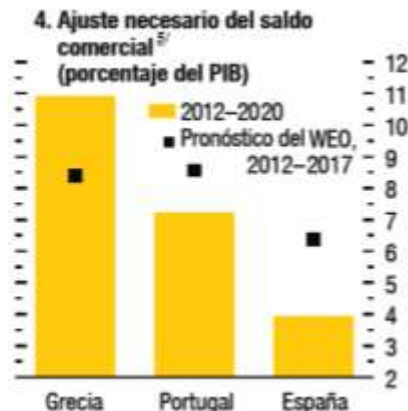
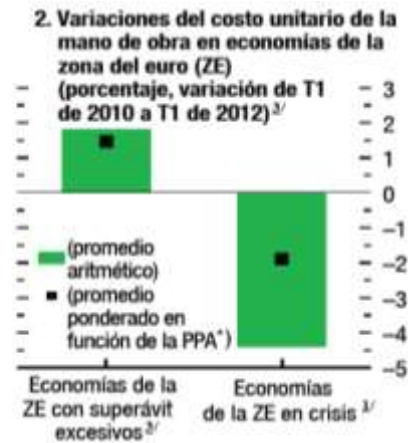
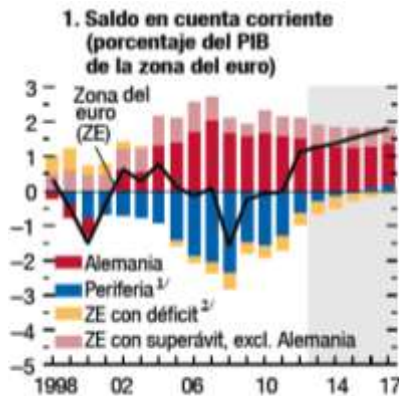
<sup>6/</sup> Arabia Saudita, Bahrein, Djibouti, Egipto, los Emiratos Árabes Unidos, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Omán, Qatar, la República Árabe Siria, la República Islámica del Irán, la República del Yemen y Sudán.

<sup>7/</sup> Bulgaria, Croacia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumania y Turquía.

FUENTE: Estimaciones del FMI, *International Financial Statistics*.

### DESEQUILIBRIOS EN LA ZONA DEL EURO

Los saldos en cuenta corriente también se han reducido en la zona del euro, debido más al colapso de la demanda en las economías deficitarias en la periferia que a una demanda fuerte de las economías con superávit, como Alemania y los Países Bajos. Desde el inicio de la crisis, los costos unitarios de la mano de obra han crecido menos en las economías con déficit que en las economías con superávit, pero se necesitarán mayores ajustes. Para reducir los desequilibrios en cuenta corriente mundiales y en la zona del euro también se necesitarán nuevas modificaciones de las políticas. En las economías con déficit externos, estas modificaciones incluyen la reducción de cuantiosos déficit fiscales, la desaceleración del gasto en prestaciones sociales y, en la zona del euro, la reforma de los mercados de trabajo y de productos. En las economías con superávit, las políticas deben mejorar la protección social y eliminar diversas distorsiones.





\* PPA = paridad del poder adquisitivo.

1/ Grecia, España, Irlanda, Italia y Portugal.

2/ Excluye cinco economías de la periferia.

3/ Las clasificaciones son con base en el informe del sector externo del FMI, que abarca Alemania, Arabia Saudita, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Corea, España, Estados Unidos de Norteamérica, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, Malasia, México, Países Bajos, Polonia, Hong Kong, Reino Unido, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Turquía y la zona del euro.

4/ Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Luxemburgo y Países Bajos.

5/ Ajuste necesario del saldo comercial entre 2012 y 2020 para reducir los pasivos externos netos a 35% del PIB para 2030, suponiendo que la tasa de interés externa nominal es 3% y que la tasa de crecimiento del PIB nominal se mantiene en el nivel proyectado para 2017.

6/ Alemania, los Países Bajos.

FUENTE: Eurostat y estimaciones del FMI.

A pesar de las mejoras recientes, los desequilibrios mundiales y los factores de vulnerabilidad conexos probablemente permanecerán bastante por encima de los niveles aceptables a menos que los gobiernos tomen nuevas y firmes medidas (FMI, 2012d). Se estima que las posiciones en cuenta corriente de las economías del G-3 serán más débiles y que sus tipos de cambio efectivos reales serán más fuertes de lo conveniente debido a déficit fiscales excesivos (gráfico *Desequilibrios Mundiales*, panel 3). En cambio, en muchas economías asiáticas —incluidas China, Corea, Malasia, Singapur y Tailandia— las posiciones en cuenta corriente son más sólidas y las monedas son más débiles de lo que serían si se aplicara un conjunto más adecuado de políticas. Varias de estas economías han acumulado niveles muy elevados de reservas oficiales o tienen distorsiones internas que frenan el consumo (gráfico *Desequilibrios Mundiales*, panel 4). Entre las economías grandes de la zona del euro,

sería conveniente que Alemania adoptara políticas para dinamizar la demanda interna y que España, Francia e Italia adoptaran medidas para reforzar la competitividad.

Hay que hacer hincapié en que las políticas que serían más eficaces para reducir los desequilibrios mundiales y los factores de vulnerabilidad conexos favorecen los propios intereses de los países afectados, incluso si dichas políticas se consideran desde un punto de vista netamente interno (gráfico *Desequilibrios en la Zona del Euro*, panel 5). Muchas economías con déficit externo necesitan programas firmes de ajuste fiscal a mediano plazo; la necesidad es urgente en el caso de Estados Unidos de Norteamérica. En la zona del euro, buena parte del ajuste planificado para las economías de la periferia estaría justificado independientemente de sus posiciones externas, y dichos esfuerzos fiscales han de complementarse con reformas estructurales de los mercados de trabajo y de productos que ayuden a restablecer la competitividad. En las economías de mercados emergentes con superávit externos y monedas subvaluadas, lo que se necesita es reducir la acumulación de reservas oficiales, adoptar sistemas cambiarios que dependan más del mercado e implementar reformas estructurales, por ejemplo, para ampliar la red de protección social.

### **Mejorar las perspectivas de crecimiento con políticas estructurales**

Los problemas estructurales determinan en gran medida las secuelas de la Gran Recesión. También contribuyen a ampliar los desequilibrios mundiales en cuenta corriente, que han exacerbado la crisis en la zona del euro. Las reformas que buscan aliviar estos problemas pueden tener un impacto significativo en el crecimiento. En un escenario de políticas favorables elaborado por el FMI en el marco del Proceso de Evaluación Mutua del G-20, la mayor parte del aumento de 2.5% del producto mundial se debe a reformas en los mercados de trabajo y de productos y a efectos de contagio beneficiosos por vía del comercio internacional (FMI, 2012e). A través de los efectos confianza y riqueza, y al facilitar el ajuste de los precios relativos, las

reformas estructurales pueden fomentar la demanda agregada, en particular la inversión, a lo largo del tiempo. Pero es poco probable obtener estas ventajas a menos que las reformas estén respaldadas por políticas macroeconómicas que reduzcan la incertidumbre y mejoren la confianza entre los inversionistas.

### ***Políticas estructurales en economías golpeadas por la crisis***

*Reestructuración de la deuda de los hogares y los bancos:* Aunque solo unos pocos países han adoptado programas eficaces de reestructuración de la deuda de los hogares, otros deberían seguir el ejemplo. Los programas en Estados Unidos de Norteamérica tuvieron un arranque lento, pero la reciente expansión de los programas de modificación y refinanciamiento de hipotecas es una medida acertada. Hay otras políticas que podrían ayudar a apoyar la recuperación del mercado inmobiliario, como permitir la participación de las entidades hipotecarias semipúblicas en el programa de reducción del principal, implementar la propuesta del gobierno para seguir expandiendo el refinanciamiento, ampliar oportunamente el programa para promover la conversión de propiedades embargadas en unidades de alquiler, y permitir la modificación de hipotecas en los tribunales de quiebra. Otras economías cuyos mercados inmobiliarios atraviesan desaceleraciones también pueden beneficiarse de políticas que alivien directamente la deuda de los hogares<sup>9</sup>.

Los avances en la reforma del sector financiero, que es crucial para crear una economía mundial más segura, han sido dispares. En el capítulo 3 del ISEFM de octubre de 2012 se menciona que están en marcha múltiples reformas regulatorias, pero que la estructura de la intermediación financiera permanece en gran medida intacta y vulnerable. Los aspectos que exigen mayor atención por parte de las autoridades son un debate a escala mundial sobre las ventajas y desventajas de las restricciones directas de los modelos de negocios, el monitoreo de las instituciones

---

<sup>9</sup> Véase un análisis más a fondo de las cuestiones relacionadas con la reestructuración de la deuda de los hogares en el capítulo 3 de *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2012.

financieras no bancarias que plantean riesgos sistémicos y la formulación de un conjunto de normas prudenciales al respecto, los incentivos para el uso de productos financieros más simples, mayores avances en lo que respecta a la recuperación y la planificación de la resolución de instituciones grandes, y los sistemas de resolución transfronteriza. Un aspecto crucial es que ninguna de las reformas actuales o eventuales será eficaz si no se cuenta con una supervisión reforzada, con incentivos para que el sector privado adopte las reformas y con la voluntad política para lograr avances.

La reestructuración de los bancos ha avanzado en un frente más amplio. Muchos países han adoptado programas para fortalecer los balances de los bancos y para solventar las necesidades de los bancos durante dificultades temporales de liquidez. Las bases de capital se han afianzado: entre 2008 y 2011, por ejemplo, en los grandes bancos de Europa y de Estados Unidos de Norteamérica la relación capital ordinario/activos aumentó alrededor de un quinto y un tercio, respectivamente. También redujeron su dependencia del financiamiento mayorista, aunque ese tipo de financiamiento sigue siendo de carácter generalizado en Europa. Sin embargo, el recrudecimiento de la crisis de la zona del euro y la débil situación de la economía mundial plantean dificultades bancarias cada vez más graves. Las autoridades de supervisión prudencial tienen que seguir exigiendo el saneamiento de los balances y, cuando sea necesario, imponer pérdidas a los accionistas de los bancos y forzar la recapitalización. Para esto puede ser necesario inyectar fondos públicos o liquidar las instituciones débiles. En las economías de la periferia de la zona del euro, el apoyo externo mediante participaciones de capital es crítico para romper el círculo vicioso entre el deterioro de las entidades soberanas y el debilitamiento de los bancos.

*Reforma del mercado de trabajo y de productos:* Los avances han sido desiguales en este ámbito. Una serie de países, sobre todo en la zona del euro, están empezando a adoptar medidas para mejorar el funcionamiento de sus mercados de trabajo, pero se

han tomado menos medidas para hacer frente al persistente desempleo a largo plazo o para reformar los mercados de productos y, especialmente, el de servicios.

Las reformas del mercado laboral pueden promover el empleo de varias maneras. Pueden reducir los costos de contratación y reducción de personal, o reducir los *salarios mínimos* cuando su nivel sea tan alto que perjudique la contratación de jóvenes o de trabajadores menos calificados. Este tipo de reformas ya están en marcha en España e Italia. Los acuerdos trilaterales entre sindicatos, empleadores y el gobierno pueden ser un aspecto importante de los esfuerzos de reforma porque ayudan a coordinar el ajuste relativo del costo de la mano de obra, que es esencial para realinear la competitividad entre las economías deficitarias y superavitarias de la zona del euro. Los sindicatos y los empleadores también pueden negociar convenios salariales colectivos más flexibles, como se ha hecho en Alemania, con muy buenos resultados. En la medida en que se realicen recortes salariales a gran escala en las economías con déficit, es posible que los hogares necesiten ayuda para sobrellevar la carga de su deuda, lo cual destaca la importancia de contar con programas eficaces de reestructuración de la deuda de los hogares. Las políticas activas en el mercado de trabajo pueden tener efectos muy positivos en el empleo al promover un mejor ajuste entre los requisitos del mercado laboral y las aptitudes, y al apoyar la formación y la capacitación vocacional de trabajadores desplazados por choques en sectores específicos, como el colapso de la construcción en España y Estados Unidos de Norteamérica. La participación en la fuerza laboral puede mejorarse subsidiando la cobertura de puestos con trabajadores desempleados a largo plazo o de puestos creados por empresas pequeñas y medianas, a muchas de las cuales les está resultando difícil obtener crédito.

En varias economías, sobre todo en Europa, la reforma del sector de servicios debería acelerarse, en particular para ayudar a generar más empleo a mediano plazo. La intensificación de la competencia y la reducción de las barreras de entrada al mercado



ayudarían a garantizar que los salarios más bajos den lugar a la creación de más empleo, y no a un aumento de las utilidades de las empresas. El clima empresarial en varias economías de la zona del euro también ha de mejorarse racionalizando los procedimientos y los costos que frenan el espíritu empresarial y simplificando los procedimientos de quiebra para defender mejor los derechos de propiedad y facilitar la salida de empresas ineficientes (Barkbu *et al.*, 2012).

### ***Reformas estructurales para facilitar el reequilibrio de la demanda mundial***

Será importante ejecutar reformas estructurales para fomentar el crecimiento y promover el equilibrio de la demanda mundial, al tiempo que se reducen las vulnerabilidades conexas. En países con superávit, como Alemania y China, las reformas son necesarias para estimular la demanda interna, mientras que en países con déficit, como Brasil e India, son necesarias para mejorar la oferta.

- En Alemania se necesitarán reformas estructurales para estimular el nivel relativamente bajo de inversión y, en términos más generales, para promover el crecimiento potencial a partir de fuentes internas. A corto plazo, la solidez subyacente del mercado laboral debería propiciar un repunte de los salarios, la inflación y los precios de los activos, lo cual debería considerarse como parte de un proceso natural de reequilibrio dentro de una unión monetaria. Por ejemplo, si la inflación en España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal se mantuviera entre 0 y 1% y la inflación en otros países permaneciera compatible con la meta del BCE, la inflación en Alemania y los Países Bajos –las otras principales economías superavitarias de la zona del euro– debería ser de aproximadamente de 3 a 4% para mantener la inflación de la zona del euro cercana a la meta fijada por el BCE de “inferior pero cercana a 2%”. Esto destaca la importancia que revisten los ajustes de los salarios y los gastos en las economías superavitarias para el buen funcionamiento de la UEM.

- Estudios previos sobre China han destacado la necesidad de mejorar los sistemas de pensiones y atención de la salud para reducir el ahorro precautorio y promover el consumo. Se están logrando avances en estos frentes, pero habrá de transcurrir tiempo hasta que las medidas adoptadas surtan su efecto sobre la demanda. Mientras tanto, el apoyo a la demanda sigue proviniendo principalmente de las medidas a favor de una mayor inversión. Un riesgo evidente es que la calidad de los préstamos bancarios se deteriore aún más, incrementando la capacidad en el sector exportador, que ya es amplia, o elevando los precios de los inmuebles, que ya están en un alto nivel.
  
- En India resulta urgente acelerar nuevamente la inversión en infraestructura, sobre todo en el sector de la energía, y poner en marcha un nuevo conjunto de reformas estructurales para promover la inversión empresarial y corregir las limitaciones de la oferta. La reforma estructural también comprende reformas tributarias y del gasto, en particular, reducir o eliminar subsidios pero sin dejar de proteger a los pobres. En este sentido, son positivos los anuncios recientes con respecto al relajamiento de restricciones sobre la inversión extranjera directa en algunos sectores, las privatizaciones y la reducción de los subsidios a los combustibles.
  
- El auge del consumo en Brasil ha sido un componente importante del vigoroso crecimiento del país, y el ahorro interno y la inversión interna permanecen en niveles relativamente bajos. Sería útil que las reformas se centraran en desarrollar en mayor medida el componente del sistema de pensiones basado en contribuciones definidas, simplificar el sistema tributario y crear instrumentos financieros a largo plazo.

## Capítulo 2: Perspectivas Nacionales y Regionales

El crecimiento mundial volvió a desacelerarse durante el segundo trimestre de 2012 tras repuntar durante el primero. La desaceleración se observó en todas las regiones. Esta sincronía parece indicar que los factores comunes desempeñaron un importante papel, muchos de los cuales reflejaron los amplios efectos de contagio derivados de los grandes choques regionales o específicos de un país. Un primer choque fue el recrudecimiento de las tensiones financieras en la periferia de la zona del euro en el segundo trimestre. Otro choque fue la desaceleración de la demanda interna en muchas economías de Asia y América Latina (especialmente Brasil, China e India, pero también en otros países), debido no solo a una demanda externa más débil proveniente de Europa sino también a factores internos. El crecimiento también se desaceleró en Estados Unidos de Norteamérica.

