

---

---

## 6. PERSPECTIVAS PARA 2011

---

---

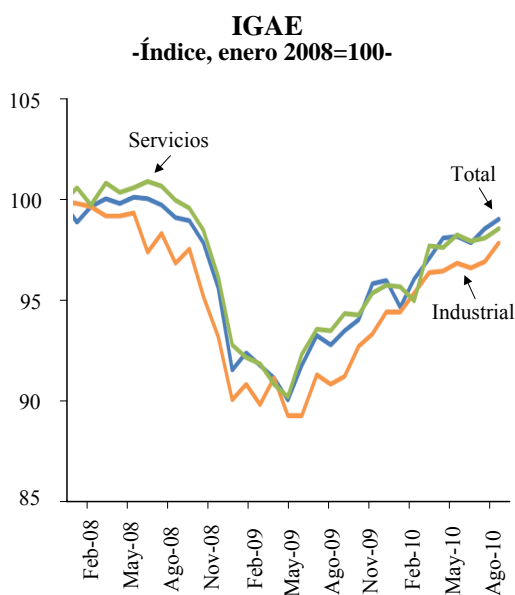
### Evolución económica reciente, perspectivas Económicas y paquete económico 2011 (SHCP)

El 10 de noviembre de 2010, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) presentó en la Cumbre Económica de *Bloomberg* el documento “Evolución económica reciente, perspectivas económicas y paquete económico 2011”, el cual se presenta a continuación.

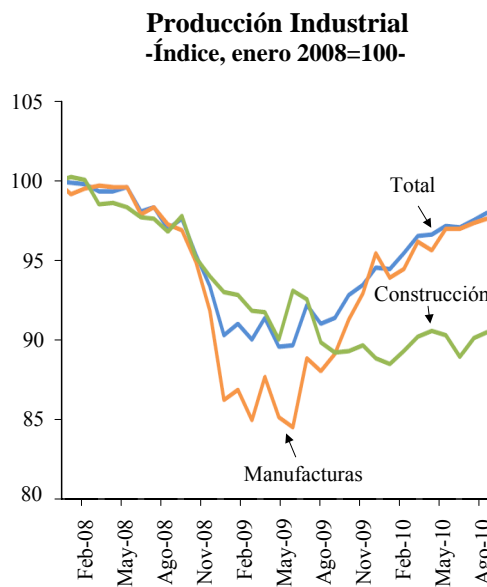
### Recuperación Económica

La actividad económica se ha recuperado impulsada tanto por la producción industrial como por los servicios.

Dentro de la producción industrial destaca el comportamiento de las manufacturas.

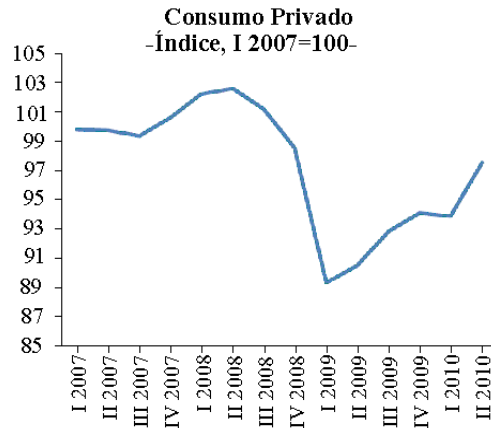


FUENTE: INEGI.

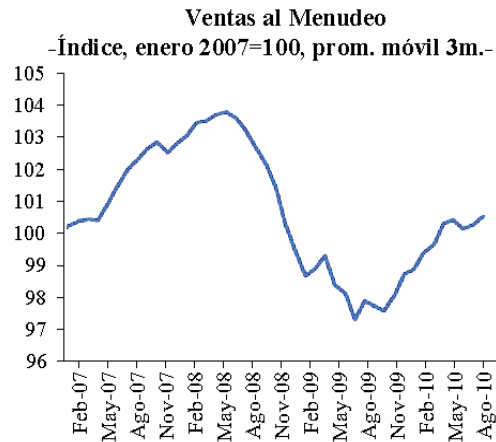


FUENTE: INEGI.

## Recuperación Económica: Mercado Interno



- Tanto el consumo privado total como Consumo las ventas al menudeo han repuntado de manera significativa desde el segundo semestre de 2009.

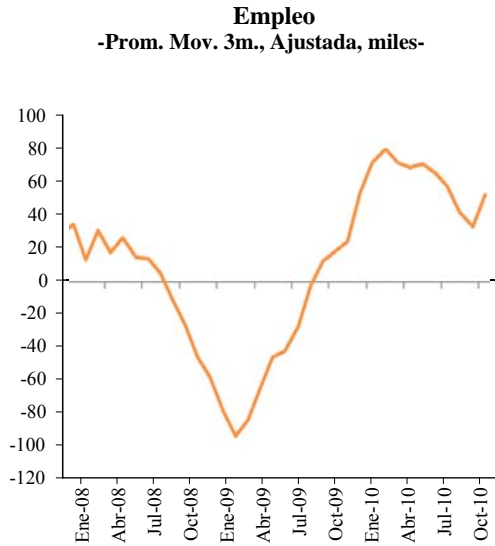


- Se prevé que continúen repuntando los indicadores.

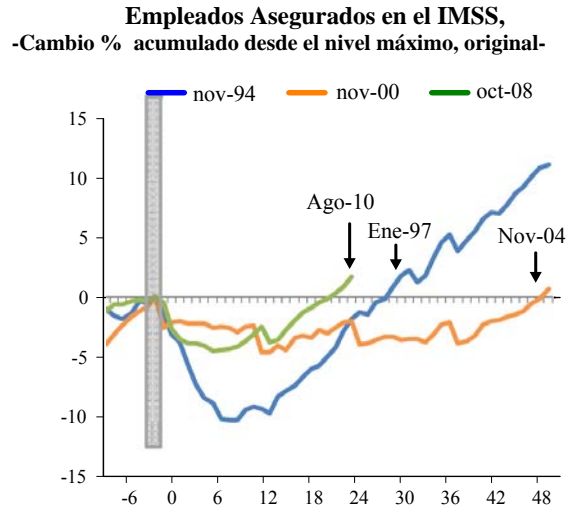
FUENTE: INEGI.

Continuó la expansión del empleo en octubre, alcanzando una generación de 850 mil 889 empleos en lo que va del año y de 751 mil respecto a octubre de 2009.

Se han resarcido los empleos que se perdieron durante la crisis.



FUENTE: IMSS.

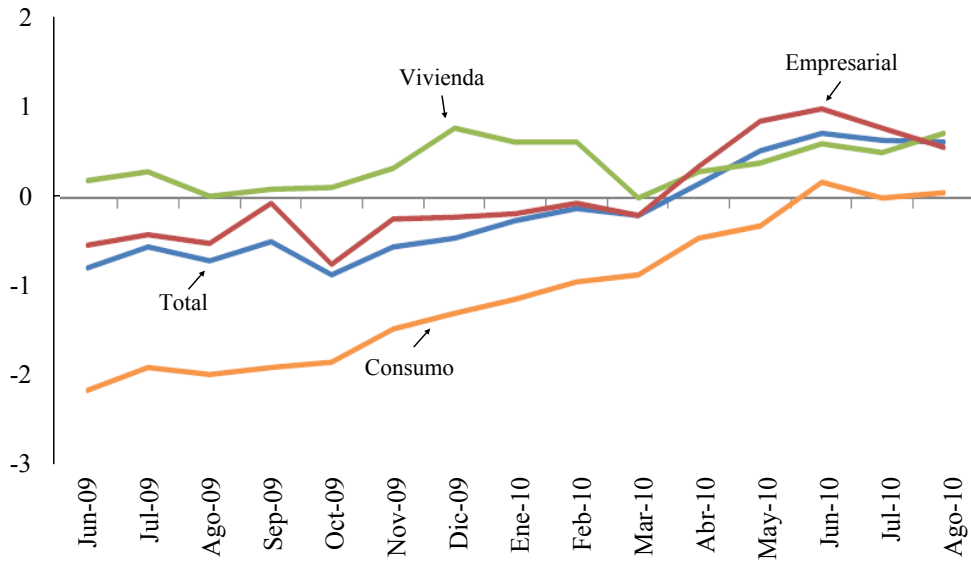


FUENTE: IMSS.

El sistema bancario mexicano es sólido y a partir del segundo trimestre de 2010 se observa un crecimiento mensual positivo en el crédito.

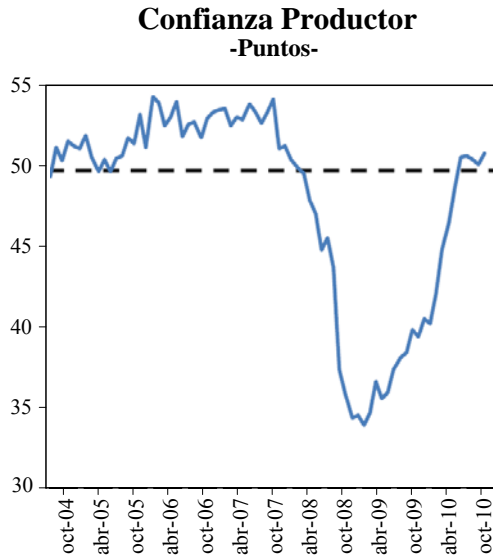
### CRÉDITO DE LA BANCA COMERCIAL Y BANCA DE DESARROLLO AL SECTOR PRIVADO

-Var. mensual, prom. móvil 3m, %-



FUENTE: Banxico.

El índice de confianza del productor presentó un incremento en octubre provocado principalmente por un ascenso en las perspectivas sobre la situación futura del país y de la empresa.



Componentes Índice de Confianza del productor
---

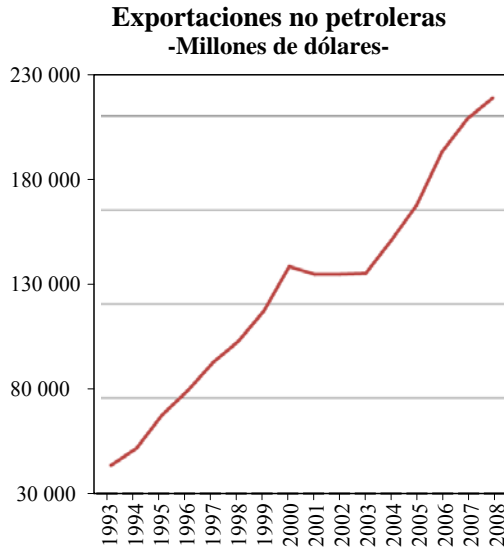
- |   |
|---|
| 1. Situación económica presente del país      |
| 2. Situación económica presente de la empresa |
| 3. Situación económica futura del país        |
| 4. Situación económica futura de la empresa   |
| 5. Momento adecuado para invertir             |

\* El nivel de 50 puntos representa el umbral entre optimismo y pesimismo.

FUENTE: INEGI.

### Recuperación Económica: Mercado Externo

- Las exportaciones no petroleras han incrementado en los últimos años como respuesta a las ventajas comparativas del país.



FUENTE: Banxico.

- México es el país más competitivo en manufacturas de autopartes (KPMG). Uno de cada 7 automóviles que circulan en Estados Unidos de Norteamérica es producido en México
- La industria aeroespacial mexicana ocupa el primer lugar en inversiones de manufactura en el mundo (Deloitte).
- México es el mayor productor del mundo en teléfonos inteligentes y el segundo mayor exportador de televisiones.
- México es el país con menor costo de manufacturas relativo a Estados Unidos de Norteamérica (Alix Partners).

## Perspectivas económicas

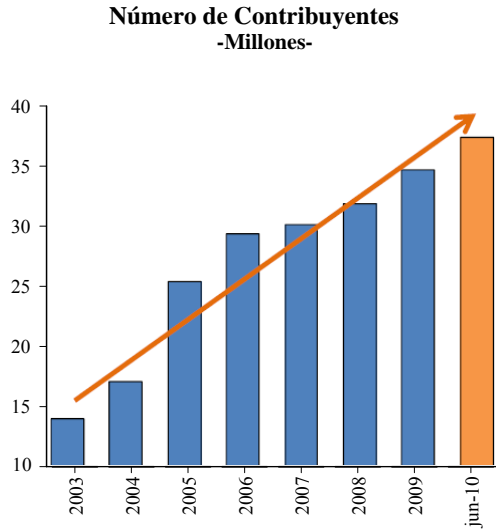
Varios organismos internacionales y analistas tiene pronósticos similares:

- La SHCP tiene un pronóstico de crecimiento de 4.8% del Producto Interno Bruto (PIB) para 2010.
- El Fondo Monetario Internacional (FMI) pronostica un crecimiento de 5% en 2010.
- Goldman Sachs, Barclays, Morgan Stanley tienen pronósticos para 2010 y 5% o mayores.

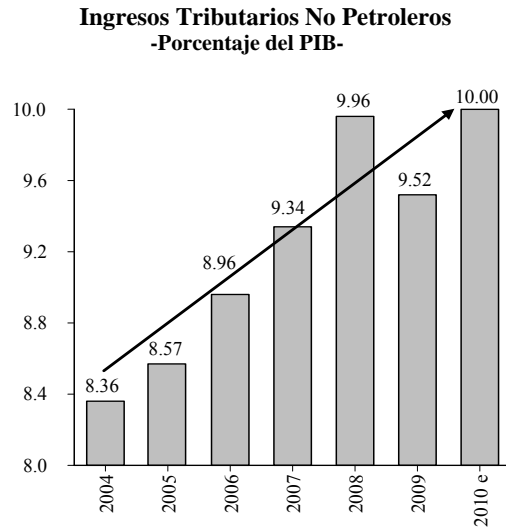
## Fundamentales de la economía

Se han hecho esfuerzos importantes para sustituir ingresos petroleros y fortalecer las finanzas públicas.

En los últimos años se ha avanzado en la ampliación de la base tributaria y en el incremento de ingresos tributarios.

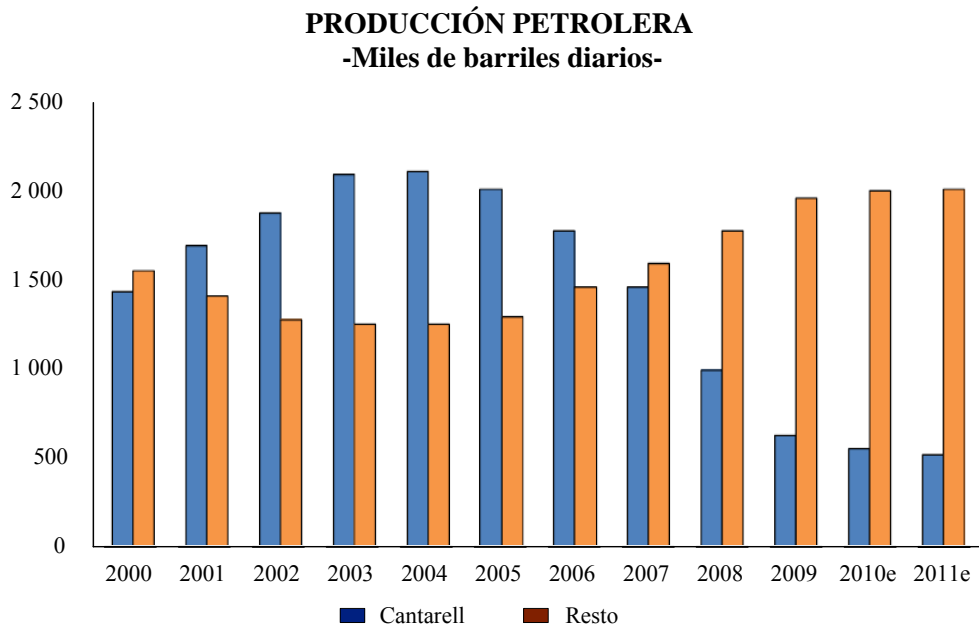


FUENTE: SAT.