El tema de fondo de este Capítulo son los efectos de contagio, porque éstos son importantes para las proyecciones base y los riesgos para las perspectivas. Las proyecciones de crecimiento a corto plazo para la mayoría de las regiones se han revisado a la baja en relación con la edición de abril de 2012 de *Perspectivas de la Economía Mundial* (gráfico siguiente). Se proyecta que la actividad se acelerará de manera gradual a partir de finales de 2012, impulsada por un repunte del crecimiento en las economías de mercados emergentes debido a la reciente aplicación de políticas más laxas. Las revisiones relativamente pequeñas del crecimiento mundial en el escenario base parten del supuesto de que se tomarán suficientes medidas de política para que las condiciones mejoren poco a poco en la periferia de la zona del euro y que se evitará el precipicio fiscal en Estados Unidos de Norteamérica. Los riesgos a la baja han aumentado en relación con *Perspectivas de la Economía Mundial* de abril de 2012 y también podrían tener importantes efectos de contagio<sup>10</sup>. El riesgo a la baja

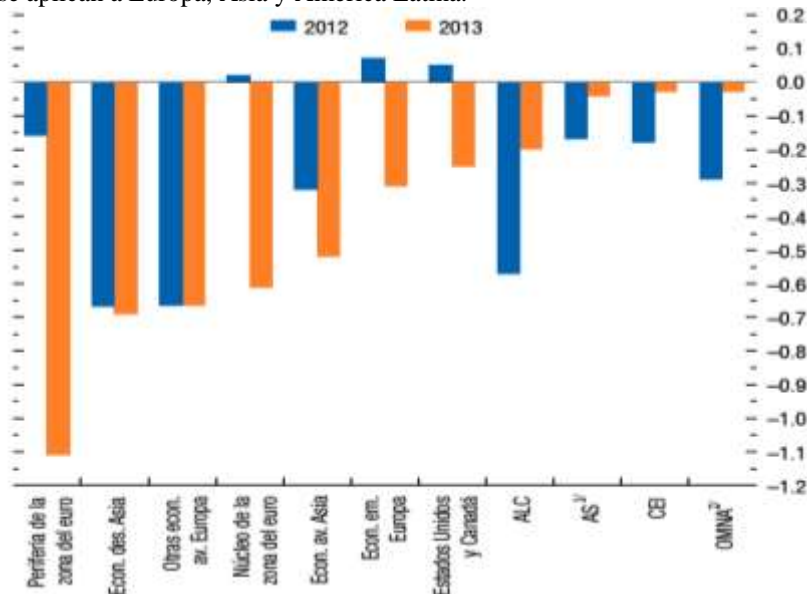
---

<sup>10</sup> El informe sobre efectos de contagio de 2012 (2012 *Spillover Report*) (FMI, 2012b) examina los riesgos de contagio relacionados con las políticas de las cinco economías de importancia sistémica (China, Estados Unidos de Norteamérica, Japón, Reino Unido y la zona del euro).

más inmediato sigue siendo el recrudecimiento de la crisis de la zona del euro si las medidas de política se demoran o resultan insuficientes. Otros riesgos a corto plazo son el precipicio fiscal al que se acerca Estados Unidos de Norteamérica y la demora en elevar el tope de la deuda.

**REVISIONES DE LAS PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DE  
PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL PARA 2012 Y 2013\***  
**-Diferencia en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones de Perspectivas  
de la economía mundial de abril de 2012-**

En general, las perspectivas se han revisado a la baja, pero en diversos grados. Las mayores revisiones se aplican a Europa, Asia y América Latina.



Nota: Estados Unidos = Estados Unidos de Norteamérica.

\* Econ. av. Asia = economías avanzadas de Asia; CEI = Comunidad de Estados Independientes; Econ. des. Asia = economías en desarrollo de Asia; ALC = América Latina y el Caribe; OMNA = Oriente Medio y Norte de África; AS = África subsahariana. Economías emergentes de Europa (Econ. em. Europa; incluidas como Europa Central y Oriental en el apéndice estadístico): Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Hungría, Kosovo, Letonia, Lituania, Montenegro, Polonia, la ex República Yugoslava de Macedonia, Rumania, Serbia, Turquía; núcleo de la zona del euro: Alemania, Austria, Bélgica, Eslovenia, Estonia, Finlandia, Francia, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, la República Eslovaca; periferia de la zona del euro: Chipre, España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal; otras economías avanzadas de Europa (Otras econ. av. Europa): Dinamarca, Islandia, Noruega, Reino Unido, la República Checa, Suecia, Suiza.

<sup>1/</sup> Se excluye Sudán del Sur.

<sup>2/</sup> Se excluyen Libia y Siria.

FUENTE: Estimaciones del FMI.

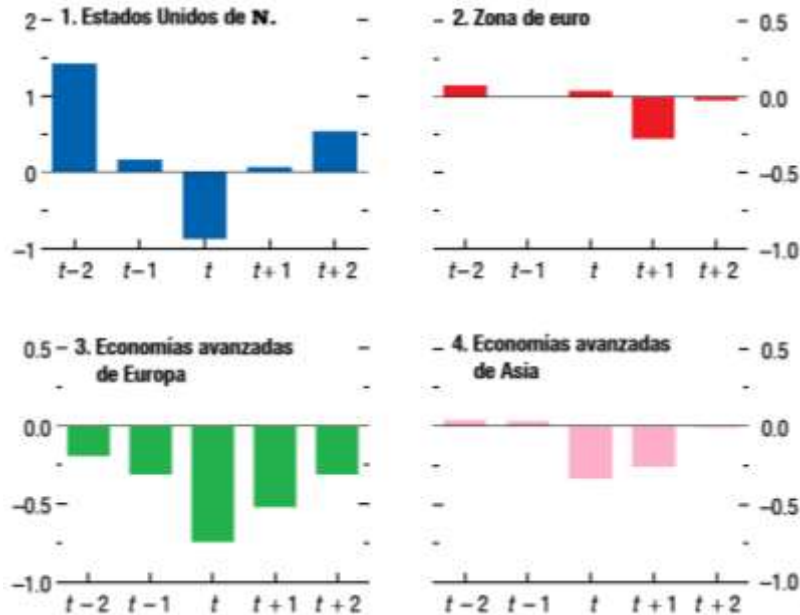


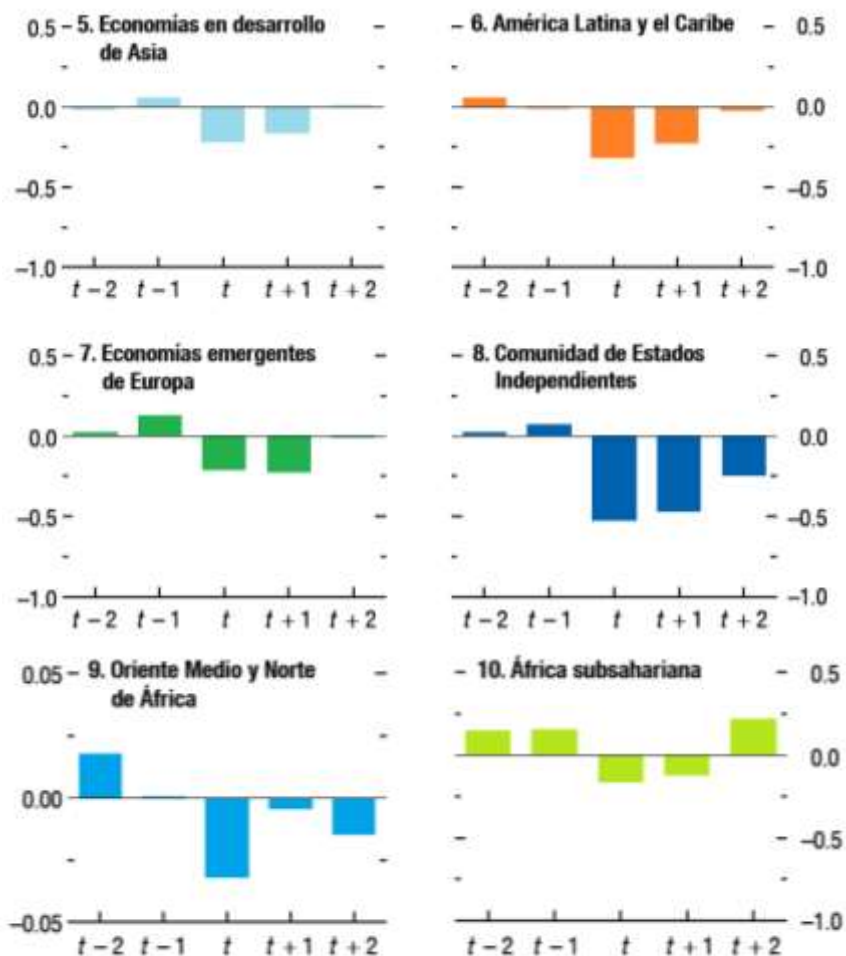
internacionales de capitales y los precios de los activos al recrudecimiento de las tensiones financieras en las economías avanzadas en algunos episodios recientes, destacando las importantes diferencias entre los distintos episodios según la fuente de tensión (gráfico siguiente). También muestra que la tensión relacionada con las fases descendentes de la actividad real en China se ha convertido en una fuente de contagio en los mercados financieros, especialmente para las economías de mercados emergentes y en desarrollo exportadoras de materias primas. Dado que los flujos de capitales y los precios de los activos afectan a las condiciones financieras internas y a la confianza de las empresas y de los hogares, los efectos reales pueden ser importantes.

### FLUJOS SEMANALES DE FONDOS DE INVERSIÓN EN ACCIONES Y BONOS DURANTE EL PERÍODO DE TENSIÓN FINANCIERA EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

**-Porcentaje del PIB semanal de 2011, dos semanas antes y después del episodio de tensión-**

La tensión financiera en las economías avanzadas tiende a estar asociada a oscilaciones de los flujos de capitales internacionales. Los flujos son menores durante las semanas siguientes al período de tensión que durante las semanas anteriores.





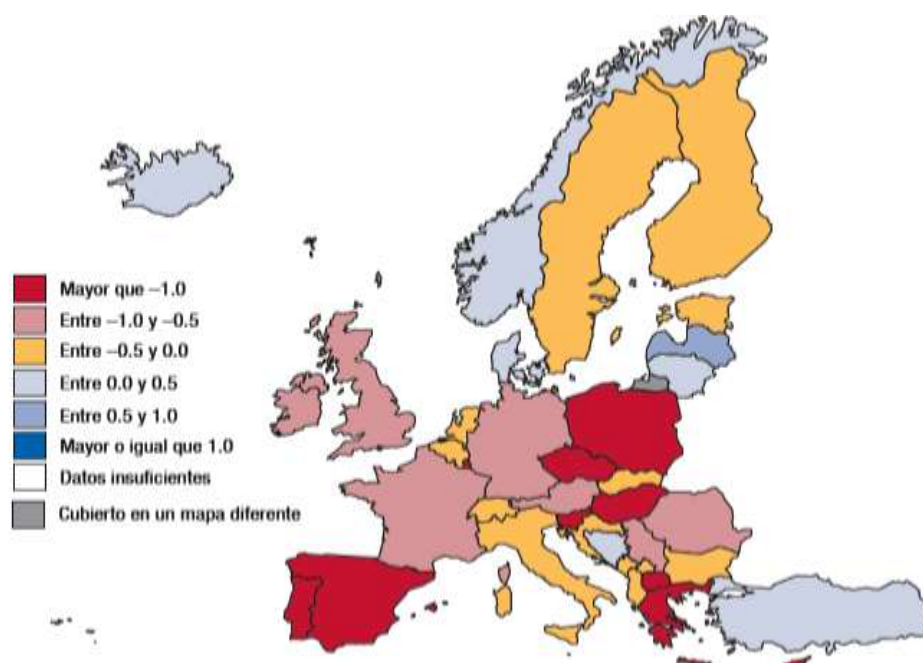
\* Los episodios de tensión van de enero de 2010 a junio de 2012.  
 FUENTE: Emerging Portfolio Fund Research y cálculos del FMI.

### Europa: En la órbita de la crisis de la zona del euro

Las tensiones financieras en la periferia de la zona del euro se han recrudecido. La recesión en gran parte de la periferia tiene efectos de contagio cada vez mayores en otras economías de la región. Las medidas acordadas en la cumbre de la Unión Europea (UE) celebrada el 29 de junio de 2012 y el establecimiento de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) del BCE son pasos en la dirección correcta y han mejorado las condiciones financieras, aunque éstas siguen siendo frágiles. Las perspectivas de base para la región, que son más débiles en comparación con las incluidas en *Perspectivas de la Economía Mundial* de abril de 2012 (siguiente gráfico), siguen apuntando a un crecimiento anémico o una contracción en 2012 y a

un repunte moderado del crecimiento en 2013. La posibilidad de que la crisis de la zona del euro se recrudezca sigue siendo un importante riesgo a la baja para el crecimiento y la estabilidad del sector financiero hasta que se hayan resuelto los problemas subyacentes.

**EUROPA: REVISIONES DE LOS PRONÓSTICOS DE  
CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2013**  
-Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones  
de *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2012-



FUENTE: Estimaciones del FMI.

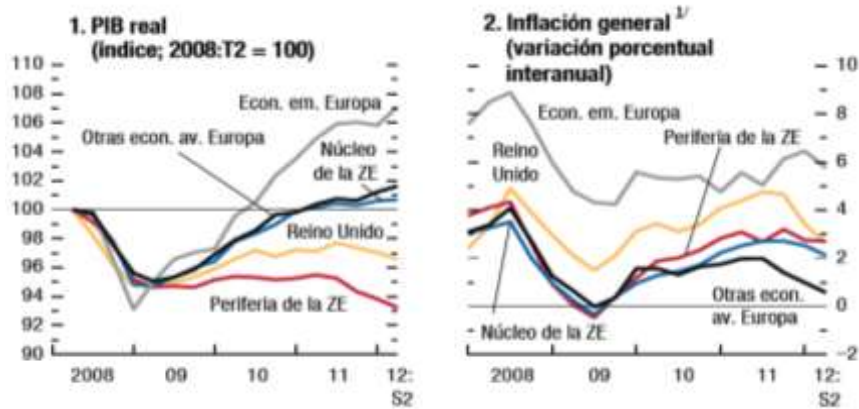
La actividad en Europa se contrajo cerca de 0.25% durante el primer semestre de 2012. Un nuevo aspecto importante fue el recrudecimiento de las tensiones financieras durante el segundo trimestre en la periferia de la zona del euro, que, si bien se moderaron en cierta medida, no se despejaron completamente entre el tercer trimestre y mediados de septiembre. El impacto afecta de manera más directa a estas economías, y todas ellas, salvo Irlanda, están ahora en recesión. Pero los efectos de contagio se están extendiendo cada vez más hacia otras economías de la región, dadas las fuertes vinculaciones comerciales y financieras (gráfico siguiente 2.5). La mayor

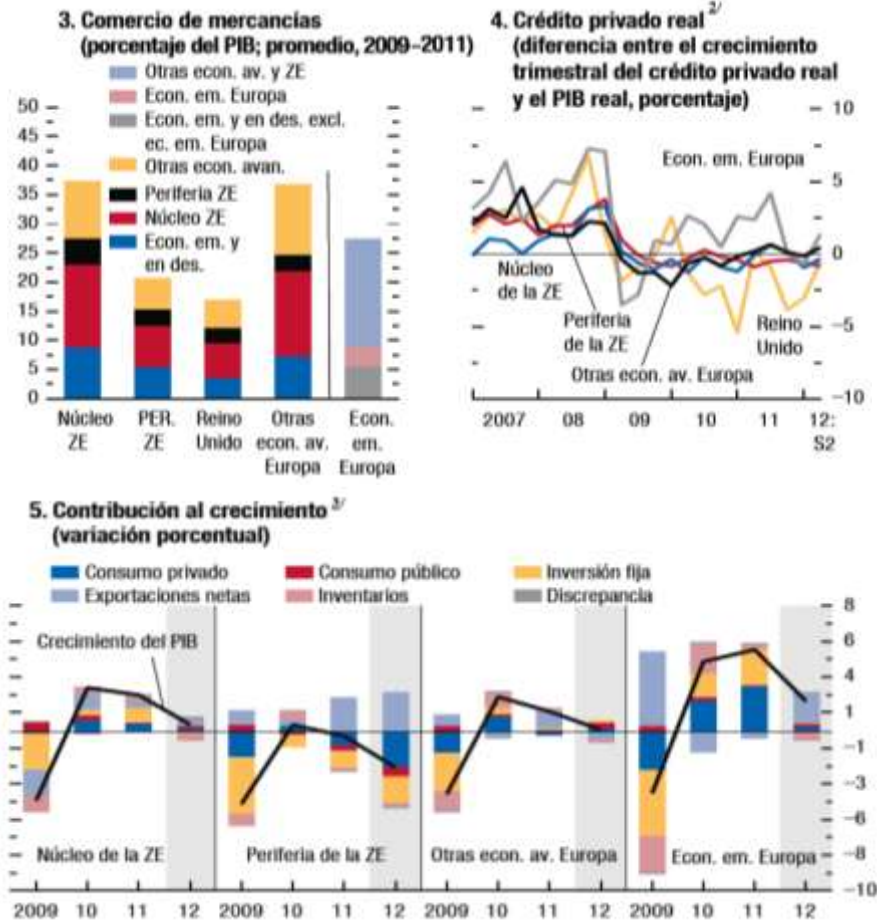


incertidumbre con respecto a la viabilidad de la Unión Económica y Monetaria (UEM) también ha comenzado a frenar la actividad en la región. Es significativo que la inversión no haya contribuido al crecimiento, lo que contrasta radicalmente con otras economías avanzadas y con las principales economías de mercados emergentes. Por último, algunos problemas derivados de la crisis, como el alto nivel de endeudamiento de los hogares después del auge inmobiliario, han limitado el consumo privado, especialmente en España, pero también en Dinamarca y Reino Unido.

### EUROPA: EN MEDIO DE TENSIONES ECONÓMICAS Y FINANCIERAS\*

La actividad se ha desacelerado en toda Europa, con una recesión en la periferia de la zona del euro y Reino Unido. El aumento de la incertidumbre con respecto a las políticas y las perspectivas ha afectado a la confianza y la inversión en toda la región. El crecimiento del crédito privado real ha sido menor que el del PIB en algunas economías, lo cual resalta la presión derivada del desapalancamiento de los balances de los bancos y de problemas de financiamiento.





\* Ec. em. Europa = economías emergentes de Europa; Econ. em. y en des. = economías emergentes y en desarrollo; ZE = zona del euro.

<sup>1/</sup> Se excluyen de las economías emergentes de Europa a Albania, Kosovo, Montenegro y la ex República Yugoslava de Macedonia.

<sup>2/</sup> Los datos sobre el PIB real y el crédito privado están desestacionalizados.

<sup>3/</sup> Debido a limitaciones de los datos, Kosovo y la ex República Yugoslava de Macedonia se excluyen de las economías emergentes de Europa. Otras economías avanzadas de Europa incluye a Reino Unido.

FUENTE: FMI, base de datos de *Direction of Trade Statistics*; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*, y estimaciones del FMI.

El comercio con las economías avanzadas y de mercados emergentes que crecen a un ritmo más rápido ha contribuido en menor medida a compensar la desaceleración. Las economías de la región con tasas de crecimiento más altas, incluidas las economías centrales de la zona del euro<sup>12</sup>, se han beneficiado de vinculaciones comerciales más fuertes con las economías de crecimiento más rápido fuera de la región. Aun así, el

<sup>12</sup> Alemania, Austria, Bélgica, Eslovenia, Estonia, Finlandia, Francia, Luxemburgo, Malta, los Países Bajos y la República Eslovaca.

vigoroso crecimiento en Rusia ha compensado en cierta medida el debilitamiento de la demanda externa proveniente de la zona del euro en las economías emergentes de Europa. En el ámbito financiero, continúa la salida de capitales de la periferia a las economías consideradas refugios seguros en la región (Alemania, Suiza, los países escandinavos). Estos flujos contribuyeron a reducir los rendimientos de los bonos públicos y han impulsado el crecimiento del crédito interno en las economías receptoras, incluido el crédito a la vivienda.

La política monetaria sigue siendo laxa en toda la región. Sin embargo, dada la segmentación cada vez mayor del mercado financiero debido a las primas de riesgo país en la zona del euro, la transmisión de los impulsos de la política monetaria convencional a la periferia se ve trabada. La orientación de la política fiscal ha sido contractiva en general, especialmente en la periferia de la zona del euro, donde se prevé que el déficit fiscal estructural como porcentaje del PIB se reduzca cerca de 2.5 puntos porcentuales en 2012, en comparación con la disminución de alrededor de 0.5 puntos porcentuales en 2011.

Las perspectivas a corto plazo para Europa son más débiles ahora que en el momento en que se publicaron las *Perspectivas de la Economía Mundial* de abril de 2012. El pronóstico supone que las autoridades de la zona del euro lograrán contener la crisis aplicando una combinación de medidas de gestión de crisis (incluida la implementación de las reformas acordadas en la cumbre celebrada en junio) y de gestión orientada a apoyar la demanda, impulsando aún más la aplicación de medidas para reforzar la integración fiscal y crear una unión bancaria integral. Sin embargo, la incertidumbre reducirá la confianza y la actividad durante algún tiempo, y seguirán predominando los riesgos a la baja.

El escenario base proyecta que la actividad económica repuntará de manera gradual, primordialmente en 2013 (cuadro siguiente). Este mayor dinamismo refleja una serie

de factores, incluido el aumento de la demanda externa debido al repunte del crecimiento en algunas de las principales economías de mercados emergentes, el ritmo más moderado de la consolidación fiscal en gran parte de la región —salvo en España donde la consolidación debe acelerarse para cumplir las metas de déficit en 2012–2013— y una nueva reducción gradual de las tensiones financieras en la periferia de la zona del euro a medida que avance el ajuste fiscal, aumente el respaldo de política económica y mejoren la credibilidad y la confianza en las políticas adoptadas. Se observan amplias diferencias entre las economías europeas.

- En la zona del euro, se proyecta que el PIB real se contraerá a una tasa de 0.5% en 2012 y que aumentará 0.25% en 2013. En las economías centrales, el crecimiento en general se estancará en 2012, salvo en los Países Bajos, donde se prevé que el mayor esfuerzo de consolidación fiscal contribuirá a una contracción. Salvo en el caso de Irlanda, que se enfrenta a una recuperación accidentada, las recesiones en las economías de la periferia de la zona del euro han sido más profundas y en general se prevé que la recuperación comience en 2013 cuando se modere el ajuste.
- En otras economías avanzadas de Europa, se proyecta que el crecimiento se moderará a 0.25% en 2012 y repuntará en 2013. En general, la demanda interna sigue siendo vigorosa en muchas economías, lo que obedece a los menores desequilibrios y presiones sobre los balances acumulados antes de la crisis, los cuales, sumados a la disminución de los rendimientos de los flujos de refugios seguros, han contribuido a mitigar los efectos de contagio derivados de la crisis de la zona del euro. Una excepción es Reino Unido, donde el sector financiero se vio fuertemente golpeado por la crisis financiera mundial y donde el saneamiento en curso de los balances públicos y privados sometidos a una tensión excesiva comprime la demanda interna.

**PIB REAL, PRECIOS AL CONSUMIDOR, SALDO EN CUENTA CORRIENTE  
Y DESEMPLEO EN ALGUNAS ECONOMÍAS DE EUROPA**  
-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>		
	Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
<b>Europa</b>	<b>2.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.8</b>	<b>3.3</b>	<b>2.8</b>	<b>2.1</b>	<b>0.4</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	...	...	...
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1.4</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>2.9</b>	<b>2.3</b>	<b>1.7</b>	<b>1.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>9.4</b>	<b>10.2</b>	<b>10.4</b>
Zona del euro <sup>4/5/</sup>	1.4	-0.4	0.2	2.7	2.3	1.6	0.0	1.1	1.3	10.2	11.2	11.5
Alemania	3.1	0.9	0.9	2.5	2.2	1.9	5.7	5.4	4.7	6.0	5.2	5.3
Francia	1.7	0.1	0.4	2.1	1.9	1.0	-1.9	-1.7	-1.7	9.6	10.1	10.5
Italia	0.4	-2.3	-0.7	2.9	3.0	1.8	-3.3	-1.5	-1.4	8.4	10.6	11.1
España	0.4	-1.5	-1.3	3.1	2.4	2.4	-3.5	-2.0	-0.1	21.7	24.9	25.1
Países Bajos	1.1	-0.5	0.4	2.5	2.2	1.8	8.5	8.2	8.2	4.4	5.2	5.7
Bélgica	1.8	0.0	0.3	3.5	2.8	1.9	-1.0	-0.1	0.3	7.2	7.4	7.9
Austria	2.7	0.9	1.1	3.6	2.3	1.9	1.9	1.9	1.6	4.2	4.3	4.5
Grecia	-6.9	-6.0	-4.0	3.3	0.9	-1.1	-9.8	-5.8	-2.9	17.3	23.8	25.4
Portugal	-1.7	-3.0	-1.0	3.6	2.8	0.7	-6.4	-2.9	-1.7	12.7	15.5	16.0
Finlandia	2.7	0.2	1.3	3.3	2.9	2.3	-1.2	-1.6	-1.7	7.8	7.6	7.8
Irlanda	1.4	0.4	1.4	1.2	1.4	1.0	1.1	1.8	2.7	14.4	14.8	14.4
República Eslovaca	3.3	2.6	2.8	4.1	3.6	2.3	0.1	0.8	0.3	13.5	13.7	13.5
Eslovenia	0.6	-2.2	-0.4	1.8	2.2	1.5	0.0	1.1	1.0	8.2	8.8	9.0
Luxemburgo	1.6	0.2	0.7	3.7	2.5	2.3	7.1	7.3	7.1	5.7	6.2	6.1
Estonia	7.6	2.4	3.5	5.1	4.4	3.2	2.1	0.7	-0.1	12.5	10.1	9.1
Chipre	0.5	-2.3	-1.0	3.5	3.1	2.2	-10.4	-3.5	-2.0	7.8	11.7	12.5
Malta	2.1	1.2	2.0	2.5	3.5	2.2	-1.3	-1.5	-1.6	6.5	6.0	5.8
Reino Unido <sup>5/</sup>	0.8	-0.4	1.1	4.5	2.7	1.9	-1.9	-3.3	-2.7	8.0	8.1	8.1
Suecia	4.0	1.2	2.2	3.0	1.4	2.0	6.9	7.2	7.8	7.5	7.5	7.7
Suiza	1.9	0.8	1.4	0.2	-0.5	0.5	10.5	10.1	10.0	2.8	3.4	3.6
República Checa	1.7	-1.0	0.8	1.9	3.4	2.1	-3.0	-2.4	-2.2	6.7	7.0	8.0
Noruega	1.5	3.1	2.3	1.3	1.0	2.2	14.5	15.2	15.6	3.3	3.1	3.1
Dinamarca	0.8	0.5	1.2	2.8	2.6	2.0	6.7	5.0	4.6	6.1	5.6	5.3
Islandia	3.1	2.9	2.6	4.0	5.6	4.4	-6.2	-2.7	-2.1	7.4	6.1	5.7
San Marino	-2.6	-2.6	0.5	2.0	3.0	2.1	...	...	...	5.5	6.6	6.1
<b>Economías emergentes<sup>6/</sup></b>	<b>5.3</b>	<b>2.0</b>	<b>2.6</b>	<b>5.3</b>	<b>5.6</b>	<b>4.4</b>	<b>-6.1</b>	<b>-5.0</b>	<b>-4.9</b>	...	...	...
Turquía	8.5	3.0	3.5	6.5	8.7	6.5	-10.0	-7.5	-7.1	9.8	9.4	9.9
Polonia	4.3	2.4	2.1	4.3	3.9	2.7	-4.3	-3.7	-3.8	9.6	10.0	10.2
Rumania	2.5	0.9	2.5	5.8	2.9	3.2	-4.4	-3.7	-3.8	7.4	7.2	7.0
Hungría	1.7	-1.0	0.8	3.9	5.6	3.5	1.4	2.6	2.7	11.0	10.9	10.5
Bulgaria	1.7	1.0	1.5	3.4	1.9	2.3	0.9	-0.3	-1.5	11.3	11.5	11.0
Serbia	1.6	-0.5	2.0	11.1	5.9	7.5	-9.5	-11.5	-12.6	24.4	25.6	25.6
Croacia	0.0	-1.1	1.0	2.3	3.0	3.0	-1.0	-1.2	-1.3	13.7	14.2	13.3
Lituania	5.9	2.7	3.0	4.1	3.2	2.4	-1.5	-1.1	-1.4	15.4	13.5	12.5
Letonia	5.5	4.5	3.5	4.2	2.4	2.2	-1.2	-1.6	-2.8	16.2	15.3	13.9

1/ La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual.

2/ Porcentaje del PIB.

3/ Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

4/ Saldo en cuenta corriente con corrección de discrepancias en las declaraciones sobre transacciones dentro de la zona.

5/ Basado en el índice armonizado de precios al consumidor de Eurostat.

6/ Incluye Albania, Bosnia y Herzegovina, Kosovo, Montenegro y la ex República Yugoslava de Macedonia.

FUENTE: FMI.

- Las economías emergentes de Europa se vieron considerablemente afectadas por la crisis de la zona del euro durante el último año, debido, por ejemplo, al

desapalancamiento de los bancos de Europa occidental y a la disminución de las entradas de capitales (véase el capítulo 2 de la edición de octubre de 2012 del *Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial*, o ISEFM). El crecimiento del crédito, a su vez, se redujo de manera considerable. El comercio con la zona del euro también se desaceleró rápidamente, y el crecimiento disminuyó de manera abrupta desde finales de 2011. No obstante, a diferencia de 2008, el riesgo de contagio derivado de la crisis de la zona del euro sigue siendo limitado, y los diferenciales de los *swaps* de riesgo de crédito de la mayoría de los países de la región permanecen muy por debajo de los de las economías de la periferia de la zona del euro. Se proyecta que el crecimiento repuntará de 2% en 2012 a alrededor de 2.5% en 2013, en gran parte debido a la mejora de las condiciones en otros países de Europa.

En general, el nivel general de inflación se moderó en 2012 y se proyecta que se reducirá aún más durante el resto del período 2012–2013. De hecho, en los casos en que la inflación aumentó o permaneció por encima de la meta recientemente, ello obedeció principalmente a factores excepcionales, como el aumento de los precios de la energía y los impuestos indirectos. Aunque la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable durante el último año, se prevé que esta también disminuya, dada la desaceleración de la actividad y las grandes brechas del producto. Teniendo en cuenta los importantes riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento a corto plazo, existe el riesgo de que la inflación subyacente no alcance las metas establecidas, sobre todo en otras economías avanzadas de Europa.

En las perspectivas de crecimiento a corto plazo de Europa predominan los riesgos a la baja. El riesgo más inmediato sigue siendo que las medidas de política se demoren o sean insuficientes, lo que agudizaría aún más la crisis en la zona del euro. Hasta que se resuelva la crisis, la situación sigue siendo precaria, y las amplias interconexiones

entre la mayoría de las economías de la región apuntan a que los efectos de contagio en Europa podrían ser mayores que en otras regiones.

Las consecuencias para el crecimiento y las repercusiones de un recrudecimiento de la crisis dependerán del grado y el alcance del deterioro de la confianza y de la respuesta de los flujos de capitales<sup>13</sup>. Si el deterioro se circunscribe a las economías de la periferia –replicando, en líneas generales, la evolución durante los últimos dos años– aumentarán las salidas de capitales privados de las economías en crisis hacia las economías centrales. Sin embargo, el impacto directo negativo sobre la periferia a través de las cuentas corrientes externas y la demanda interna seguirá siendo limitado, porque el eurosistema proporciona entradas de flujos compensatorios automáticos. No obstante, las condiciones financieras serán más restrictivas a medida que aumenten las pérdidas de los bancos; los bancos en la periferia y, en menor medida, en las economías centrales (en gran parte debido a las tenencias transfronterizas de activos en la periferia) incrementarán las provisiones y las tenencias precautorias de efectivo, y aumentarán las tasas activas.

En cambio, si las economías centrales de la zona del euro se ven afectadas por el contagio –por ejemplo, debido a que se intensifican rápidamente las preocupaciones por la integridad de la UEM y su capacidad de manejar la crisis– la pérdida de la confianza de los inversionistas también golpeará a las economías centrales. Las primas de riesgo soberano y los rendimientos aumentarán en la periferia y en las economías centrales, lo que requerirá un ajuste fiscal adicional en todas las economías. El aumento de las salidas de capitales de la zona del euro en su conjunto causará una mayor depreciación del euro que en caso de contagio limitado. Se producirá un ajuste de las cuentas corrientes en toda la zona del euro. Obviamente, las

---

<sup>13</sup> Véase un análisis en detalle sobre estas vinculaciones en el capítulo 2 de *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2012, en el que se hace hincapié en el importante papel que desempeñan los círculos de interacción negativa entre la creciente presión de financiamiento en el sistema bancario, la mayor vulnerabilidad fiscal y la desaceleración del crecimiento y la demanda agregada.

pérdidas de producto en Europa y también fuera de la región serán mayores en este escenario.

La principal prioridad de política económica en Europa es resolver la crisis en la zona del euro. Todas las otras economías de la región deben aplicar una combinación de políticas que respalden su recuperación en un entorno de débil crecimiento mundial, mientras que muchas de ellas también deben abordar los desafíos en materia de sostenibilidad fiscal y las vulnerabilidades del sector financiero.

Para resolver la crisis de la zona del euro es preciso avanzar en el establecimiento de una unión bancaria y fiscal, adoptando al mismo tiempo medidas para estimular la demanda a corto plazo y reforzar la gestión de crisis a nivel de la zona del euro<sup>14</sup>.

- Los acuerdos alcanzados en la cumbre de la UE celebrada el 29 de junio de 2012, si se implementan plenamente, crearán una unión bancaria y ayudarán a quebrar los círculos de interacción negativa entre las entidades soberanas y los bancos, una vez que se haya establecido un mecanismo único efectivo para la supervisión de los bancos de la zona del euro, el MEF –que entrará en funcionamiento en octubre de 2012– que pueda recapitalizar directamente los bancos. Pero los obstáculos para su implementación son un motivo de preocupación, y es necesario tomar medidas adicionales. La unión bancaria también requerirá el establecimiento de un programa de garantía de depósitos y un régimen de resolución bancaria con mecanismos de apoyo comunes.
- Con respecto al apoyo a la demanda, el BCE debería mantener la tasa de política monetaria en un nivel bajo en el futuro previsible o reducirla aún más. Las OMC, que el BCE considerará para los países que hayan puesto en marcha un proceso de ajuste macroeconómico o un programa precautorio en el marco

---

<sup>14</sup> Véase también el análisis en el Capítulo 1 y en FMI (2012c).



del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y su sucesor, el Mecanismo de Estabilidad Financiera (MEDE), deberían asegurar que las bajas tasas de política se transmitan a los costos de endeudamiento en los países de la periferia con programa. El BCE debería seguir proporcionando abundante liquidez a los bancos.