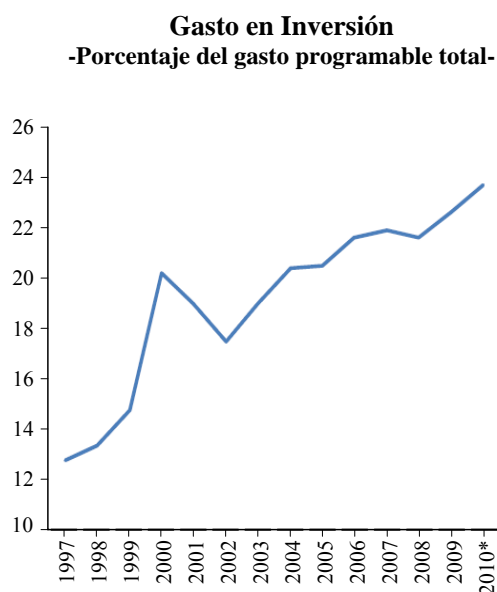
FUENTE: SHCP.

La producción petrolera se ha estabilizado en los últimos años.

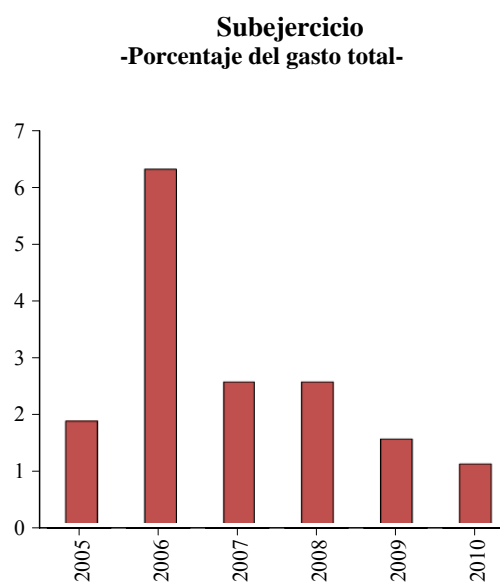


FUENTE: PEMEX.

En materia de gasto, se ha privilegiado la inversión, de forma que el gasto de inversión como porcentaje del total es significativamente más elevado que en años anteriores. Asimismo, el gasto se ha ejercido con mayor oportunidad.



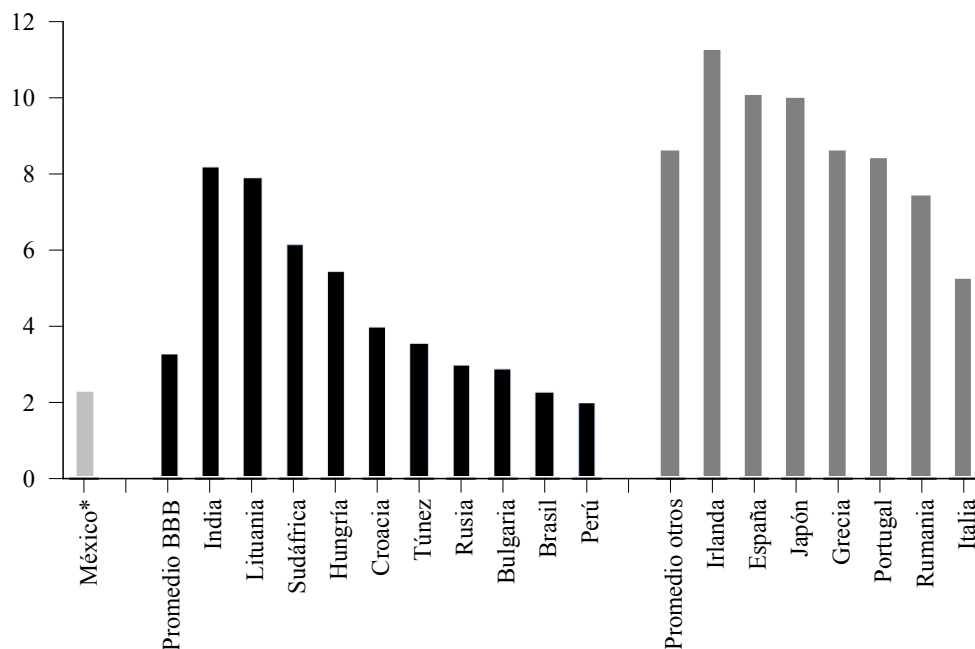
FUENTE: SHCP.



FUENTE: SHCP.

La disciplina económica ha permitido tener un déficit moderado y decreciente lo cual se refleja en los niveles de deuda pública.

### DÉFICIT DE GOBIERNO, 2010 -Porcentaje del PIB-



FUENTE: SHCP para México, S&P (Mayo 2010) para los demás.

El Gobierno Federal ha emitido bonos por 4 mil millones de dólares en instrumentos a 10, 30 y 100 años, 850 millones de euros a 7 años y 150 mil millones de yenes a 10 años.

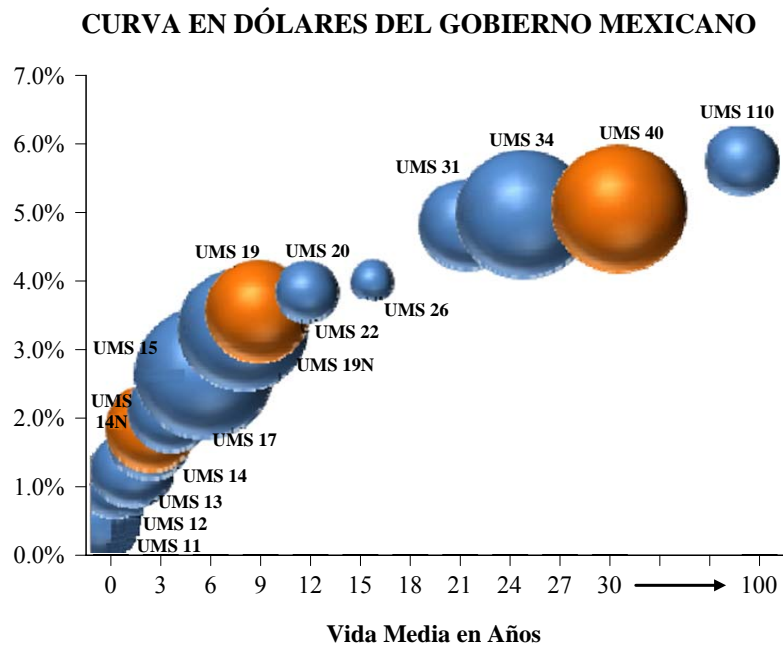
El refinamiento necesario para este año y el siguiente han sido cubiertos.

#### EMISIONES DEL GOBIERNO MEXICANO EN 2010

Fecha	Monto (mdd)	Años	Moneda	Rendimiento (%)
11 de Enero	1 000	10	Dólares	5.3
4 de Marzo	1 000	10	Dólares	5.0
6 de Abril	1 000	30	Dólares	6.2
8 de Julio	1 076	7	Euros	4.3
5 de octubre	1 000	100	Dólares	6.1
20 de octubre	1 800	10	Yenes	1.5
<b>TOTAL</b>	<b>6 876</b>			

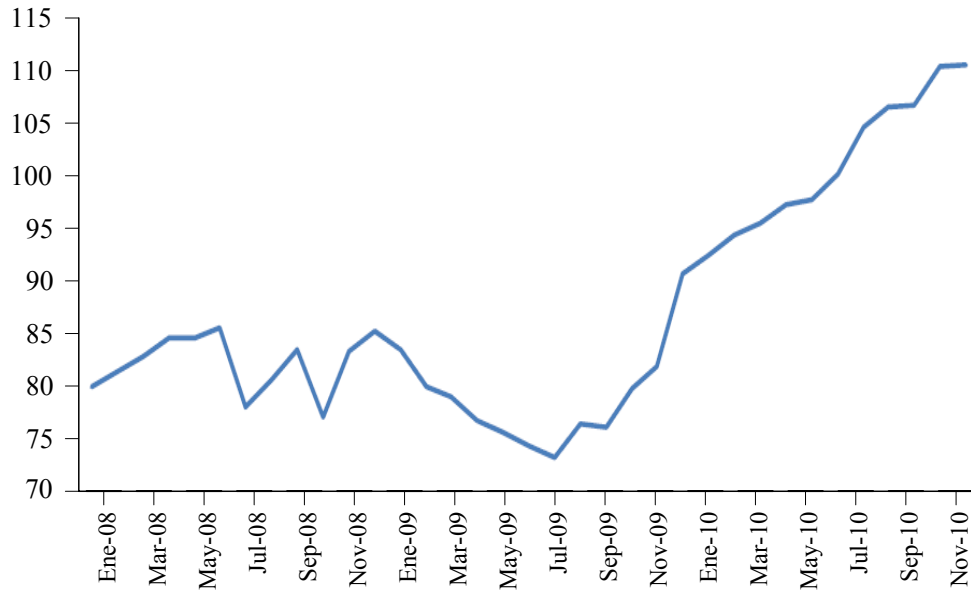
FUENTE: SHCP.