- La viabilidad de la UEM debe estar respaldada por reformas estructurales de amplio alcance en toda la zona del euro a fin de estimular el crecimiento y la competitividad, lo que ayudaría a corregir los desequilibrios de la cuenta corriente dentro de la zona del euro.
- Se deben poner en práctica los planes de consolidación fiscal de la zona del euro. A nivel general, es necesario centrar la atención en el logro de las metas fiscales estructurales, y no en metas nominales que probablemente se vean afectadas por las condiciones económicas. Por lo tanto, es necesario permitir que los estabilizadores automáticos funcionen a pleno en las economías que no se encuentran sometidas a la presión de los mercados. Teniendo en cuenta la gravedad de los riesgos a la baja, las economías con una vulnerabilidad fiscal limitada deben mantenerse preparadas para instituir medidas de contingencia en el ámbito fiscal, en caso de que dichos riesgos se materialicen.

En otras grandes economías avanzadas, la política monetaria también debe responder con eficacia –por ejemplo, con nuevas medidas no convencionales– para hacer frente a un contexto a corto plazo mucho más débil que suavizará las presiones de precios. En Reino Unido, es posible que se necesite una política monetaria más laxa que incluya medidas no convencionales, dependiendo de los efectos de las medidas de distensión implementadas recientemente. Dadas las perspectivas de que el crecimiento mundial se debilite ligeramente, es necesario permitir que los estabilizadores automáticos operen a pleno; al mismo tiempo, las economías con una vulnerabilidad

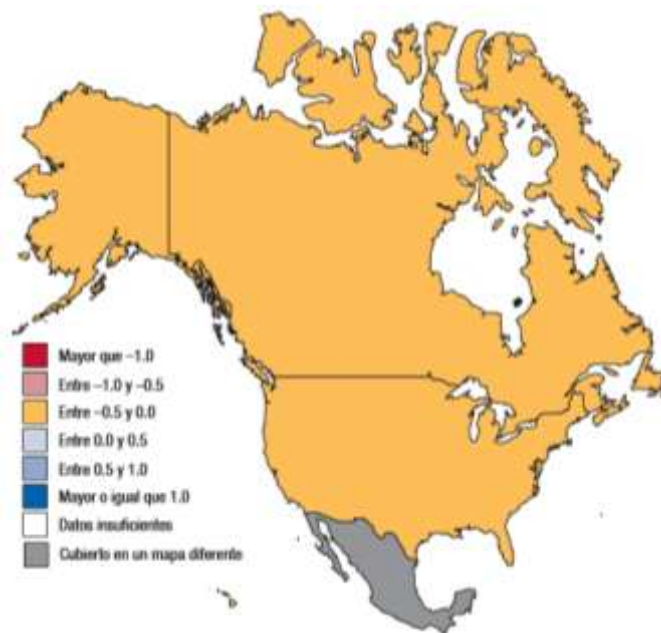
fiscal limitada (véase la edición de octubre de 2012 de *Monitor Fiscal*) deberán estar preparadas para implementar medidas de contingencia en el ámbito fiscal si se materializan los fuertes riesgos a la baja.

En las economías emergentes de Europa, la necesidad de consolidación fiscal varía mucho de una economía a otra; las economías que soportan una elevada carga de la deuda pública y que están expuestas a la volatilidad de los mercados deben seguir avanzando de manera constante en la consolidación (Hungría). Es probable que la presión inflacionaria se reduzca rápidamente en muchos países, lo que dará a los bancos centrales nuevo margen de maniobra para aplicar políticas más laxas.

### **Estados Unidos de Norteamérica y Canadá: El crecimiento continúa, pero existe margen de capacidad ociosa**

Estados Unidos de Norteamérica mantiene su modesta recuperación con una débil creación de empleo en un contexto de debilitamiento de las condiciones mundiales, aunque el mercado inmobiliario se está estabilizando. En Canadá, la recuperación ha sido más robusta, debido en parte a los efectos de condiciones financieras favorables, que crean menor presión para el ajuste de los balances, y al auge de los precios de las materias primas. Se prevé que la expansión seguirá siendo modesta en 2012–2013 (gráfico siguiente). Los riesgos a la baja internos y externos para las perspectivas permanecen elevados. En Estados Unidos de Norteamérica, es esencial evitar una consolidación fiscal excesiva (el “precipicio fiscal”) en 2013, aumentar rápidamente el tope de la deuda y acordar un plan creíble de consolidación fiscal a mediano plazo. En Canadá, un objetivo prioritario es limitar los riesgos relacionados con los elevados precios inmobiliarios y los niveles de deuda de los hogares.

**ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA Y CANADÁ: REVISIONES DE LOS PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2013**  
**-Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2012-**



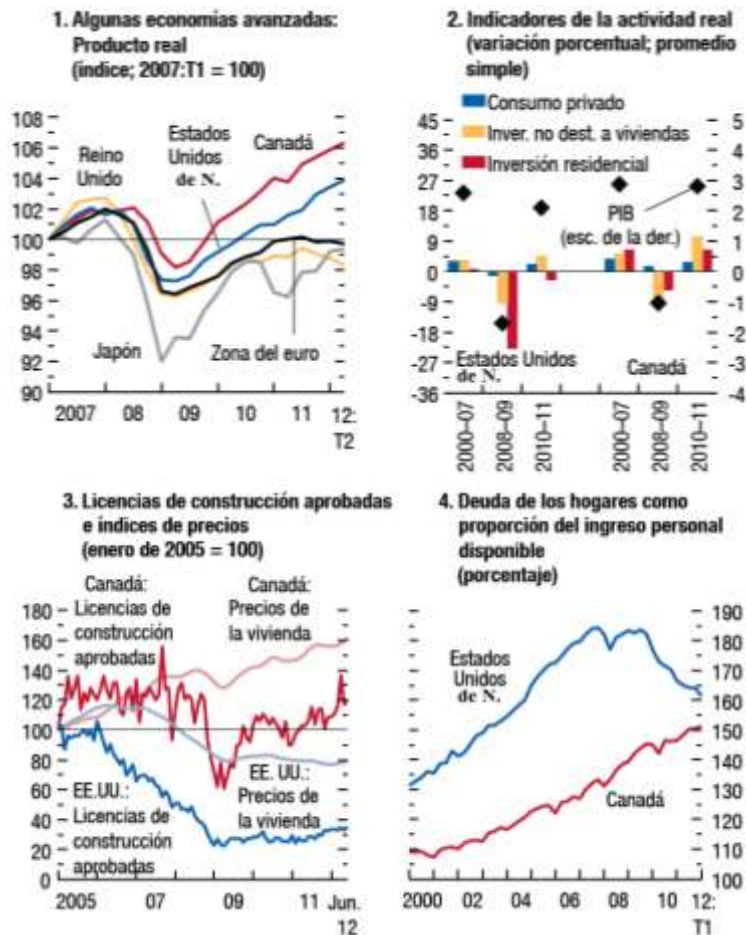
FUENTE: Estimaciones del FMI.

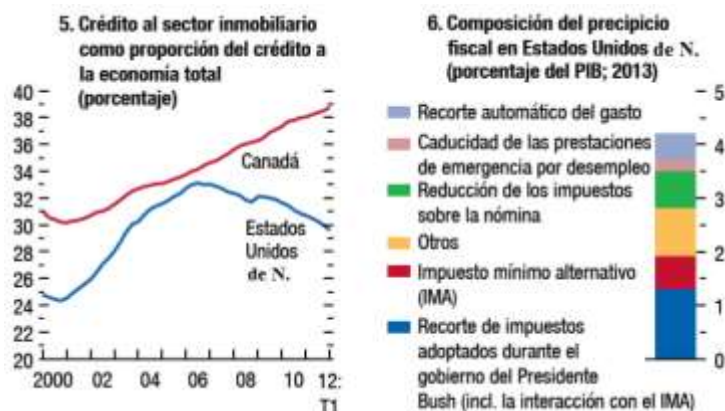
El producto en Estados Unidos de Norteamérica superó el nivel máximo previo a la crisis en el segundo semestre de 2011, antes que en muchas otras economías avanzadas (gráfico siguiente, paneles 1 y 2). Sin embargo, en comparación con las recuperaciones anteriores, el crecimiento sigue siendo lento, lo que es congruente con la amplia evidencia sobre los significativos efectos que dejan tras de sí las crisis financieras y los colapsos del mercado inmobiliario. La creación de empleo, que se aceleró en el segundo semestre de 2011, volvió a desacelerarse en 2012. Las condiciones externas más débiles y la confluencia de los efectos de contagio a escala mundial examinados anteriormente explican gran parte de la desaceleración, y la temporada invernal inusualmente cálida también incidió temporalmente en el crecimiento en el segundo trimestre. Del lado de la demanda, el crecimiento de la inversión empresarial perdió cierto ímpetu, en parte debido al vencimiento parcial de las disposiciones para depreciación acelerada, aunque también es posible que haya

influido la incertidumbre relacionada con las perspectivas económicas y fiscales. El consumo privado también se ha moderado desde principios de 2012. El mercado inmobiliario parece estar estabilizándose después de una fuerte corrección (gráfico, paneles 3 y 4).

### ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA Y CANADÁ: UNA RECUPERACIÓN DÉBIL

El crecimiento en Estados Unidos de Norteamérica\* ha sido lento y la creación de empleos se ha debilitado. Se prevé que la recuperación seguirá atenuada, dado el contexto mundial poco favorable y la considerable incertidumbre interna en torno a las políticas, incluido el precipicio fiscal. En Canadá, las condiciones de financiamiento favorables, el fuerte crecimiento del crédito y la robusta situación de los mercados de materias primas han respaldado la demanda interna, y la actividad se ha expandido a un ritmo más rápido que en otras grandes economías avanzadas.





\* EE.UU. = Estados Unidos de Norteamérica.

FUENTE: Oficina de Presupuesto del Congreso; Haver Analytics, y estimaciones del FMI.

En Canadá, el crecimiento se ha visto limitado por la lenta expansión en Estados Unidos de Norteamérica –como resultado de las profundas vinculaciones económicas y financieras de estas economías– y los avances en la consolidación fiscal. Aun así, la actividad se ha recuperado a un ritmo más rápido que en Estados Unidos de Norteamérica. La demanda interna –tanto la inversión empresarial como el consumo privado– se ha visto respaldada por unas condiciones de financiamiento excepcionalmente favorables, incluidas las bajas tasas de interés y la disponibilidad de crédito. Estos factores, junto con la escalada de los precios de las materias primas, también han impulsado el sector inmobiliario, sobre todo en las provincias con una fuerte actividad minera. Sin embargo, el crédito relacionado con la vivienda y el apalancamiento de los hogares han aumentado notablemente desde la Gran Recesión, a pesar de las medidas adoptadas para limitar el crecimiento de las hipotecas (gráfico anterior, paneles 4 y 5).

En el escenario base se proyecta que las economías de Estados Unidos de Norteamérica y Canadá crecerán a un ritmo de alrededor de 2% en 2012–2013, y que la incertidumbre y el debilitamiento de la demanda externa repercutirán en la demanda agregada (cuadro siguiente). La inflación en Estados Unidos de Norteamérica se mantendrá atenuada, en vista de la disminución de los precios de las

materias primas y la persistente capacidad ociosa, de 2% en promedio este año, que disminuirá a 1.75% en 2013.

**PIB REAL, PRECIOS AL CONSUMIDOR, SALDO EN CUENTA CORRIENTE Y  
DESEMPLEO EN ALGUNAS ECONOMÍAS AVANZADAS**  
**-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>		
	Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1.6</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>2.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.6</b>	-0.2	<b>-0.4</b>	<b>-0.3</b>	<b>7.9</b>	<b>8.0</b>	<b>8.1</b>
Estados Unidos de Norteamérica	1.8	2.2	2.1	3.1	2.0	1.8	-3.1	-3.1	-3.1	9.0	8.2	8.1
Zona del euro <sup>4/5/</sup>	1.4	-0.4	0.2	2.7	2.3	1.6	0.0	1.1	1.3	10.2	11.2	11.5
Japón	-0.8	2.2	1.2	-0.3	0.0	-0.2	2.0	1.6	2.3	4.6	4.5	4.4
Reino Unido <sup>6/</sup>	0.8	-0.4	1.1	4.5	2.7	1.9		-3.3	-2.7	8.0	8.1	8.1
Canadá	2.4	1.9	2.0	2.9	1.8	2.0	-2.8	-3.4	-3.7	7.5	7.3	7.3
Otras economías avanzadas <sup>6/</sup>	3.2	2.1	3.0	3.1	2.2	2.4	4.7	3.7	3.3	4.5	4.5	4.6
<i>Partida informativa</i>												
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4.0	2.1	3.6	3.6	2.7	2.7	6.6	5.6	5.5	3.6	3.5	3.5

<sup>1/</sup> La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual.

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

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

<sup>4/</sup> Basado en el índice armonizado de precios al consumidor de Eurostat.

<sup>5/</sup> Saldo en cuenta corriente con corrección de discrepancias en las declaraciones sobre transacciones dentro de la zona.

<sup>6/</sup> Excluye las economías del G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos de Norteamérica, Francia, Italia, Japón y Reino Unido) y los países de la zona del euro.

FUENTE: FMI.

Las perspectivas de crecimiento a corto plazo están sujetas a importantes riesgos a la baja derivados de factores internos y externos. El principal riesgo externo es el recrudecimiento de la crisis en la zona del euro. Aunque los flujos de capitales que han buscado refugio seguro en Estados Unidos de Norteamérica podrían ayudar a reducir los rendimientos de los bonos, respaldando los componentes de la demanda agregada sensibles a la tasa de interés, estos también han estado asociados a las presiones de apreciación del tipo de cambio real, que frenan las exportaciones. Como se comentó anteriormente, el crecimiento en Estados Unidos de Norteamérica también se reducirá fuertemente si el producto potencial en Estados Unidos de Norteamérica y sus principales socios comerciales es menor de lo previsto y la aversión al riesgo aumenta (gráfico *Los Efectos de un Menor Crecimiento Potencial*).

Un riesgo interno importante en Estados Unidos de Norteamérica es la posibilidad de que la contracción fiscal sea mucho mayor (gráfico *Estados Unidos de Norteamérica y Canadá: Una recuperación débil*, panel 6) si las autoridades no llegan a un acuerdo para evitar un fuerte aumento automático de los impuestos y recortes de gastos, cuya entrada en vigor está prevista para principios de 2013. En un caso extremo, el precipicio fiscal podría implicar un retiro del estímulo fiscal de más de 4% del PIB en 2013, alrededor de 3 puntos porcentuales del PIB superior al ajuste fiscal supuesto en el escenario base. El crecimiento se estancaría en 2013 si el precipicio se materializara plenamente y, como se explica en detalle en el *Informe sobre efectos de contagio* de 2012 (FMI, 2012b), tendría importantes repercusiones en los principales socios comerciales de Estados Unidos de Norteamérica y también en los países exportadores de materias primas (debido a la caída de los precios de las materias primas).

Otro riesgo fiscal, aunque relativamente más a mediano plazo, está relacionado con el repunte potencial de la prima de riesgo sobre los bonos del Tesoro de Estados Unidos de Norteamérica, debido a la preocupación entre los inversionistas por la sostenibilidad de los niveles de deuda de Estados Unidos de Norteamérica si no existe un plan creíble para la consolidación a mediano plazo. El aumento de las tasas de interés a largo plazo daría lugar a una reducción de la demanda agregada y del crecimiento, sobre todo en Estados Unidos de Norteamérica pero también en otros países, dado que también afectaría a los precios de los activos y el comercio (véase FMI, 2012b). En términos más generales, un deterioro de las condiciones económicas en Estados Unidos de Norteamérica que dañe la confianza de los inversionistas y aumente la aversión al riesgo a nivel mundial podría provocar fuertes oscilaciones de los flujos mundiales de capitales y de los precios de los activos.

Dados sus fuertes vínculos económicos y financieros con la economía estadounidense, Canadá está igualmente expuesto a los riesgos a los que se enfrenta su socio comercial. Además, una importante vulnerabilidad interna en Canadá es el mercado

inmobiliario. Una caída pronunciada o sostenida de los precios de la vivienda podría constituir un fuerte revés para el sector de los hogares apalancado y para la demanda interna.

Las prioridades de política urgentes en Estados Unidos de Norteamérica son evitar una contracción fiscal excesiva a corto plazo, elevar sin demora el tope de la deuda y acordar un plan de consolidación fiscal creíble –centrado en la reforma de los programas de prestaciones estatales y de los impuestos– que encauce la deuda pública en una trayectoria sostenible a mediano plazo. Esto último también contribuiría a reequilibrar la demanda mundial, dado que se estima que la posición en cuenta corriente de Estados Unidos de Norteamérica es más débil y el tipo de cambio efectivo real más fuerte que si los déficit fiscales a mediano plazo mantuvieran una trayectoria más adecuada (FMI, 2012a). A pesar de las medidas recientes y los indicios incipientes de estabilización del mercado inmobiliario, es preciso redoblar los esfuerzos para reducir la tasa de ejecuciones hipotecarias y eliminar los obstáculos a la transmisión de las bajas tasas de política monetaria a largo plazo a las tasas hipotecarias<sup>15</sup>. En este sentido, las recientes medidas de expansión cuantitativa adoptadas por la Reserva Federal y la extensión del plazo de la orientación hacia tasas de interés bajas hasta mediados de 2015 han contribuido oportunamente a limitar los riesgos a la baja. Además, es necesario que la política monetaria siga siendo laxa mientras el gobierno y el sector de los hogares continúen consolidando sus balances. Éstas y otras prioridades –incluidas las reformas de la regulación financiera, del mercado laboral y estructural– se analizan en detalle en el Capítulo 1 y en ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial*.

En Canadá, la prioridad fundamental es asegurar que los riesgos derivados del sector inmobiliario y los aumentos de la deuda de los hogares estén bien contenidos y no

---

<sup>15</sup> Entre las medidas clave cabe señalar el aumento de la participación de las entidades hipotecarias semipúblicas en el programa de reducción del principal, el refinanciamiento a mayor escala y la conversión de las propiedades embargadas en unidades de arriendo para limitar las presiones a la baja sobre los precios. Véanse FMI (2012c) y el capítulo 3 de *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2012.



creen vulnerabilidades en el sector financiero. Hasta el momento, el crecimiento del crédito hipotecario se ha desacelerado ligeramente en respuesta a las medidas adoptadas por las autoridades, como la adopción de normas de seguro hipotecario más restrictivas. Si continúa aumentando el apalancamiento de los hogares, posiblemente será necesario considerar la adopción de medidas adicionales.

### **Asia: Calibrar un aterrizaje suave**

El crecimiento en Asia se ha moderado aún más debido al debilitamiento de la demanda externa y al aterrizaje suave de la demanda interna en China. Las perspectivas apuntan a un modesto repunte del crecimiento respaldado por la reciente aplicación de políticas más laxas. El hecho de que los efectos directos de contagio financiero son limitados y de que existe cierto margen de maniobra para la aplicación de políticas más laxas debería contribuir a contener los riesgos externos a la baja. Sin embargo, será importante encontrar un equilibrio entre los riesgos internos y externos, dado que las brechas del producto siguen siendo positivas en algunas economías de la región mientras que el crecimiento del crédito se mantiene vigoroso, y dado que persiste el riesgo de que el crecimiento potencial del producto sea menor del esperado y de que se produzcan desequilibrios internos.

El crecimiento siguió moderándose en gran parte de Asia durante el primer semestre de 2012. La desaceleración del crecimiento de la demanda de importaciones en la mayoría de las economías avanzadas se corresponde con un menor crecimiento de las exportaciones en Asia. El crecimiento en China se desaceleró aún más en el segundo trimestre de 2012, a medida que la economía continuaba ajustándose a las políticas más restrictivas aplicadas en 2010–2011. El endurecimiento de las políticas monetarias y de crédito se ha revertido en parte en 2012, dado que las presiones sobre los precios se han moderado y el mercado inmobiliario residencial se ha enfriado. Sin embargo, este proceso de distensión aún no ha tenido los efectos que se esperaban en

los primeros meses del año. La desaceleración del crecimiento en China ha afectado a la actividad en el resto de Asia, debido al fortalecimiento de las vinculaciones en toda la región en la última década.

En otras zonas de Asia, la actividad se vio impulsada por la recuperación después de los desastres naturales y las tareas de reconstrucción, especialmente en Japón y Tailandia, pero también en Australia y Nueva Zelanda. En Australia, la actividad en el sector de la minería siguió siendo vigorosa y la inversión relacionada con este sector también ha apuntalado el crecimiento. En India, el crecimiento se debilitó más de lo esperado en el primer semestre de 2012, como resultado del estancamiento de la inversión debido a cuestiones vinculadas a la gestión de gobierno y a trabas administrativas, y al deterioro de la confianza de las empresas en el contexto de un aumento del déficit en cuenta corriente y la reciente depreciación de la rupia.

En comparación con el crecimiento registrado en la región en los últimos años, las perspectivas de crecimiento a corto y a mediano plazo son menos favorables. Este panorama refleja una demanda externa más débil de lo esperado debido a que se prevé un crecimiento atenuado en las principales economías avanzadas y una reducción de las perspectivas de crecimiento de China e India, y es poco probable que vuelvan a registrarse tasas de crecimiento de dos dígitos en China dados los objetivos de política económica establecidos en el 12° plan quinquenal. El repunte moderado del crecimiento a partir de finales de 2012 se derivará de la reciente aplicación de políticas más laxas en China y otros países. Específicamente, se proyecta que el crecimiento en la región será, en promedio, de 5.50% este año y aumentará a 5.75% en 2013 (cuadro siguiente), lo que representa una revisión a la baja de más de medio punto porcentual para ambos años con respecto al pronóstico de *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2012 (gráfico siguiente).

**PIB REAL, PRECIOS AL CONSUMIDOR, SALDO EN CUENTA CORRIENTE Y  
DESEMPLEO EN ALGUNAS ECONOMÍAS DE ASIA**  
-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>		
	2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones		2011	Proyecciones	
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
<b>Asia</b>	<b>5.8</b>	<b>5.4</b>	<b>5.8</b>	<b>5.0</b>	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>	<b>1.9</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	...	...	...
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1.3</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>2.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>4.3</b>	<b>4.3</b>	<b>4.2</b>
Japón	-0.8	2.2	1.2	-0.3	0.0	-0.2	2.0	1.6	2.3	4.6	4.5	4.4
Australia	2.1	3.3	3.0	3.4	2.0	2.6	-2.3	-4.1	-5.5	5.1	5.2	5.3
Nueva Zelanda	1.3	2.2	3.1	4.0	1.9	2.4	-4.2	-5.4	-5.9	6.5	6.6	5.7
<b>Economías asiáticas recientemente industrializadas</b>	<b>4.0</b>	<b>2.1</b>	<b>3.6</b>	<b>3.6</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>6.6</b>	<b>5.6</b>	<b>5.5</b>	<b>3.6</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>
Corea	3.6	2.7	3.6	4.0	2.2	2.7	2.4	1.9	1.7	3.4	3.3	3.3
Taiwán	4.0	1.3	3.9	1.4	2.5	2.0	8.9	6.9	7.3	4.4	4.5	4.3
Hong Kong	5.0	1.8	3.5	5.3	3.8	3.0	5.3	4.1	3.8	3.4	3.4	3.3
Singapur	4.9	2.1	2.9	5.2	4.5	4.3	21.9	21.0	20.7	2.0	2.1	2.1
<b>Economías en desarrollo</b>	<b>7.8</b>	<b>6.7</b>	<b>7.2</b>	<b>6.5</b>	<b>5.0</b>	<b>4.9</b>	<b>1.6</b>	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>	...	...	...
China	9.2	7.8	8.2	5.4	3.0	3.0	2.8	2.3	2.5	4.1	4.1	4.1
India	6.8	4.9	6.0	8.9	10.2	9.6	-3.4	-3.8	-3.3	...	...	...
<b>ASEAN-5</b>	<b>4.5</b>	<b>5.4</b>	<b>5.8</b>	<b>5.9</b>	<b>4.0</b>	<b>4.3</b>	<b>2.9</b>	<b>0.6</b>	<b>0.2</b>	...	...	...
Indonesia	6.5	6.0	6.3	5.4	4.4	5.1	0.2	-2.1	-2.4	6.6	6.2	6.1
Tailandia	0.1	5.6	6.0	3.8	3.2	3.3	3.4	-0.2	0.1	0.7	0.7	0.7
Malasia	5.1	4.4	4.7	3.2	2.0	2.4	11.0	7.5	6.9	3.1	3.1	3.0
Filipinas	3.9	4.8	4.8	4.7	3.5	4.5	3.1	3.0	2.6	7.0	7.0	7.0
Vietnam	5.9	5.1	5.9	18.7	8.1	6.2	0.2	0.3	-0.9	4.5	4.5	4.5
<b>Otras economías en desarrollo <sup>4/</sup></b>	<b>5.0</b>	<b>5.1</b>	<b>4.9</b>	<b>10.6</b>	<b>8.9</b>	<b>8.2</b>	<b>-0.6</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.5</b>	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
Economías emergentes de Asia <sup>5/</sup>	7.3	6.1	6.7	6.1	4.7	4.6	2.4	1.6	1.7	...	...	...

1/ Los movimientos de los precios al consumidor se indican como promedios anuales.

2/ Porcentaje del PIB.

3/ Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

4/ Las otras economías en desarrollo de Asia comprenden Bangladesh, Bhután, Brunei Darussalam, Camboya, la República de Fiji, Islas Salomón, Kiribati, Maldivas, Myanmar, Nepal, Pakistán, Papua Nueva Guinea, la República Democrática Popular Lao, la República Islámica del Afganistán, Samoa, Sri Lanka, Timor-Leste, Tonga, Tuvalu y Vanuatu.

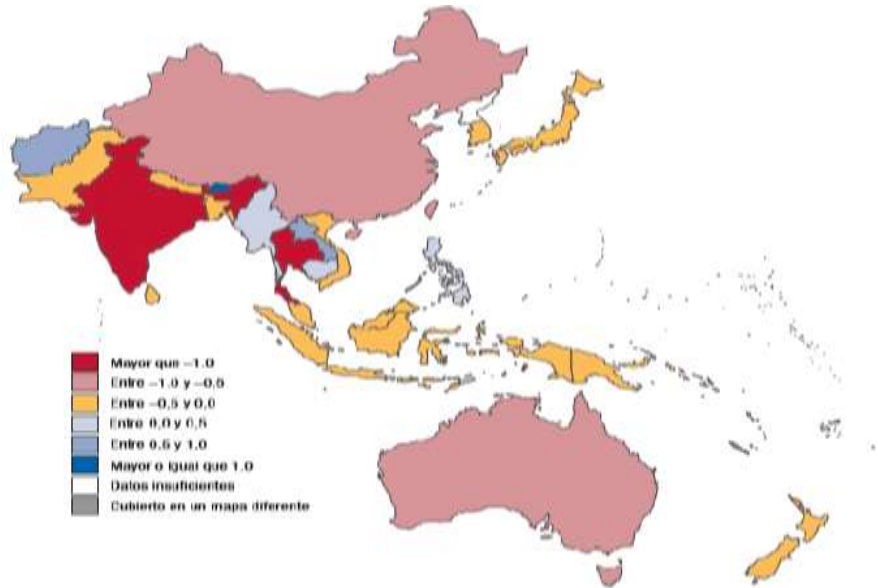
5/ Las economías emergentes de Asia comprenden todas las economías en desarrollo de Asia y las economías asiáticas recientemente industrializadas.

FUENTE: FMI.

- En China, se proyecta que el crecimiento se expandirá a un ritmo de alrededor de 7.75% este año y luego aumentará a 8.25% en 2013 a medida que el crecimiento de la demanda interna, y sobre todo el crecimiento de la inversión, repunten dado que ahora se están aplicando políticas más laxas.

**ASIA: REVISIONES DE LOS PRONÓSTICOS  
DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2013**

**-Variación en puntos porcentuales con respecto a  
las proyecciones de *Perspectivas de la economía  
mundial* de abril de 2012-**



FUENTE: Estimaciones del FMI.

- Para India se proyecta un crecimiento promedio de entre 5 y 6% en 2012–2013, nivel inferior en más de 1 punto porcentual al nivel estimado en *Perspectivas de la Economía Mundial* de abril de 2012. La revisión a la baja refleja la expectativa de que persistirán durante algún tiempo los obstáculos que afectan actualmente a la confianza de las empresas y a la inversión y de que las condiciones externas serán más débiles.
- En Japón, se prevé que el crecimiento ascenderá a casi 2.25% en 2012. Gran parte del ritmo más vigoroso de crecimiento experimentado recientemente se debe a las actividades de reconstrucción y a cierto repunte de la actividad manufacturera en el primer semestre del año después de los choques de oferta relacionados con el terremoto y el tsunami de marzo de 2011 y las inundaciones en Tailandia de octubre de 2011. Sin embargo, los efectos de

estos factores desaparecerán, y se proyecta una moderación del crecimiento al 1.25% en 2013.

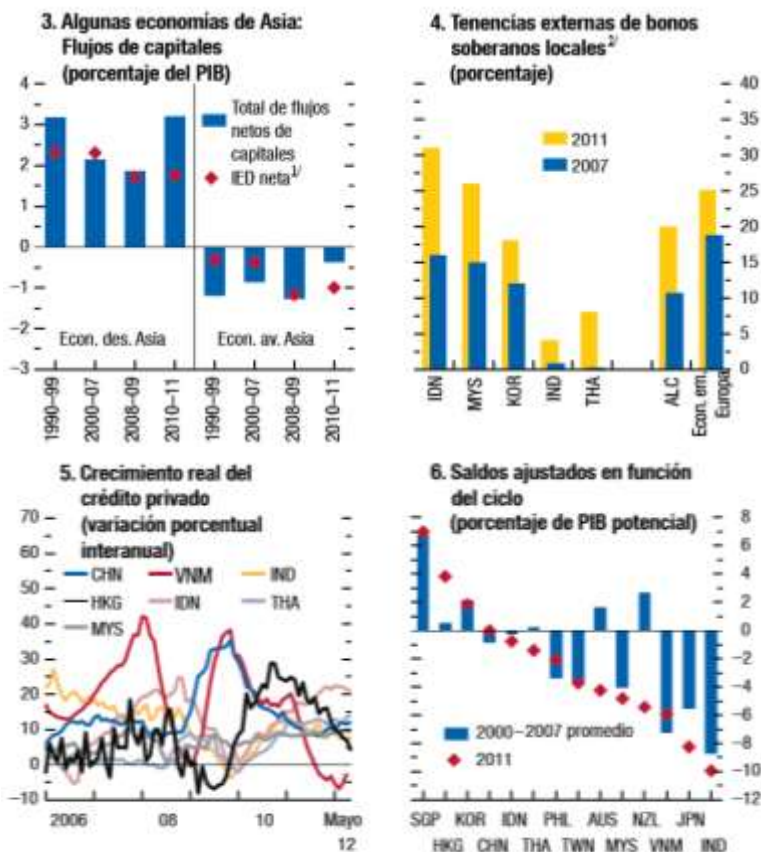
- El debilitamiento de la demanda externa es el principal factor que determina un crecimiento moderadamente más débil en general en las economías de la ASEAN-5<sup>16</sup> en 2012 (gráfico siguiente, paneles 1 y 2). La principal excepción es Tailandia, donde el crecimiento ha repuntado fuertemente, impulsado por la reconstrucción y la inversión, después de las devastadoras inundaciones ocurridas en octubre de 2011. Se proyecta que el ritmo de crecimiento global de la ASEAN-5 se acelerará ligeramente a 5.75% en 2013, lo cual representa un aumento con respecto al nivel de alrededor de 5.50% registrado en 2012.

### ASIA: LA ACTIVIDAD SE DESACELERA\*

El crecimiento en Asia se ha moderado aún más, dados el debilitamiento de la demanda externa y el aterrizaje suave en China. La revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento a mediano plazo de China afectará a la evolución del crecimiento de la región debido a la expansión de las vinculaciones comerciales de China con otras economías de la región. La región se ha visto expuesta a los efectos de contagio financiero procedentes de las economías avanzadas, pero tanto los flujos de capitales a sus economías de mercados emergentes como el crecimiento del crédito mantienen su vigor.



<sup>16</sup> La Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN) tiene 10 miembros; la ASEAN-5 son Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.



\* Economías avanzadas de Asia (Econ. av. Asia): Australia (AUS), Corea (KOR), Japón (JPN), Nueva Zelanda (NZL), Taiwán (TWN), Hong Kong (HKG), Singapur (SGP); ASEAN-5: Filipinas (PHL), Indonesia (IDN), Malasia (MYS), Tailandia (THA), Vietnam (VNM); otras economías en desarrollo de Asia (otras econ. des. Asia): Bangladesh, Bhután, Brunei Darussalam, Camboya, Islas Salomón, Kiribati, Maldivas, Myanmar, Nepal, Pakistán, Papua Nueva Guinea, la República Democrática Popular Lao, la República Islámica del Afganistán, Samoa, Sri Lanka, Timor-Leste, Tonga, Vanuatu; economías en desarrollo de Asia (Econ. des. Asia): ASEAN-5 y otras economías en desarrollo de Asia; CHN = China; IND = India.

<sup>1/</sup> IED = inversión extranjera directa.

<sup>2/</sup> Indonesia: promedio de 2004-2007; Nueva Zelanda: promedio de 2005-2007; Vietnam: en porcentaje del PIB nominal del ejercicio fiscal.

FUENTE: CEIC; Haver Analytics; FMI, base de datos de *Balance of Payment Statistics*; FMI, base de datos de *Direction of Trade Statistics*; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*; FMI, *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific* (octubre de 2011); fuentes nacionales, y estimaciones del FMI.

- En Corea, se proyecta que el crecimiento se moderará a 2.75% este año pero que aumentará a alrededor de 3.50% en 2013 gracias al repunte de las exportaciones y la inversión privada, que está orientada al sector de bienes transables.