Las reservas internacionales al 5 de noviembre son de 110 938 millones de dólares.

### RESERVAS INTERNACIONALES -Miles de millones de dólares-

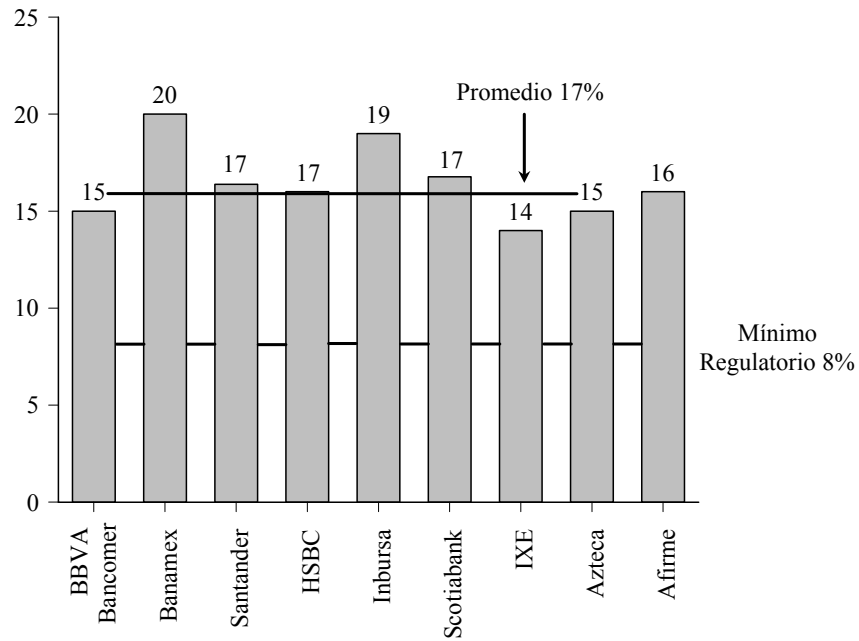


FUENTE: Banxico.

#### Retos: Sector Interno

Se pretende seguir con la expansión del crédito, la inversión y los apoyos de la banca de desarrollo para continuar el fortalecimiento de la demanda interna.

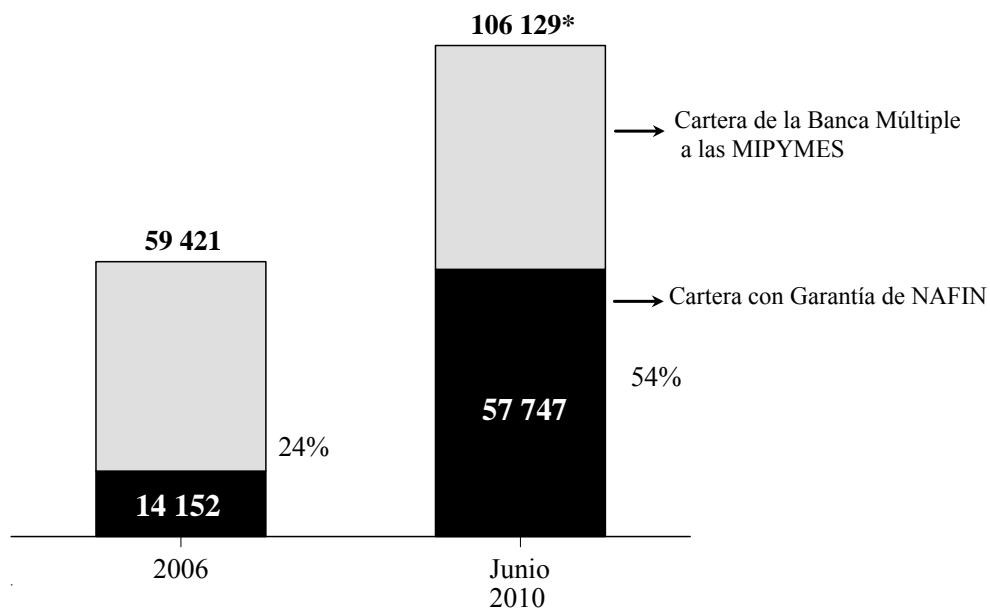
**ÍNDICE DE CAPITALIZACIÓN DE  
LA BANCA AGOSTO-2010  
-Porcentaje-**



FUENTE: Banxico.

De enero a junio de 2010, se incrementaron los recursos otorgados a MIPYMES en 103% real mientras que el número de empresas atendidas aumentó 15%, respecto al mismo período de 2007.

### Cartera de la Banca Múltiple a MIPYMES

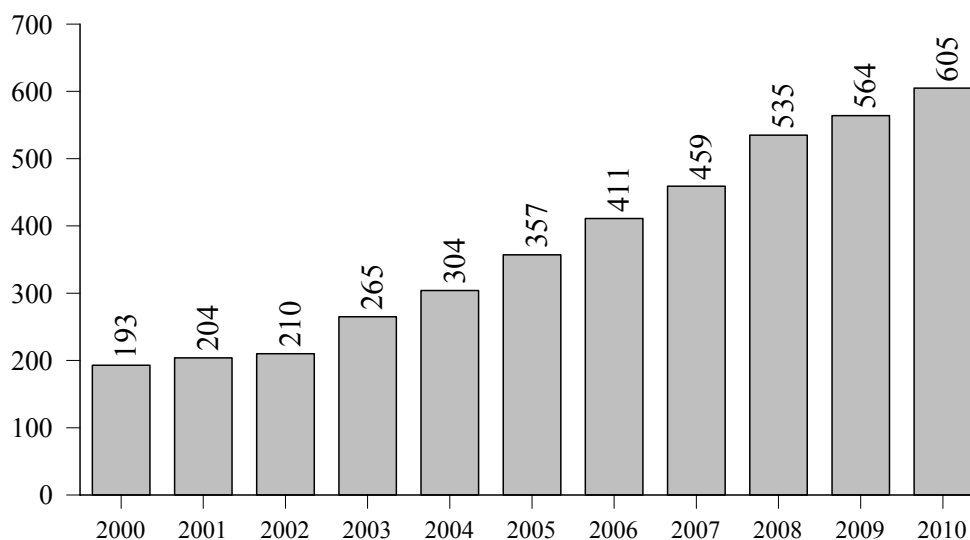


\*Dato a mayo 2010  
FUENTE: SHCP.

- Actualmente, el 54% del saldo de crédito de la banca múltiple a MIPYMES está cubierto con garantías de Nacional Financiera (NAFIN). En 2006, esta proporción era del 24 por ciento.

De 2000 a 2006, el promedio anual de inversión presupuestaria en infraestructura fue de 3.5% del PIB, mientras que de 2007 a 2010 será de 4.6 por ciento.