Según las proyecciones, la inflación en la región se reducirá de 5% en 2011 a alrededor de 4% durante 2012–2013. Esto se debe, en parte, a la reciente disminución de los precios de las materias primas y también al efecto rezagado de la aplicación de una política más restrictiva durante 2010–2011 para mitigar las presiones de sobrecalentamiento.

La balanza de riesgos para las perspectivas de crecimiento a corto plazo se inclina a la baja, debido a los riesgos externos y, en menor medida a corto plazo, a los riesgos internos para la región. A corto plazo, el recrudecimiento de la crisis en la zona del euro y la posibilidad de no se llegue a un acuerdo para evitar el precipicio fiscal en Estados Unidos de Norteamérica son los principales riesgos externos para la región. Si estos riesgos se materializaran, las economías de Asia abiertas y orientadas al comercio se enfrentarían a una reducción de la demanda externa y a otros efectos de contagio (que podrían afectar, por ejemplo, a la confianza), y el crecimiento podría ser sustancialmente menor.

Gran parte del debate sobre los efectos de contagio de las economías avanzadas a las economías emergentes de Asia se ha centrado en los efectos de contagio transmitidos a través de los canales del comercio y la confianza. Sin embargo, las economías emergentes de Asia, como otros mercados emergentes, están más integradas a los mercados financieros mundiales (gráfico anterior, paneles 3 y 4). Por consiguiente, dada la mayor exposición a choques financieros, el recrudecimiento de las tensiones financieras en las economías avanzadas en los últimos años ha estado asociado, de hecho, a menores flujos de capitales y a la reducción de los precios de los activos en la región. No obstante, en general, los flujos de capitales privados hacia la región siguen siendo considerables y el crecimiento del crédito se mantiene vigoroso (gráfico anterior, panel 5). Dada la mayor exposición, la volatilidad de los mercados mundiales de capitales también puede tener efectos mucho mayores, por ejemplo, a

través de los efectos sobre los tipos de cambio (como lo demuestran los efectos de búsqueda de refugios seguros y la reciente apreciación del yen).

Con respecto a los riesgos internos para la región, un riesgo clave es la posibilidad de que a mediano plazo el crecimiento potencial sea inferior a lo previsto en las economías emergentes de Asia. Como se señala en el Capítulo 1, posiblemente el auge inmobiliario y otros factores temporales similares en las principales economías avanzadas hayan contribuido al vigoroso repunte reciente de la actividad en la región. China experimentó sus propios auges del sector inmobiliario residencial y de la inversión, que se aceleraron en 2009–2010 después de la aplicación de medidas macroeconómicas de estímulo en respuesta a la crisis financiera mundial. El fuerte crecimiento del crédito ha respaldado la demanda en todas las economías de mercados emergentes a nivel más general, incluidas las de Asia, pero éste no puede continuar al ritmo actual sin crear importantes riesgos para la estabilidad financiera. En caso de que el crecimiento potencial sea simultáneamente menor en las economías emergentes de Asia y en otras regiones, el impacto sobre el crecimiento será considerable en Asia, al igual que los efectos de contagio externos en los países exportadores de materias primas (véase el gráfico *Los Efectos de un Menor Crecimiento Potencial*). Un riesgo conexo es que el reciente repunte de la inversión en China se revierta y provoque una desaceleración de la inversión mayor de lo previsto en China en el futuro. Este choque afectaría fuertemente a las economías de la cadena de suministro asiática estrechamente interrelacionada —entre ellas, Corea, Malasia, la provincia china de Taiwán y Tailandia— por ejemplo, a través de sus importantes efectos indirectos en la actividad de otros principales países exportadores de manufacturas, sobre todo Alemania y Japón<sup>17</sup>.

Las políticas deben encontrar el equilibrio adecuado entre la necesidad de gestionar los riesgos internos y externos y de asegurar un aterrizaje suave. Los riesgos externos

---

<sup>17</sup> En FMI (2012b) se presenta un análisis más detallado de los efectos de contagio derivados de los choques de inversión en China.



han sido mucho más apremiantes, y el reciente cambio hacia un relajamiento de la política monetaria en gran parte de la región parece apropiado para la mayoría de estos países, dado que la inflación se desacelera tanto en las economías avanzadas como en las economías emergentes de Asia. Aún así, la reciente reducción de las tasas ha utilizado parte del espacio disponible en las economías emergentes de Asia; las brechas del producto todavía son positivas y las tasas reales de política monetaria se mantienen muy por debajo de los promedios registrados antes de la crisis. En India, donde la inflación permanece alta, la política monetaria debería mantenerse en un compás de espera hasta que se materialice una disminución sostenida de la inflación. En cambio, en Japón el relajamiento de la política monetaria anunciado en septiembre debería contribuir a respaldar el crecimiento económico y salir de la deflación. Sin embargo, posiblemente deberá aplicarse una política monetaria aún más laxa para que la inflación se acelere hacia la meta de 1% fijada por el Banco de Japón.

Si los riesgos a la baja se materializan, algunas economías (ASEAN-5, China y Corea) aún tienen espacio fiscal para permitir que los estabilizadores automáticos operen plenamente, si corresponde, o para utilizar un estímulo fiscal discrecional (gráfico *Asia: La Actividad se Desacelera*, panel 6). Sin embargo, en varias economías seguirá siendo prioritario abordar la sostenibilidad de la deuda a través de una consolidación fiscal creíble (India, Japón, y Vietnam). En Japón, la reciente aprobación de una duplicación gradual de la tasa del impuesto sobre el consumo, al 10% para 2015, es un paso importante para encauzar la deuda pública en una trayectoria sostenible, aunque es necesario aplicar nuevas medidas de consolidación para alcanzar este objetivo. Deberán realizarse reformas estructurales de política fiscal en varias economías de la región, incluida China, para abordar necesidades de gasto y protección social, así como necesidades de infraestructura. Al reducir las distorsiones que frenan el consumo privado, estas reformas mitigarían el riesgo de una acumulación de desequilibrios internos y formarían parte de un conjunto de políticas aconsejables que ayudarían a reequilibrar la demanda mundial. De hecho, en varias

economías asiáticas —por ejemplo, China, Corea, Malasia, Singapur y Tailandia— las posiciones en cuenta corriente son más sólidas y las monedas más débiles que si se aplicara un conjunto de políticas más apropiadas<sup>18</sup>.

Para hacer frente al riesgo de deterioro de la calidad del crédito mientras se desacelera el crecimiento, las autoridades de muchas economías asiáticas también deberán protegerse contra los riesgos para la estabilidad financiera derivados del rápido crecimiento reciente del crédito, entre otras formas, monitoreando de cerca la situación de los balances y las condiciones de financiamiento en el sistema bancario formal y en el sistema bancario paralelo. En caso de una escasez mundial o local de liquidez, los bancos centrales deberían estar preparados para respaldar la liquidez.

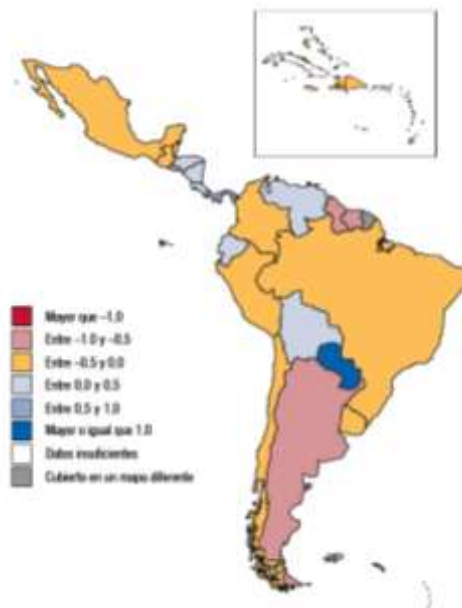
### **América Latina y el Caribe: Cierta pérdida de vigor**

Como consecuencia de la desaceleración del crecimiento, las presiones de sobrecalentamiento y la inflación se han atenuado en América Latina y el Caribe (ALyC). Los flujos de capital privado siguen siendo abundantes, y las condiciones de financiamiento, favorables. Las perspectivas han empeorado desde la edición de *Perspectivas de la economía mundial* de abril de 2012 (gráfico siguiente). Se prevé que el crecimiento repuntará este año, a medida que se hagan sentir los efectos de la reciente distensión de las políticas. Al igual que en otras regiones, los riesgos para las perspectivas de crecimiento a corto plazo se inclinan a la baja. Sin embargo, dado que el crédito continúa creciendo con rapidez y la inflación se ubica por encima del punto medio de la banda fijada como meta en muchas economías de la región, la prioridad consiste en recomponer el margen de acción de la política macroeconómica a menos que los riesgos a la baja se materialicen.

---

<sup>18</sup> Véase también FMI (2012a).

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: REVISIONES DE LOS PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2013**  
-Variación en puntos porcentuales con respecto a las proyecciones de *Perspectivas de la Economía Mundial* de abril de 2012



FUENTE: Estimaciones del FMI.

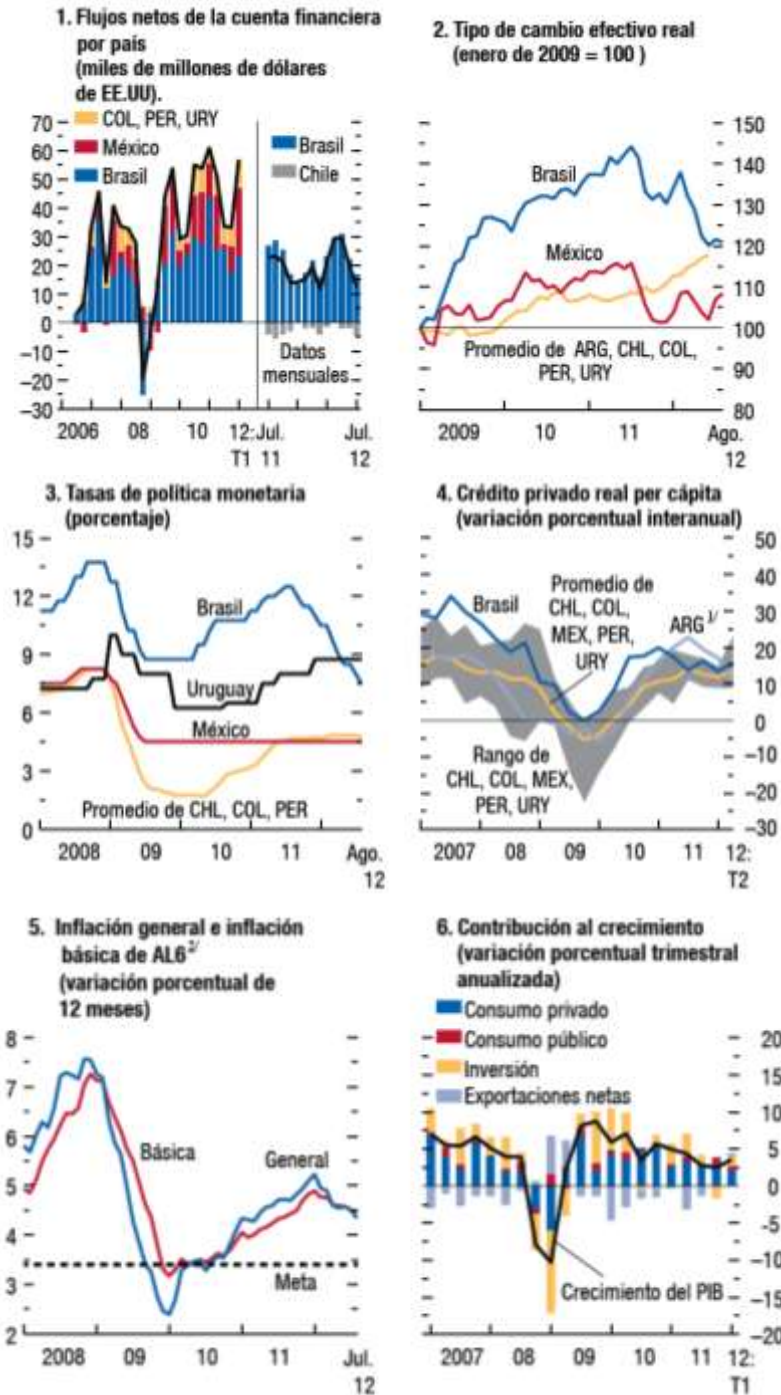
El crecimiento de la región de ALyC volvió a enfriarse durante el primer semestre de 2012. La actividad fuera de la región se moderó más de lo esperado, incluso en las economías emergentes de Asia, lo cual debilitó la demanda externa de bienes y servicios de ALyC. Sumada al deterioro de las perspectivas mundiales a corto plazo, esta contracción de la actividad también provocó caídas de los precios de la mayoría de las materias primas y un deterioro de los términos de intercambio en los países que las exportan, un grupo que origina tres cuartas partes del producto de la región. Como resultado del endurecimiento de la política económica, se moderó el crecimiento de la demanda interna, especialmente de la inversión. El repunte del crecimiento resultó inferior a lo esperado en Brasil; ese dato es una causa importante de la desaceleración del crecimiento regional y refleja tanto el deterioro de las condiciones externas como el hecho de que la distensión de la política monetaria desde agosto de 2011 ya no se transmite tan rápido, dado que el volumen de préstamos en mora aumentó después de varios años de rápida expansión del crédito.

La región de ALyC se ha visto expuesta a los efectos de contagio financiero generados por la crisis de la zona del euro y las inquietudes en torno a las perspectivas de crecimiento mundial, aunque su impacto quedó contenido. Ese contagio agudizó la aversión al riesgo y redujo temporalmente los flujos de capital dirigidos hacia la región, pero no los hizo cambiar de dirección (gráfico siguiente). Los diferenciales de la deuda en moneda extranjera han aumentado, al igual que en otros mercados emergentes, pero aún están muy por debajo de los altos niveles que alcanzaron hace poco. Al mismo tiempo, la mayoría de las monedas de la región se han apreciado, con la notable excepción del real brasileño (gráfico, paneles 1 y 2).

Los efectos de contagio producidos por la exposición de la región a las operaciones de los bancos europeos –sobre todo los españoles– también se mantuvieron contenidos, principalmente porque las operaciones de estas instituciones en ALyC corren mayormente por cuenta de filiales y están financiadas con depósitos locales. Por lo tanto, el crédito ha seguido creciendo con vigor en toda la región, pese al enfriamiento de la actividad.

#### **AMÉRICA LATINA: UNA DESACELERACIÓN MODERADA\***

Se mantiene una fuerte afluencia de capitales privados a América Latina a pesar de una mayor aversión mundial al riesgo y de preocupaciones en torno a las tensiones internas. La inflación y los riesgos de sobrecalentamiento se han atenuado, pero dado que el crédito sigue expandiéndose con rapidez y la inflación se sitúa por encima del punto medio de la banda fijada como meta en muchas economías de la región, la prioridad sigue siendo recomponer el margen de maniobra de la política macroeconómica y seguir avanzando en materia de regulación y supervisión macroprudencial a menos que se materialicen los riesgos a la baja.



\* ARG = Argentina; CHL = Chile; COL = Colombia; MEX = México; PER = Perú; URY = Uruguay  
 EE.UU. = Estados Unidos de Norteamérica.

1/ Las variables nominales correspondientes a Argentina se deflactaron utilizando estimaciones del FMI para la inflación provincial promedio.

2/ AL6: Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

FUENTE: Haver Analytics y cálculos del FMI.

De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento de la región se moderará a 3.25% en 2012 y se incrementará hasta alrededor de 4% en 2013 (cuadro siguiente). Entre los países exportadores de materias primas, se prevé que la reciente distensión de la política monetaria revigorizará el crecimiento de Brasil a partir de fines de 2012, impulsado por la demanda interna. Asimismo, se prevé que el crecimiento del empleo conservará la solidez, sobre todo en el sector interno de servicios. En la mayoría de los demás países exportadores de materias primas, las proyecciones apuntan a que el crecimiento se mantendrá cerca del potencial durante lo que resta de 2012 y en 2013, tras la moderación gradual que experimentó durante más o menos el último año. En México, el crecimiento siguió siendo robusto en 2012, aunque se prevé que se atenúe como consecuencia del debilitamiento de las perspectivas de crecimiento a corto plazo de Estados Unidos de Norteamérica. Globalmente, el crecimiento promediaría 3.75% en 2012–2013, ligeramente por encima del potencial. En América Central, cuyas perspectivas están estrechamente vinculadas a las de Estados Unidos de Norteamérica, el crecimiento se moderaría medio punto porcentual respecto de la cifra de 2011, a 4.25% en 2012–2013. En el Caribe, la elevada deuda pública y la debilidad del turismo y de los flujos de remesas continúan empañando las perspectivas, y el deslucido crecimiento seguiría rondando 2.75 – 3.50 por ciento.

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento se inclinan a la baja, y los principales riesgos son a grandes rasgos los mismos que pesan sobre la economía mundial. Los riesgos más graves a corto plazo tienen que ver con el recrudescimiento de la crisis de la zona del euro y el precipicio fiscal en Estados Unidos de Norteamérica. De acuerdo con el análisis de los escenarios de riesgo para la zona del euro presentado en el Capítulo 1, la máxima disminución del producto regional podría llegar a rondar 0.5% respecto de la proyección de base. Ésta es una variación pequeña en comparación con la de otras regiones y refleja el nivel relativamente bajo del comercio de la región de ALyC con Europa (apenas 10% de la exportación de bienes, aproximadamente) y el hecho de que los vínculos financieros son limitados. Si el crecimiento mundial

sufriera una desaceleración drástica porque Estados Unidos de Norteamérica no pudiera evitar el precipicio fiscal, el impacto en ALyC sería relativamente más pronunciado porque los lazos con la economía estadounidense son más estrechos. En ambos casos, la adopción de políticas de respuesta anticíclicas en la región podría contribuir a suavizar los efectos de contagio en el producto interno.

**PIB REAL, PRECIOS AL CONSUMIDOR, SALDO EN CUENTA CORRIENTE Y DESEMPLEO EN ALGUNAS ECONOMÍAS DE AMÉRICA**  
**-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>		
	Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones			Proyecciones		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
<b>América del Norte</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.2</b>	<b>3.1</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>-2.9</b>	<b>-3.0</b>	<b>-3.0</b>	...	...	...
Estados Unidos de Norteamérica.	1.8	2.2	2.1	3.1	2.0	1.8	-3.1	-3.1	-3.1	9.0	8.2	8.1
Canadá	2.4	1.9	2.0	2.9	1.8	2.0	-2.8	-3.4	-3.7	7.5	7.3	7.3
México	3.9	3.8	3.5	3.4	4.0	3.5	-1.0	-0.9	-1.1	5.2	4.8	4.8
<b>América del Sur <sup>4/</sup></b>	<b>4.8</b>	<b>2.9</b>	<b>4.0</b>	<b>7.8</b>	<b>6.8</b>	<b>6.9</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.7</b>	...	...	...
Brasil	2.7	1.5	4.0	6.6	5.2	4.9	-2.1	-2.6	-2.8	6.0	6.0	6.5
Argentina <sup>5/</sup>	8.9	2.6	3.1	9.8	9.9	9.7	-0.1	0.3	-0.1	7.2	7.2	7.2
Colombia	5.9	4.3	4.4	3.4	3.2	2.8	-3.0	-2.9	-2.9	10.8	11.0	10.5
Venezuela	4.2	5.7	3.3	26.1	23.2	28.8	8.6	6.7	5.6	8.1	8.0	8.1
Perú	6.9	6.0	5.8	3.4	3.7	2.5	-1.9	-3.0	-3.0	7.7	7.5	7.5
Chile	5.9	5.0	4.4	3.3	3.1	3.0	-1.3	-3.2	-3.0	7.1	6.6	6.9
Ecuador	7.8	4.0	4.1	4.5	5.1	4.3	-0.3	-0.3	3.0	6.0	5.8	6.2
Uruguay	5.7	3.5	4.0	8.1	7.9	7.6	-3.1	-3.0	-1.9	6.0	6.7	7.0
Bolivia	5.2	5.0	5.0	9.9	4.8	4.7	2.2	1.8	1.1	...	...	...
Paraguay	4.3	-1.5	11.0	6.6	5.0	5.0	-1.0	-1.1	-0.4	5.6	5.8	5.4
<b>América Central <sup>6/</sup></b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>	<b>4.1</b>	<b>5.6</b>	<b>5.0</b>	<b>4.9</b>	<b>-6.9</b>	<b>-7.2</b>	<b>-6.9</b>	...	...	...
<b>El Caribe <sup>7/</sup></b>	<b>2.7</b>	<b>2.8</b>	<b>3.5</b>	<b>7.2</b>	<b>5.5</b>	<b>5.3</b>	<b>-6.3</b>	<b>-5.9</b>	<b>-5.8</b>	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>												
América Latina y el Caribe <sup>8/</sup>	4.5	3.2	3.9	6.6	6.0	5.9	-1.3	-1.7	-1.9	...	...	...
Unión Monetaria del Caribe Oriental <sup>9/</sup>	-1.1	0.7	1.3	3.5	3.3	2.6	-20.3	-20.5	-19.8	...	...	...

1/ La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual.

2/ Porcentaje del PIB.

3/ Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

4/ También incluye Guyana y Surinam.

5/ Las cifras son con base en los datos oficiales del PBI de Argentina y del índice de precios al consumidor en el Gran Buenos Aires (IPC-GBA). El FMI ha pedido a Argentina que adopte medidas correctivas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PBI y del IPC-GBA. El personal del FMI también está utilizando otros indicadores del crecimiento del PBI y de la inflación a los efectos de la supervisión macroeconómica, entre los cuales se incluyen estimaciones de analistas privados, que han mostrado desde 2008 un crecimiento del PBI real significativamente más bajo que el que indican los datos oficiales; y datos elaborados por oficinas estadísticas provinciales y analistas privados que han mostrado desde 2007 una tasa de inflación considerablemente más alta que la que indican los datos oficiales.

6/ América Central comprende Belice, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

7/ El Caribe comprende Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Dominica, Granada, Haití, Jamaica, la República Dominicana, Saint Kitts y Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas y Trinidad y Tobago.

8/ América Latina y el Caribe incluye México y las economías del Caribe, América Central y América del Sur.

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

FUENTE: FMI.

Como la región depende de la evolución de los mercados de materias primas, sobre todo en el caso del Cono Sur, suscitan especial inquietud los riesgos a mediano plazo que más repercuten en los precios de las materias primas. El escenario de riesgo presentado en el Capítulo 1 que contempla una caída del crecimiento potencial de las economías sistémicamente importantes y un aumento pasajero de la aversión mundial al riesgo ilustra estas preocupaciones. Incluso si el crecimiento potencial de la región de ALyC fuera apenas medio punto porcentual más bajo, el impacto a corto plazo en el crecimiento sería considerablemente más profundo porque la secuela de fuertes contracciones del producto de las economías emergentes de Asia y las economías avanzadas sería un colapso de los precios de las materias primas. Una reducción inesperadamente pronunciada de la inversión en China es otro riesgo importante a mediano plazo que podría afectar a la región de ALyC. Dado que el auge que vivió China durante la década pasada ha requerido grandes volúmenes de materias primas y ha incrementado la participación del país en los mercados mundiales de materias primas –especialmente materiales primarios y metales básicos industriales–, los lazos comerciales con la región de ALyC son hoy mucho más estrechos. Entre los países exportadores de materias primas, los más afectados por los efectos que generaría un choque de la inversión en China serían los países exportadores no diversificados que se especializan en la extracción y el comercio de metales; los exportadores diversificados como Brasil se verían relativamente menos perjudicados (véase FMI, 2012b).

La disminución del crecimiento potencial también constituye un riesgo desde una perspectiva intrarregional, dado que el crecimiento de la región ha superado las tendencias históricas durante más o menos la última década, estimulado en parte por la profundización financiera y la rápida expansión del crédito. Ese logro bien puede haber despertado expectativas excesivamente optimistas en cuanto al crecimiento potencial a mediano plazo. Los años de rápida expansión del crédito conllevan riesgos de inestabilidad financiera interna.



Contra este telón de fondo, las autoridades de la región deben estar atentas a los efectos de contagio causados por el deterioro de las perspectivas de las economías avanzadas y los grandes mercados emergentes de otras regiones, la volatilidad de los flujos de capitales y los incipientes riesgos financieros internos. No obstante, deben equilibrar con cuidado estos riesgos a la baja con los efectos del sobrecalentamiento reciente que aún se hacen sentir y con el menor margen de maniobra de que dispone la política económica. Pese a haber retrocedido en los últimos tiempos, la inflación todavía supera el punto medio de las bandas fijadas como meta, y las brechas del producto están cerca de cero o aún son positivas. Las inquietudes en torno a los riesgos de mayor inflación son especialmente agudos en Venezuela y Argentina, que no han adoptado políticas visiblemente más restrictivas y cuya inflación se mantiene en niveles elevados. Con todo, la política monetaria debería ser la primera línea de defensa si el crecimiento mundial se enfriara más de lo esperado, sobre todo en las economías con marcos de metas de inflación consolidados y de probada eficacia. En cuanto a los riesgos vinculados a los flujos de capitales y la estabilidad financiera, las políticas deben asentarse sobre un cimiento firme de medidas prudenciales y promover más la regulación y supervisión prudenciales basadas en el riesgo. Al mismo tiempo, posiblemente sea necesario suministrar liquidez si un cambio de la actitud mundial frente al riesgo somete a los sistemas bancarios de la región a agudas presiones de financiamiento.

La política fiscal debe continuar recuperando el margen de maniobra a menos que se materialicen graves riesgos a la baja. Los países exportadores de materias primas necesitan en particular un mayor margen de maniobra en el ámbito fiscal a fin de protegerse de los riesgos a la baja a que están expuestos el crecimiento mundial y los precios de las materias primas. A nivel más general, la adopción de políticas macroeconómicas anticíclicas ha contribuido mucho a reforzar la capacidad de resistencia de las economías de mercados emergentes (véase el Capítulo 4). Como las brechas del producto de muchas economías de la región se aproximan a cero o aún

son positivas, una orientación anticíclica de las políticas sugeriría la necesidad de que la política fiscal continuara siendo restrictiva. Muchas economías de la región también deberían incluir reformas estructurales encaminadas a promover el crecimiento a mediano plazo. En Brasil, por ejemplo, las limitaciones de infraestructura constituyen un obstáculo para el crecimiento. Las medidas recientes encaminadas a otorgar concesiones privadas para el desarrollo de infraestructura vial y ferroviaria crítica son un buen adelanto, pero también es necesario promover la inversión pública. Se requerirá una determinación más firme para reducir el sobreendeudamiento del Caribe y abordar al mismo tiempo la débil competitividad de esa región.

### **Capítulo 3: Cien años de lucha contra el sobreendeudamiento público**

#### **Observaciones fundamentales<sup>19</sup>**

A lo largo del siglo pasado, la carga de la deuda pública de numerosas economías avanzadas fue tan pesada como la actual, o incluso más. Estas economías respondieron a la situación utilizando una amplia variedad de enfoques de política. Se analizan estas experiencias para extraer enseñanzas que sean útiles en el momento actual y se llegan a tres conclusiones principales:

- Reducir la deuda pública lleva tiempo, especialmente en un contexto de condiciones externas débiles. Es una maratón, no una prueba de velocidad.
- Para reducir eficazmente la deuda es necesario avanzar en el proceso de consolidación fiscal y aplicar una combinación de políticas que respalde el crecimiento. Los elementos clave de esta combinación de políticas son una política monetaria de apoyo y la aplicación de medidas que aborden las deficiencias estructurales de la economía.

---

<sup>19</sup> Sección preparada por John Simon (jefe del equipo), Andrea Pescatori y Damiano Sandri.

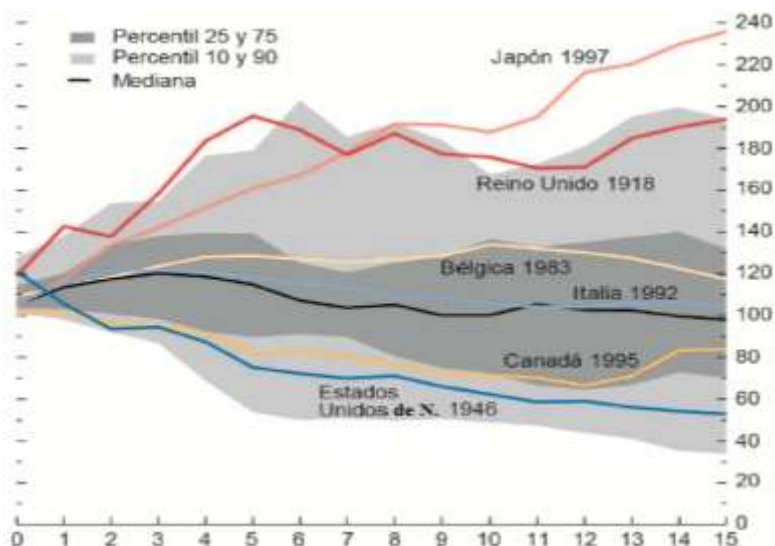
- La consolidación fiscal debe hacer más hincapié en la implementación de reformas estructurales persistentes de las finanzas públicas que en la de medidas fiscales temporales o de corto plazo. A este respecto, las instituciones fiscales pueden ayudar a preservar los avances logrados.

Hoy, la prioridad principal debe ser complementar la consolidación fiscal con medidas que respalden el crecimiento, especialmente, una política monetaria muy laxa y reformas estructurales.

*La deuda pública de las economías avanzadas ha alcanzado su nivel más alto desde la Segunda Guerra Mundial.* Los niveles de deuda bruta de Japón, Estados Unidos de Norteamérica, Grecia, Italia, Portugal e Irlanda superan ahora el 100% del PIB. Las bajas tasas de crecimiento, los persistentes déficit presupuestarios, el alto nivel de pasivos futuros y contingentes derivados de la presión sobre el gasto relacionada con el envejecimiento de la población y el debilitamiento del sector financiero han intensificado considerablemente la preocupación por la sostenibilidad de las finanzas públicas.

**DINÁMICA DE LA RELACIÓN DEUDA/PIB DESPUÉS DE QUE LA DEUDA PÚBLICA SUPERA EL UMBRAL DE 100 POR CIENTO\***  
**-Porcentaje del PIB, economías avanzadas-**

Los estudios de los casos seleccionados abarcan la amplia gama de dinámicas de la relación deuda/PIB experimentadas históricamente por las economías avanzadas.



\* El eje de las abscisas muestra el número de años después de que la relación deuda/PIB supera el 100 y el 60 por ciento.

FUENTE: Abbas *et al.* (2010) y cálculos del FMI.

*No es infrecuente que el nivel de deuda pública supere el 100% del PIB.* Durante el siglo pasado, de los 22 países incluidos en la base de datos del FMI, 14 experimentaron al menos un episodio en que el nivel de deuda superó el 100%. Varios países registraron múltiples episodios. En el gráfico anterior se muestra la evolución de la relación deuda/PIB de todos los países cuyo coeficiente de endeudamiento superó el umbral del 100%. Se observa que las experiencias varían mucho de un país a otro y que el coeficiente de endeudamiento se reduce generalmente a un ritmo muy lento. De todos estos episodios, se seleccionaron seis estudios de casos, los cuales se muestran en el gráfico, y se analizaron sus experiencias para extraer conclusiones que sean útiles en el momento actual para los países que luchan contra el sobreendeudamiento público.

*Los esfuerzos de consolidación fiscal deben complementarse con medidas que respalden el crecimiento: es necesario abordar los problemas estructurales y*

*establecer condiciones monetarias lo más favorables posible.* En Reino Unido en los años veinte, a pesar de los sustanciales esfuerzos fiscales realizados, que permitieron alcanzar y mantener superávit primarios considerables, ¡los coeficientes de endeudamiento público aumentaron! La combinación de políticas fiscales y monetarias restrictivas aplicadas por las autoridades generó un crecimiento negativo, lo que exacerbó el problema de la deuda. En los años noventa, en Japón fue necesario aplicar reformas estructurales del sector bancario y garantizar un entorno monetario favorable para avanzar en el proceso de consolidación fiscal.

*Los planes de consolidación deberían hacer mayor hincapié en la aplicación de reformas estructurales y persistentes que en medidas temporales o de corto plazo.* Bélgica y Canadá fueron, en definitiva, mucho más eficaces que Italia en la reducción de la deuda, y una diferencia clave entre estos casos es la importancia relativa otorgada a las mejoras estructurales frente a los esfuerzos temporales. Además, tanto Bélgica como Canadá establecieron en los años noventa marcos fiscales que preservaron las mejoras del saldo fiscal y mitigaron la fatiga causada por el proceso de consolidación.

*El saneamiento fiscal y la reducción de la deuda llevan tiempo.* Como puede observarse en el gráfico, 15 años después de superar el umbral del 100%, la deuda solo es marginalmente inferior en promedio. Ello se debe, entre otros factores, a que los déficit primarios son difíciles de revertir rápidamente. Bélgica puso en marcha el mayor proceso de consolidación de la posguerra durante un período de diez años entre 1981 y 1991 y mejoró su saldo primario en 11 puntos porcentuales. Las expectativas con respecto a lo que puede lograrse deben ser realistas.

***Teniendo como base este análisis, es recomendable una hoja de ruta para la resolución eficaz del actual sobreendeudamiento público:***

1. Dada la debilidad del entorno económico, es esencial respaldar el crecimiento para hacer frente a los efectos contractivos del proceso de consolidación fiscal. Las políticas deben hacer hincapié en la resolución de los problemas estructurales subyacentes dentro de la economía, y la política monetaria debe proporcionar el mayor apoyo posible.
2. Dado que la reducción de la deuda lleva tiempo, el proceso de consolidación fiscal debería centrarse en los cambios estructurales duraderos. A este respecto, el establecimiento de instituciones fiscales, como las de Bélgica, que fomenten la transparencia y la rendición de cuentas, puede ayudar.
3. No obstante, el caso de Italia en los años noventa parece indicar que es posible reducir la deuda en forma moderada aunque el crecimiento no sea vigoroso.

#### **Capítulo 4: ¿Perdurará la fortaleza de las economías de mercados emergentes y en desarrollo?<sup>20</sup>**

Aspectos a destacar:

- La fortaleza de las economías de mercados emergentes y en desarrollo – medida en función de su capacidad para sustentar expansiones económicas y recuperarse con rapidez de las desaceleraciones– aumentó considerablemente. La década pasada fue la primera en que estas economías registraron una expansión más prolongada que las economías avanzadas y sufrieron desaceleraciones más pequeñas.