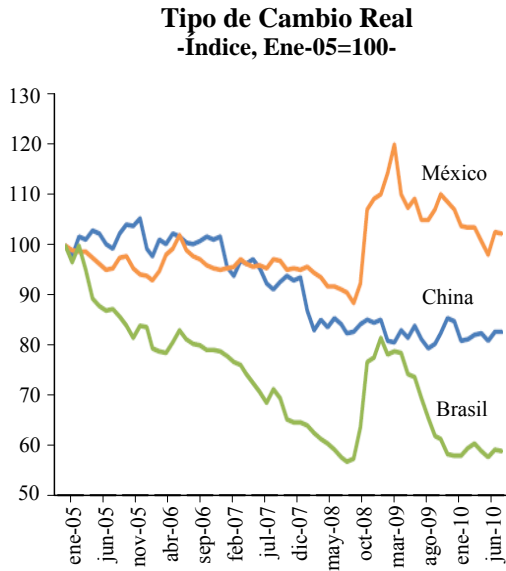
**INVERSIÓN IMPULSADA EN INFRAESTRUCTURA  
2000-2010  
-Miles de millones de pesos-**



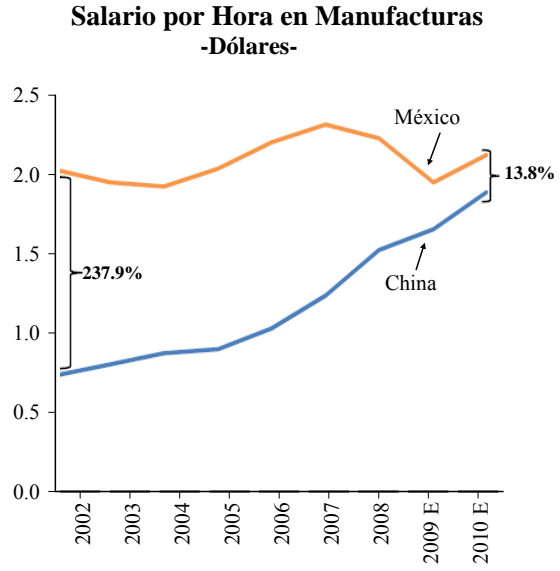
FUENTE: SHCP.

**Retos: Sector externo**

Además de la recuperación asociada al ciclo industrial mundial, las manufacturas mexicanas se beneficiarán de un tipo de cambio más competitivo.



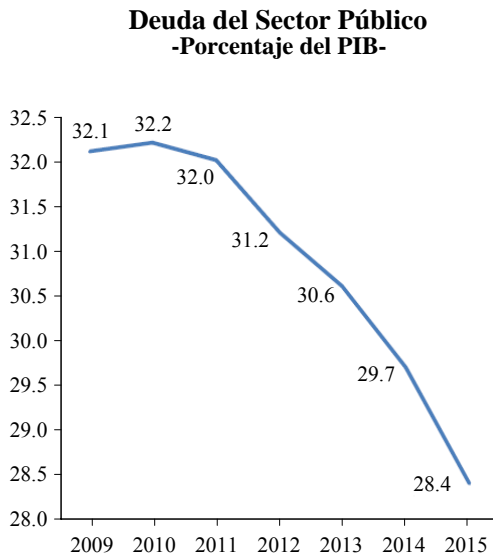
FUENTE: SHCP para México, S&P (Mayo 2010) para los demás.



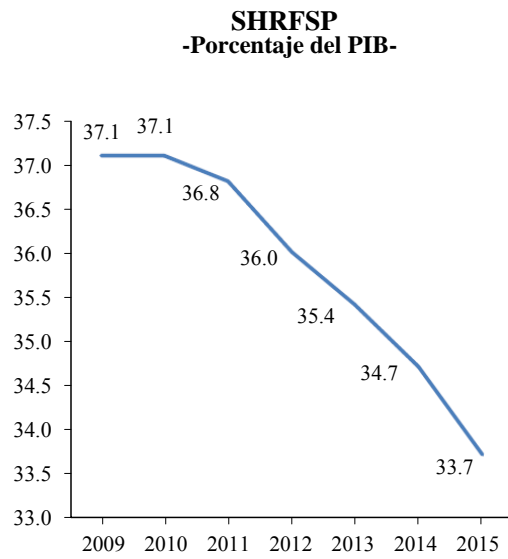
FUENTE: Organización Mundial del Trabajo.

## Retos: Equilibrio en Finanzas Públicas

- Mantener el equilibrio en las finanzas públicas.



FUENTE: SHCP.

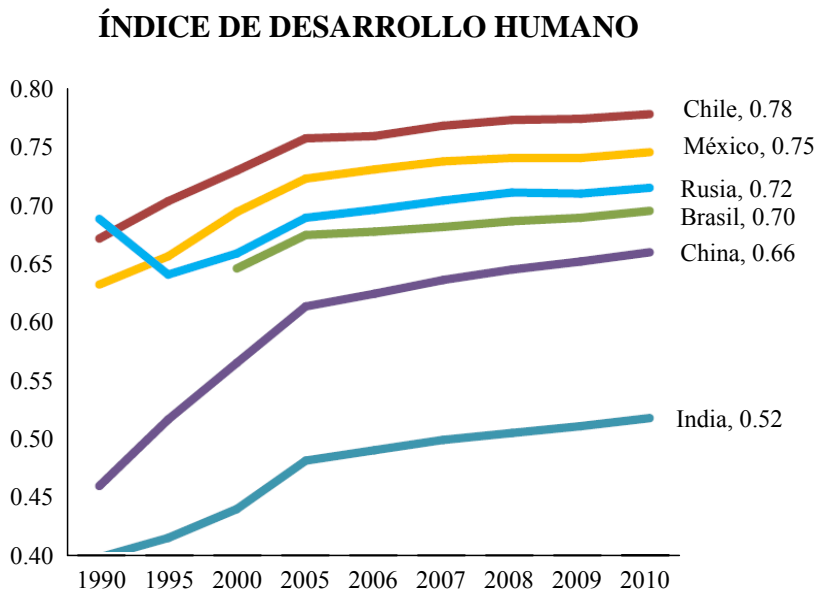


FUENTE: SHCP.

### Retos: Condiciones de Vida

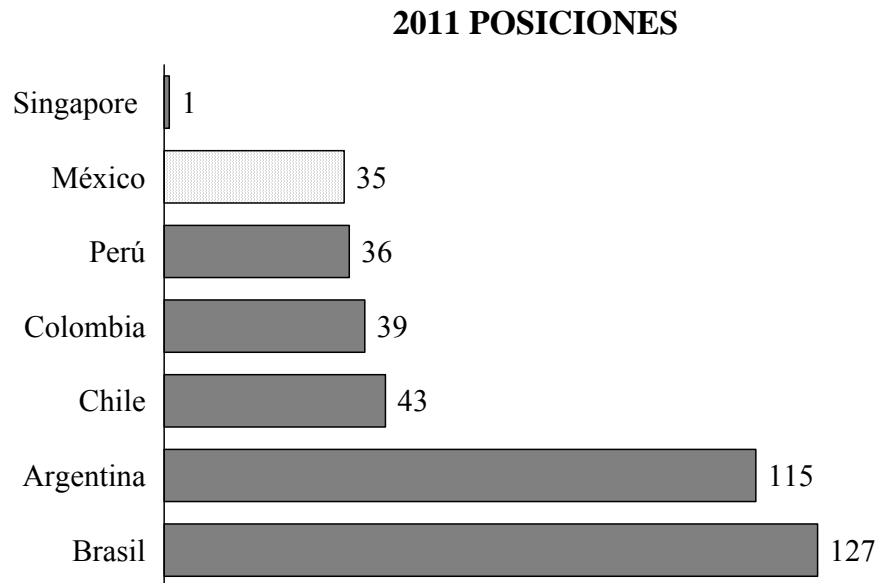
Continuar mejorando las condiciones de vida de los mexicanos.

El Índice de Desarrollo Humano mide educación, salud e ingreso per cápita.



FUENTE: Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, ONU.

## Resultados Doing Business 2011



FUENTE: Banco Mundial.

El ranking mide el comportamiento de los 183 países en las siguientes variables:

1.	Empezar un negocio
2.	Acceso a permisos de construcción
3.	Registro de propiedad
4.	Obtención de crédito
5.	Protección de inversionistas
6.	Pago de impuestos
7.	Comercialización entre fronteras
8.	Cumplimiento de contratos
9.	Cerrar un negocio

FUENTE: Doing Business 2011

México está posicionado como el mejor país en Latinoamérica para establecer un negocio.

**Fuente de información:**

[http://www.shcp.gob.mx/Documentos%20Recientes/eca\\_bloomberg\\_10112010.pdf](http://www.shcp.gob.mx/Documentos%20Recientes/eca_bloomberg_10112010.pdf)



## **Solicitan amplias reformas en Europa para reactivar el crecimiento (FMI)**

El 19 de noviembre de 2010, el Fondo Monetario Internacional (FMI) informó que su Titular hizo un llamado en Europa para poner en práctica reformas de gran alcance en un esfuerzo de colaboración para restablecer el crecimiento económico dinámico y duradero y salvaguardar el modelo social europeo.

“Europa tiene que romper las cadenas del bajo crecimiento, y dejar de conformarse con el segundo mejor”, aseveró en un discurso que ofreció en el Congreso Bancario Europeo en Frankfurt, Alemania. “Ésta es la única manera de salvar el modelo social y cumplir con el destino común europeo. Europa ha hecho bien las cosas antes, y debe hacer bien otra vez.”

El funcionario del fondo destacó una serie de ámbitos de acción, que van desde arreglar el sector financiero —donde dijo “seguramente debe ser lo primero”— hasta una “iniciativa de mercado único de trabajo” y un crecimiento de reequilibrado en Europa. Más fundamentalmente, sólo un enfoque de colaboración impulsado por el centro pueden forjar las reformas que se necesitan para garantizar estabilidad, crear empleos y asegurar el crecimiento a largo plazo” aseveró. “Cuando el programa se queda con los Estados miembros, las cosas se estancan. Es tiempo de cambiar el rumbo. El centro debe tomar la iniciativa en todos los ámbitos clave para alcanzar el destino común de la Unión, especialmente en materia de política financiera, económica y social. Los países deben estar dispuestos a ceder más autoridad al centro. Los mecanismos deben rediseñarse para incentivarles a llevar a cabo la reforma”, aseveró.

“La única respuesta es más cooperación y mayor integración”, afirmó. “En definitiva, debemos preservar los logros alcanzados por Europa. Ha llegado el momento de reforzar los fundamentos económicos de la Unión”.

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/spanish/np/sec/pr/2010/pr10446s.htm>

<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10446.htm>

### **Perspectivas de la Economía Mundial: Recuperación, Riesgo y Reequilibrio (FMI)**

El 6 de octubre de 2010, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó en Washington, D.C., el informe titulado *Perspectivas de la Economía Mundial: Recuperación, Riesgo y Reequilibrio*. A continuación se destaca el Resumen Ejecutivo y el Capítulo 1. Perspectivas y políticas mundiales.

#### **Resumen ejecutivo**

Hasta el momento, la recuperación económica está evolucionando, en general, tal como se esperaba, aunque los riesgos a la baja siguen siendo elevados. La mayoría de las economías avanzadas y unas pocas economías emergentes todavía enfrentan importantes ajustes. La recuperación en estas economías es lenta, y el elevado desempleo plantea considerables desafíos sociales. En cambio, muchas economías emergentes y en desarrollo están registrando nuevamente un crecimiento vigoroso porque no experimentaron grandes excesos financieros justo antes de la Gran Recesión. Para lograr una recuperación sólida y sostenida deberán emprenderse simultáneamente dos acciones: por un lado, un reequilibrio interno, orientado al fortalecimiento de la demanda privada en las economías avanzadas, que permita llevar a cabo la consolidación fiscal; por el otro, un reequilibrio externo, centrado en el aumento de las exportaciones netas en los países con déficit, como Estados Unidos de Norteamérica, y la reducción de las exportaciones netas en los países

con superávit, especialmente Asia emergente. Estas dos acciones están estrechamente interrelacionadas. Un aumento de las exportaciones netas en las economías avanzadas implica una mayor demanda y un mayor crecimiento, lo que proporciona un mayor margen para la consolidación fiscal. El fortalecimiento de la demanda interna ayuda a las economías de mercados emergentes a mantener el crecimiento frente a la reducción de sus exportaciones. Deberán aplicarse varias políticas para respaldar estas dos acciones. En las economías avanzadas, habrá que acelerar la recuperación y la reforma del sector financiero para facilitar una reactivación del crédito adecuada. Además, el ajuste fiscal debe comenzar seriamente en 2011. Se necesitan urgentemente planes específicos para reducir los futuros déficit presupuestarios a fin de crear un mayor margen de maniobra para la política fiscal. Si el crecimiento mundial llega a desacelerarse mucho más de lo esperado, los países con margen de maniobra fiscal pueden aplazar algunas de las medidas de consolidación fiscal programadas. Por otra parte, las principales economías emergentes deberán seguir desarrollando nuevas fuentes de crecimiento internas, respaldadas por una mayor flexibilidad del tipo de cambio.

### **Repunte de la actividad, pero retrocesos en la estabilidad financiera**

La recuperación económica siguió afianzándose durante el primer semestre de 2010. La actividad mundial creció a una tasa anual de alrededor de 5.25%, aproximadamente 0.5% por encima de lo previsto en la actualización de julio de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*. El fuerte aumento de la producción manufacturera y el comercio mundial obedeció al repunte de las existencias y, en los últimos meses, de la inversión fija. En muchas economías avanzadas el bajo nivel de confianza de los consumidores y la reducción de los ingresos y del patrimonio de los hogares están frenando el consumo. El crecimiento en estas economías alcanzó aproximadamente el 3.5% durante el primer semestre de 2010. Es un nivel bajo, teniendo en cuenta que estas economías están saliendo de una de

las recesiones más profundas desde la Segunda Guerra Mundial. La recuperación en estas economías seguirá siendo frágil mientras el repunte de la inversión empresarial no se traduzca en un mayor crecimiento del empleo. No obstante, el consumo de los hogares avanza a buen ritmo en muchas economías de mercados emergentes, en las que el crecimiento alcanzó casi 8% y la inversión está impulsando la creación de empleo. El ritmo de la recuperación varía mucho entre las distintas economías avanzadas y emergentes, cuestión que se analiza con detalle en el Capítulo 2.

Al mismo tiempo, la estabilidad financiera sufrió un importante retroceso, como se señala en la edición de octubre de 2010 del informe sobre la estabilidad financiera mundial *Global Financial Stability Report (GFSR)*, por sus siglas en inglés). La volatilidad de los mercados aumentó y se redujo la confianza de los inversionistas. Los precios de muchas bolsas cayeron, impulsados inicialmente por las acciones financieras y por los mercados europeos. Las ventas masivas de deuda soberana de las economías vulnerables de la zona del euro sacudieron los sistemas bancarios, provocando una crisis sistémica.

Esto aumentó la preocupación con respecto a la sostenibilidad de la recuperación y causó una caída de las acciones a nivel más general. Las primas de riesgo de los bonos corporativos se ampliaron, y en mayo las emisiones de estos bonos prácticamente se frenaron. La emisión en los mercados emergentes también registró una fuerte caída. Sin embargo, desde el comienzo del verano, las condiciones financieras han vuelto a mejorar. Los riesgos de cola se han reducido, gracias a la puesta en marcha de varias iniciativas de política europeas sin precedentes –el Programa del Mercado de Valores establecido por el Banco Central Europeo (BCE) y el Mecanismo de Estabilización Europeo (MSE) implementado por los gobiernos de la zona del euro- y la concentración del ajuste fiscal al comienzo del proceso. No obstante, persisten vulnerabilidades bancarias y

soberanas subyacentes que constituyen un desafío significativo en un contexto de continua preocupación por los riesgos que pesan sobre la recuperación mundial.