---

<sup>20</sup> Sección preparada por Abdul Abiad (jefe del equipo), John Bluedorn, Jaime Guajardo y Petia Topalova.

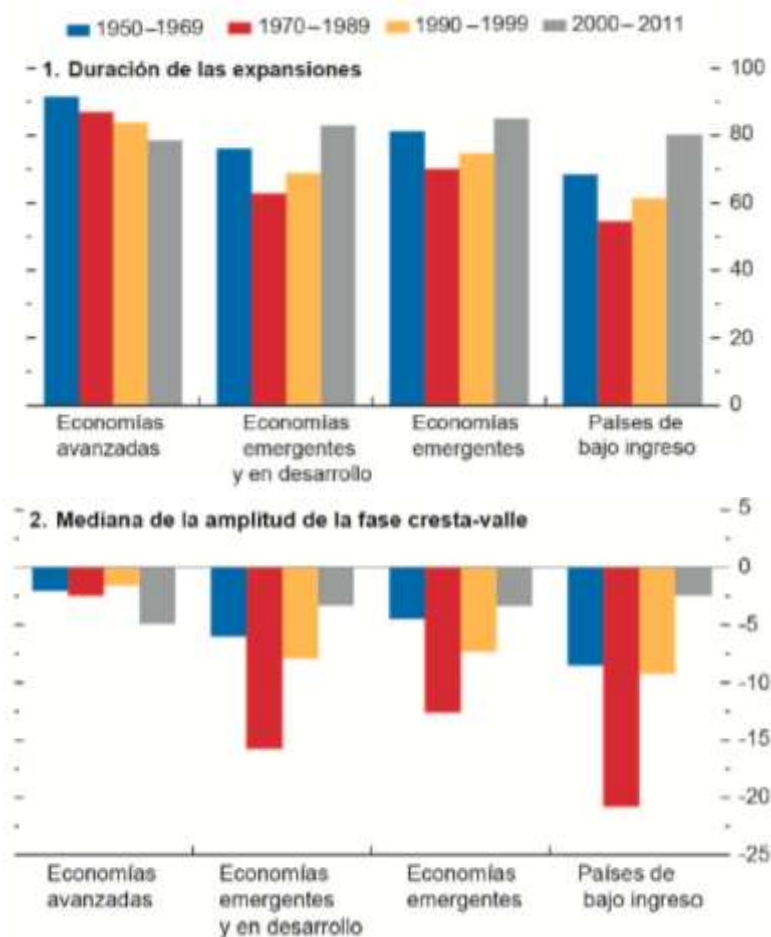
- La duración más larga de las expansiones se debe a las buenas políticas adoptadas (que da cuenta de alrededor de tres quintas partes de la mejora) y a la menor incidencia de choques externos e internos (que da cuenta del resto).
- Pero la calma relativa de los dos últimos años en estas economías bien podría resultar pasajera. Existe un riesgo significativo de que las economías avanzadas vuelvan a sufrir una desaceleración marcada o de que vuelvan a surgir vulnerabilidades internas.
- El hecho de contar con un margen de maniobra más amplio en el ámbito de la política económica ha ofrecido una fuerte protección ante los choques externos. Para resguardarse de choques futuros, estas economías tendrán que reconstituir sus defensas y restituirle a la política económica la libertad de acción necesaria para responder a los choques.

*Muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo han tenido un buen desempeño económico a lo largo de la última década y durante la crisis financiera internacional, pero el cuestionamiento que se hacen en este momento las autoridades es si esa fortaleza perdurará.* Existen razones para ser optimista; entre ellas, la aplicación de mejores políticas y la mayor libertad de acción de la política económica, es decir un margen de maniobra para responder a los choques que no ponga en peligro la sostenibilidad. Pero este buen desempeño reciente también se ha visto respaldado por factores que varían constantemente, como las fuertes afluencias de capital, la rápida expansión del crédito y el elevado nivel de precios de las materias primas. Este capítulo analiza la fortaleza pasada, presente y potencial de estas economías y estudia cómo han evolucionado la duración de las expansiones y la velocidad de las recuperaciones en más de 100 economías de mercados emergentes y en desarrollo durante las últimas seis décadas.

La fortaleza de las economías de mercados emergentes y en desarrollo aumentó considerablemente durante las dos últimas décadas. Sus expansiones son más prolongadas, y sus desaceleraciones y recuperaciones, menos profundas y más breves. La última década fue particularmente favorable; por primera vez, las economías de mercados emergentes y en desarrollo registraron una expansión más prolongada que las economías avanzadas y sufrieron desaceleraciones más pequeñas.

### LA CRECIENTE FORTALEZA DE LAS ECONOMÍAS DE MERCADOS EMERGENTES Y EN DESARROLLO -En porcentajes-

Las expansiones de las economías de mercados emergentes y en desarrollo son más prolongadas en la actualidad que en las décadas pasadas, y las desaceleraciones no son tan profundas. La década de 2000 fue particularmente favorable; por primera vez, estas economías registraron una expansión más prolongada que las economías avanzadas y sufrieron desaceleraciones más pequeñas.



FUENTE: Cálculos del FMI.



*Pero estas economías no son inmunes a los choques.* Existe una diversidad de choques, tanto externos como internos, que están asociados a la conclusión de la expansión de estas economías. Entre los externos, las interrupciones repentinas de los flujos de capital, las recesiones de las economías avanzadas, los estallidos de incertidumbre a escala mundial y los colapsos de los términos de intercambio incrementan la probabilidad de que una expansión concluya. Entre los choques internos, los auges del crédito duplican la probabilidad de que una expansión se transforme en una desaceleración en el transcurso de un año, y las crisis bancarias triplican esa probabilidad.

*La evolución más favorable se debe más que nada a mejoras en la formulación de las políticas y a una mayor libertad de acción de la política económica; el resto es atribuible a la menor frecuencia de los choques.* Las políticas económicas han mejorado: un mayor número de economías de mercados emergentes y en desarrollo han adoptado regímenes de metas de inflación y regímenes cambiarios flexibles por ejemplo, y las políticas fiscales y monetarias actualmente son más “anticíclicas”, es decir, estimulan o enfrían la economía según sea necesario. El margen de maniobra también es más amplio, gracias a la disminución del nivel de inflación y al fortalecimiento de la posición fiscal y externa. Las mejoras en la formulación de las políticas y la mayor libertad de acción de la política económica dan cuenta de tres quintas partes de la prolongación de las expansiones. El resto se debe a la menor incidencia de los choques: si bien algunos, como los estallidos de incertidumbre mundial, ocurren más a menudo, otros, como las crisis bancarias y los auges del crédito, ya no suceden con tanta frecuencia en estas economías.

**LA EVOLUCIÓN MÁS FAVORABLE ES ATRIBUIBLE PRINCIPALMENTE A POLÍTICAS MÁS SÓLIDAS Y A UNA MAYOR LIBERTAD DE ACCIÓN DE LA POLÍTICA ECONÓMICA**

La evolución más favorable es atribuible principalmente a una mejor formulación de las políticas y a la mayor libertad de acción de la política económica para responder a los choques. Pero también influyó el hecho de que los choques externos e internos hayan disminuido en frecuencia e intensidad.



FUENTE: Cálculos del FMI.

*Pero la calma relativa de los dos últimos años en estas economías bien podría resultar pasajera. Existe un riesgo significativo de que las economías avanzadas vuelvan a sufrir una desaceleración, y en ese caso es probable que las economías de mercados emergentes y en desarrollo terminen “reacoplándose” a las avanzadas, tal como sucedió durante la crisis financiera internacional. Asimismo, podrían reaparecer vulnerabilidades internas: la fuerte expansión del crédito en algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo, que probablemente haya apuntalado la demanda interna, despierta inquietud en torno a la estabilidad financiera.*

*Para protegerse de esos riesgos, estas economías tendrán que restituirle a la política económica la libertad de acción necesaria para responder a los choques. El margen de maniobra de la política económica se aprovechó debidamente para estimular la actividad frente a la desaceleración mundial.*

Estas economías podrán soportar mejor nuevos choques si logran mantener el afianzamiento de los marcos de política –entre otras cosas, flexibilizando el tipo de cambio e instituyendo políticas macroeconómicas más anticíclicas–, mientras reconstituyen sus defensas de política económica.

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/spanish/index.htm>

<http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/texts.pdf>

<http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/sums.pdf>

**Los riesgos se intensifican y socavan una recuperación mundial ya lenta (FMI)**

El 9 de octubre de 2012, el Fondo Monetario Internacional (FMI), a través de su *Boletín Digital del FMI*, publicó la nota que hace referencia a sus *Perspectivas de la Economía Mundial*. De acuerdo con la nota, “los riesgos se intensifican y socavan una recuperación mundial ya lenta”. A continuación se presenta la información.

El FMI presentó un panorama de la economía mundial más sombrío que el de hace unos pocos meses, e indicó un mayor deterioro de las perspectivas y aumento de los riesgos. En general, se han revisado a la baja los pronósticos del FMI de crecimiento mundial, a 3.3% este año y a un todavía anémico 3.6% en 2013.

En su Informe *Perspectivas de la Economía Mundial* más reciente, presentado en Tokio, Japón, antes de las Reuniones Anuales del FMI y del Banco Mundial de 2012, el FMI proyectó que las economías avanzadas crecerán 1.3% este año, en comparación con 1.6% el año pasado y 3.0% en 2010, y los recortes del gasto público y un sistema financiero aún debilitado pesan sobre las perspectivas.

El crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo se revisó a la baja en comparación con los pronósticos de julio y abril, y se situó en 5.3%, frente

al 6.2% del año pasado. En todos los principales mercados emergentes –China, India, Rusia y Brasil– se registrará una desaceleración del crecimiento. Se proyecta que el crecimiento del volumen de del comercio mundial se contraerá a 3.2% este año, frente a 5.8% el año pasado y 12.6% en 2010.

“La baja tasa de crecimiento y la incertidumbre en las economías avanzadas están afectando a los mercados emergentes y las economías en desarrollo por vía de los canales comerciales y financieros, lo cual agrava las debilidades internas”, aseveró el Economista Jefe del FMI, Olivier Blanchard.

### **Reuniones Anuales en Tokio**

La divulgación del muy esperado pronóstico abre una semana de intensa actividad en Tokio, donde más de 10 mil autoridades de bancos centrales, ministros de Hacienda y Desarrollo, ejecutivos del sector privado, representantes del mundo académico y periodistas se han reunido para debatir los problemas económicos mundiales durante las *Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial* que se celebran en la capital de Japón. Se publicarán además otras dos evaluaciones económicas fundamentales, el *Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial*<sup>21</sup>, sobre el estado del sector financiero; y el *Monitor Fiscal*<sup>22</sup>, en el que se examinan las finanzas públicas.

El FMI explicó que su pronóstico es con base en dos supuestos clave sobre política económica: uno es que las autoridades europeas toman el control de la crisis de la zona del euro, y el otro es que las autoridades estadounidenses adoptan medidas para evitar el “precipicio fiscal” e impiden que entren en vigor el aumento automático de los impuestos y los recortes del gasto. Si no se toman medidas con respecto a cualquiera de los dos problemas, las perspectivas de crecimiento serían mucho peores.

---

<sup>21</sup> <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/survey/so/2012/res092512as.pdf> y <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/survey/so/2012/res092512bs.pdf>

<sup>22</sup> <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/fm/2012/02/pdf/fmexss.pdf>

Según el pronóstico, se prevé que la política monetaria en las economías avanzadas seguirá siendo acomodaticia. Los principales bancos centrales recientemente pusieron en marcha nuevos programas para comprar bonos y mantener las tasas de interés en niveles bajos. Pero el sistema financiero mundial sigue siendo frágil, y los esfuerzos en las economías avanzadas para frenar el gasto presupuestario, si bien son necesarios, han entorpecido la recuperación.

### **Proyecciones por región**

Se pronostica una recuperación trastabillante en las principales economías avanzadas, con un crecimiento que permanecerá en un nivel bastante saludable en muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo. Según el FMI, los indicadores anticipados no apuntan a una aceleración significativa de la actividad, pero últimamente las condiciones financieras han mejorado en respuesta a las medidas adoptadas por las autoridades en la zona del euro y al relajamiento de la política por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica.

- En *Estados Unidos de Norteamérica*, el crecimiento medio será de 2.2% este año. Se proyecta que el PIB real se expandirá alrededor de 1.50% durante el segundo semestre de 2012, y que aumentará a 2.75% a finales de 2013. La debilidad de los balances de los hogares y la escasa confianza, las condiciones financieras relativamente restrictivas y la continua consolidación fiscal son los obstáculos que impiden un crecimiento más dinámico.
- Para la *zona del euro* se proyecta que el PIB real se reducirá 0.40% en 2012 en general: alrededor de 0.75% (en cifras anualizadas) durante el segundo semestre de 2012. Gracias a menores recortes presupuestarios y la aplicación, a escala nacional y de toda la zona del euro, de políticas orientadas a mejorar en mayor medida las condiciones financieras a finales de 2013, se proyecta que el PIB real permanecerá invariable en el primer semestre de 2013 y se expandirá

alrededor de 1% en el segundo semestre. Se prevé que las economías del “núcleo” registrarán un crecimiento bajo pero positivo en 2012–2013. La mayoría de las economías de la “periferia” probablemente sufrirán una fuerte contracción en 2012, provocada por el carácter restrictivo de las políticas fiscales y las condiciones financieras, y empezarán a recuperarse tan solo en 2013.

- En *Japón* se proyecta un crecimiento de 2.2% en 2012. El ritmo de crecimiento disminuirá considerablemente conforme vayan concluyendo las tareas de reconstrucción posteriores al terremoto. Se pronostica que el PIB real se estancará en el segundo semestre de 2012 y que crecerá aproximadamente 1% en el primer semestre de 2013. De ahí en adelante se prevé una mayor aceleración del crecimiento.
- Los fundamentos económicos siguen siendo sólidos en muchas economías que no han sufrido una crisis financiera, especialmente en muchas *economías de mercados emergentes y en desarrollo*. En esas economías, el fuerte crecimiento del empleo y el sólido nivel de consumo deberán seguir impulsando la demanda y, junto con una política macroeconómica más laxa, propiciar una inversión y un crecimiento saludables. Sin embargo, no se proyecta que las tasas de crecimiento retornen a los niveles previos a la crisis.
- En las *economías en desarrollo de Asia*, el crecimiento medio del PIB real será de 6.7% en 2012 y se pronostica que se acelerará a 7.25% en el segundo semestre de 2012. El principal responsable de esta aceleración será China, donde se prevé que la actividad se verá impulsada gracias a la aprobación más rápida de proyectos de infraestructura pública. Las perspectivas para India son inusualmente inciertas: para 2012 se proyecta un crecimiento del PIB real de 5%, con un crecimiento débil en el primer semestre y una continua

desaceleración de la inversión, pero gracias a mejoras de las condiciones externas y la confianza –ayudadas por diversas reformas anunciadas recientemente– se proyecta que el crecimiento del PIB real aumentará a alrededor de 6% en 2013.

- En *Oriente Medio y Norte de África*, la actividad en los países importadores de petróleo probablemente se verá frenada por la persistente incertidumbre relacionada con los procesos de transición política y económica tras la Primavera Árabe y por la debilidad de los términos de intercambio: el crecimiento del PIB real probablemente se desacelerará a alrededor de 1.25% en 2012 y repuntará moderadamente en 2013. Debido en gran medida a la recuperación en Libia, el ritmo general de crecimiento en los países exportadores de petróleo repuntará marcadamente en 2012, a más de 6.50%, para luego retornar a alrededor de 3.75% en 2013.
- Para *América Latina* se proyecta que el PIB real crecerá aproximadamente 3.25% en el segundo semestre de 2012. De ahí en adelante se prevé que se acelerará a 4.75% en el curso del segundo semestre de 2013. En el caso de Brasil, la aceleración proyectada es fuerte gracias a medidas fiscales focalizadas que buscan promover la demanda a corto plazo y a la aplicación de una política monetaria más laxa, incluidos recortes de la tasa de política monetaria equivalentes a 500 puntos básicos desde agosto de 2011. No se pronostica un repunte apreciable del ritmo de la actividad en otros países de la región.
- En las *economías de Europa central y oriental*, se prevé que la mejora de las condiciones financieras en las economías golpeadas por la crisis, una demanda algo más fuerte por parte de la zona del euro y el fin de un ciclo de auge y caída en Turquía produzcan un repunte del crecimiento a 4% a finales de 2013.

La *Comunidad de Estados Independientes* crecerá a un ritmo de 4.0% este año, y Rusia registrará un crecimiento de alrededor de 3.7 por ciento.

- Se prevé que *África subsahariana* seguirá creciendo vigorosamente, a un promedio superior a 5%. La mayoría de los países de la región están en un proceso de fuerte expansión, con la excepción de Sudáfrica, que se ha visto perjudicada por sus estrechos vínculos con Europa. Últimamente, algunos países importadores de alimentos en la región han sido afectados por el brusco aumento de los precios mundiales de unos pocos cultivos alimentarios importantes.

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/survey/so/2012/res100812as.pdf>

Para tener acceso a información relacionada visite:

<http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/texts.pdf>

<http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/sums.pdf>