### **Cuestiones sobre el ritmo de la recuperación**

La recuperación mundial sigue siendo frágil porque aún no se han implementado las políticas necesarias para fomentar el reequilibrio interno de la demanda del ámbito público al privado y de las economías con déficit externos a las economías con superávit. Se proyecta una expansión del PIB mundial de 4.8% en 2010 y 4.2% en 2011, compatible, en términos generales, con los pronósticos anteriores, y siguen predominando los riesgos a la baja. Según las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*, el producto de las economías emergentes y en desarrollo crecerá a tasas de 7.1 y 6.4% en 2010 y 2011, respectivamente. En las economías avanzadas, sin embargo, se proyecta un crecimiento de solamente 2.7 y 2.2%, respectivamente, con una desaceleración considerable de algunas economías durante el segundo semestre de 2010 y el primer semestre de 2011. La capacidad ociosa seguirá siendo sustancial y el desempleo persistentemente elevado. Se proyecta que la inflación se mantendrá baja, en general, frente al continuo exceso de capacidad y las altas tasas de desempleo, con algunas excepciones en las economías emergentes. Predominan los riesgos a la baja sobre las perspectivas de crecimiento. No obstante, la probabilidad de que se produzca una fuerte desaceleración mundial, incluido un estancamiento o contracción en las economías avanzadas, sigue pareciendo baja.

### **Se necesitan políticas más proactivas**

Deben adoptarse políticas más proactivas para lograr el reequilibrio interno y externo necesario. La mayoría de las economías avanzadas y unas pocas economías emergentes todavía enfrentan importantes ajustes; entre ellos, la necesidad de reforzar los balances de los hogares, estabilizar y, seguidamente,

reducir los altos niveles de deuda pública, y sanear y reformar los sectores financieros. La política monetaria debería seguir siendo muy acomodaticia en la mayoría de las economías avanzadas y debería constituir la primera línea de defensa frente a un debilitamiento de la actividad mayor de lo esperado a medida que se reduzca el apoyo proporcionado por la política fiscal. Con tasas de política próximas a cero en las principales economías avanzadas, las autoridades de política monetaria tal vez deban recurrir a la aplicación de nuevas medidas no convencionales si la demanda privada se debilita inesperadamente a medida que disminuye el apoyo fiscal.

El ajuste fiscal debe comenzar en 2011. Si el crecimiento mundial llega a desacelerarse mucho más de lo esperado, los países con margen de maniobra fiscal pueden aplazar algunas de las medidas de consolidación fiscal programadas. Una de las tareas más urgentes para las economías avanzadas es establecer planes que ayuden a lograr una situación fiscal sostenible antes del final de la década. Esta tarea ahora es más urgente que hace seis meses a fin de crear un mayor margen de maniobra para la política fiscal, dada la persistente volatilidad de los mercados de deuda soberana. Este margen podría ser necesario porque la política monetaria por sí sola quizá no pueda proporcionar el apoyo suficiente para hacer frente a una desaceleración de la actividad mucho más pronunciada de lo previsto.

El endurecimiento de la política fiscal probablemente resultará contractivo para la mayoría de las economías, aunque es difícil determinar en qué grado. El análisis de episodios anteriores de consolidación fiscal presentado en el Capítulo 3 parece indicar que la consolidación fiscal en las economías avanzadas tiende a reducir el crecimiento a corto plazo. La aplicación de planes de consolidación fiscal a mediano plazo creíbles y que favorezcan el crecimiento –que actualmente no son muy comunes en las economías avanzadas- ayudaría a limitar el impacto deflacionario de la consolidación sobre la demanda privada a corto plazo. Estos

planes deberían incluir medidas que reformen los principales programas de gasto de rápido crecimiento, especialmente las prestaciones, y reformas tributarias que fomenten la producción, más que el consumo.

La aplicación de políticas y prácticas más eficaces en el sector financiero de las economías avanzadas es esencial para fortalecer la capacidad de resistencia de la recuperación frente a los shocks y respaldar la demanda privada a mediano plazo. Los avances en este frente han sido muy lentos. Las dificultades aparentemente aisladas en unos pocos sectores pueden tener fuertes efectos secundarios a través de vinculaciones financieras complejas y del deterioro de la confianza, ya frágil. Según se explica en la edición de octubre de 2010 de *GFSR*, el insuficiente avance para corregir los problemas heredados de la crisis ha dejado vulnerables a los sistemas en las economías avanzadas. Si no se resuelven, reestructuran o consolidan con rapidez los bancos debilitados y se reconstituyen los mercados mayoristas, se planteará la necesidad de seguir proporcionando respaldo fiscal y de mantener bajas las tasas de interés para apuntalar la recuperación, lo que puede acarrear otros problemas, incluidos los efectos de contagio en las economías emergentes. A nivel más general, las autoridades económicas deben continuar aclarando y especificando la reforma regulatoria, basándose en las mejoras propuestas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Esto ayudaría a las instituciones y mercados financieros a brindar más apoyo, sobre una base más firme, para el consumo y la inversión, que son esenciales para un crecimiento sólido y duradero.

La aplicación de políticas estructurales orientadas a reforzar el crecimiento a mediano plazo también contribuirá a apuntalar la normalización necesaria de las políticas macroeconómicas en las economías avanzadas. Si bien para aumentar el empleo son esenciales las políticas macroeconómicas acomodaticias y el saneamiento y reforma del sector financiero, en varias economías, a mediano plazo

es posible promover el crecimiento y la creación de empleo, y reducir el alto desempleo, mediante políticas relativas a los mercados de trabajo. Por medio de reformas complementarias de los mercados de productos y servicios podrían reforzarse los efectos en el empleo, al fomentar la demanda de trabajo y mejorar los salarios reales a través de una mayor competencia y la reducción de los márgenes de ganancia sobre los precios.

Muchas economías emergentes vuelven a registrar altas tasas de crecimiento, pero siguen dependiendo considerablemente de la demanda de las economías avanzadas. El Capítulo 4 deja claro que la demanda de importaciones por parte de las economías avanzadas continuará situándose por debajo de las tendencias previas a la crisis, dada la fuerte proporción de los bienes duraderos de consumo y los bienes de inversión en el comercio. Por lo tanto, las economías emergentes que dependían mucho de la demanda proveniente de estas economías avanzadas tendrán que concentrarse más en las fuentes internas de crecimiento para lograr tasas de crecimiento similares a las registradas antes de la crisis, lo que ayudará al reequilibrio externo necesario. En las economías con excesivos superávit externos, principalmente las de Asia emergente, el endurecimiento de la política fiscal debe quedar relegado a segundo plano con respecto a la restricción monetaria y al ajuste cambiario. La eliminación de las distorsiones que favorecen el alto nivel de las tasas de ahorro de los hogares y las empresas y desalientan la inversión en sectores de bienes no transables facilitaría el reequilibrio del crecimiento impulsado por fuerzas internas. Este reequilibrio requerirá una mayor desregulación y reforma de los sectores financieros y del gobierno corporativo, y el fortalecimiento de las redes de protección social en las economías clave de Asia. En muchas otras economías emergentes, el endurecimiento de la política fiscal puede comenzar inmediatamente, ya que la recuperación de la demanda interna está bien encaminada o la deuda pública es relativamente elevada. En varias economías



emergentes, el aumento de la inflación o el elevado crecimiento del crédito también aconsejan establecer condiciones monetarias más restrictivas.

Muchas economías emergentes y en desarrollo ya han concluido con éxito la reforma de primera generación que mejoró sus marcos de política macroeconómica, fortaleciendo su capacidad de resistencia a shocks macroeconómicos. Sin embargo, a fin de afianzar o incrementar su potencial de crecimiento y de empleo, sería útil que los esfuerzos se centraran en simplificar la regulación de los mercados de productos y de servicios, desarrollar el capital humano y crear la infraestructura fundamental. Estas reformas también ayudarían a absorber los crecientes flujos de capital en forma productiva, lo que aceleraría la convergencia de los ingresos mundiales y el reequilibrio externo. Como se subraya en el Capítulo 1 y en la edición de octubre de 2010 del informe *GFSR*, cabe esperar que estos flujos aumenten a mediano plazo, a medida que mejora el desempeño económico de las economías emergentes en relación con el de las economías avanzadas, los rendimientos de las economías avanzadas siguen siendo bajos durante algún tiempo y los inversionistas institucionales de las economías avanzadas continúan diversificando sus exposiciones.

Se necesitarán medidas de política contundentes y coordinadas entre todos los países para limitar las repercusiones de la Gran Recesión. Los datos históricos parecen indicar que, en general, los países afectados por crisis financieras sufren pérdidas permanentes del producto en relación con las tendencias previas a la crisis. No obstante, los resultados observados después de cada crisis varían mucho y dependen de la solidez de las medidas de política aplicadas. Hasta el momento se ha avanzado mucho a través de la coordinación de las medidas de política para aliviar las tensiones de liquidez y restablecer la confianza, lo que ha sido esencial para el repunte de la actividad. De cara al futuro, las autoridades económicas enfrentan el desafío de poner en práctica, de manera coordinada, un conjunto de

políticas que respalden los ajustes fundamentales necesarios para volver a un crecimiento sólido a mediano plazo.

## **Capítulo 1. Perspectivas y políticas mundiales**

Hasta el momento, la recuperación económica está evolucionando, en general, tal como se esperaba, aunque los riesgos a la baja siguen siendo elevados. La mayoría de las economías avanzadas y unas pocas economías emergentes todavía enfrentan importantes ajustes, entre ellos, la necesidad de reforzar los balances de los hogares, estabilizar y, seguidamente, reducir los altos niveles de deuda pública, y reparar y reformar sus sectores financieros. En muchas de estas economías, el sector financiero sigue siendo vulnerable a los shocks, y el crecimiento parece estar desacelerándose en un momento en que se están retirando las políticas de estímulo. En cambio, en las economías emergentes y en desarrollo, la implementación de políticas prudentes, en parte en respuesta a crisis anteriores, ha contribuido a mejorar significativamente las perspectivas de crecimiento a mediano plazo, lo que contrasta con lo ocurrido después de recesiones mundiales anteriores. No obstante, la actividad en estas economías, especialmente en Asia emergente, sigue dependiendo de la demanda de las economías avanzadas. En este contexto, las proyecciones actuales apuntan a una expansión de la actividad mundial de 4.8% en 2010 y 4.2% en 2011, con una desaceleración temporal durante el segundo semestre de 2010 y el primer semestre de 2011. Según las proyecciones, el producto de las economías emergentes y en desarrollo crecerá a tasas de 7.1 y 6.4% en 2010 y 2011, respectivamente. En las economías avanzadas, sin embargo, se proyecta un crecimiento de solamente 2.7 y 2.2%, respectivamente. Predominan los riesgos a la baja sobre las perspectivas. Para lograr una recuperación sólida y sostenida deberán emprenderse dos acciones al mismo tiempo: un reequilibrio interno, orientado al fortalecimiento de la demanda privada en las economías avanzadas, que permita llevar a cabo la consolidación

fiscal; y un reequilibrio externo, centrado en el aumento de las exportaciones netas en los países con déficit y la reducción de las exportaciones netas en los países con superávit, especialmente Asia emergente. Estas dos acciones están estrechamente interrelacionadas. Un aumento de las exportaciones netas en las economías avanzadas implica una mayor demanda y un mayor crecimiento, lo que proporciona un mayor margen para la consolidación fiscal. Deberán aplicarse varias políticas para respaldar estas dos acciones. En las economías avanzadas, deberán acelerarse la recuperación y la reforma del sector financiero para facilitar una reactivación del crédito adecuada. Además, el ajuste fiscal debe comenzar seriamente en 2011. Se necesitan urgentemente planes específicos para reducir los futuros déficit presupuestarios a fin de crear un mayor margen de maniobra para la política fiscal. Si el crecimiento mundial llega a desacelerarse mucho más de lo esperado, los países con margen de maniobra fiscal pueden aplazar algunas de las medidas de consolidación fiscal programadas. Por otra parte, las principales economías emergentes deberán seguir desarrollando nuevas fuentes de crecimiento internas, respaldadas por una mayor flexibilidad del tipo de cambio.

### **Repunte de la actividad pero retrocesos en la estabilidad financiera**

La recuperación económica siguió afianzándose durante el primer semestre de 2010, pero la estabilidad financiera mundial sufrió un importante retroceso debido a la turbulencia registrada en los mercados de deuda soberana en el segundo trimestre de 2010. El alcance de la recuperación económica varía mucho de una región a otra, con Asia a la cabeza. Estados Unidos de Norteamérica y Japón experimentaron una notable desaceleración durante el segundo trimestre de 2010, mientras que el crecimiento se aceleró en Europa y se mantuvo vigoroso en las economías emergentes y en desarrollo. Las condiciones financieras han comenzado a normalizarse, pero las instituciones y los mercados siguen siendo frágiles. En

general, la volatilidad en los mercados financieros, cambiarios y de materias primas sigue siendo elevada.

### **Mayor dinamismo a lo largo del primer semestre de 2010**

La economía mundial creció a una tasa anual de alrededor de 5.25% durante el primer semestre de 2010 –aproximadamente 0.5% por encima de lo previsto en la actualización de julio de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial* (véase el cuadro siguiente). La producción industrial mundial creció a tasas de aproximadamente 15%, y el comercio mundial se recuperó a tasas superiores al 40% durante este período (véase el gráfico siguiente). Este fuerte aumento obedece al repunte de las existencias y, en los últimos meses, de la inversión fija, lo que es un buen augurio, en particular en el caso de esta última, para la continua recuperación de la actividad mundial. Los índices de confianza en el sector manufacturero han retornado a los niveles observados antes de la crisis, y el empleo en las economías avanzadas registra un aumento moderado. El gasto de los hogares avanza a buen ritmo en las economías de mercados emergentes, pero en las economías avanzadas el bajo nivel de confianza de los consumidores, los altos niveles de desempleo, el estancamiento de los ingresos y la reducción del patrimonio de los hogares frenan el consumo. En el Capítulo 2 se analiza con más detalle la evolución regional.

## PANORAMA DE LAS PROYECCIONES DE PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

-Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario-

	Interanual						T4 a T4		
	2008	2009	Proyecciones		Diferencia con las proyecciones de julio de 2010		Estimaciones 2009	Proyecciones	
			2010	2011	2010	2011		2010	2011
<b>Producto mundial<sup>1/</sup></b>	<b>2.8</b>	<b>-0.6</b>	<b>4.8</b>	<b>4.2</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.1</b>	<b>2.0</b>	<b>4.3</b>	<b>4.4</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>0.2</b>	<b>-3.2</b>	<b>2.7</b>	<b>2.2</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>
Estados Unidos de Norteamérica	0.0	-2.6	2.6	2.3	-0.7	-0.6	0.2	2.2	2.7
Zona del euro	0.5	-4.1	1.7	1.5	0.7	0.2	-2.0	1.9	1.4
Alemania	1.0	-4.7	3.3	2.0	1.9	0.4	-2.0	3.9	1.2
Francia	0.1	-2.5	1.6	1.6	0.2	0.0	-0.5	1.7	1.6
Italia	-1.3	-5.0	1.0	1.0	0.1	-0.1	-2.8	1.3	1.1
España	0.9	-3.7	-0.3	0.7	0.1	0.1	-3.0	0.1	1.4
Japón	-1.2	-5.2	2.8	1.5	0.4	-0.3	-1.4	1.9	2.1
Reino Unido	-0.1	-4.9	1.7	2.0	0.5	-0.1	-2.9	2.8	1.6
Canadá	0.5	-2.5	3.1	2.7	-0.5	-0.1	-1.1	3.1	2.9
Otras economías avanzadas	1.7	-1.2	5.4	3.7	0.8	-0.0	3.2	4.2	4.7
Economías asiáticas recientemente industrializadas	1.8	-0.9	7.8	4.5	1.1	-0.2	6.1	5.2	6.6
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo<sup>2/</sup></b>	<b>6.0</b>	<b>2.5</b>	<b>7.1</b>	<b>6.4</b>	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>5.6</b>	<b>7.0</b>	<b>7.0</b>
África subsahariana	5.5	2.6	5.0	5.5	0.0	-0.4	..	..	..
América Latina y el Caribe	4.3	-1.7	5.7	4.0	0.9	0.0	1.4	4.8	4.4
Brasil	5.1	-0.2	7.5	4.1	0.4	-0.1	4.4	5.6	4.5
México	1.5	-6.5	5.0	3.9	0.5	-0.5	-2.3	3.1	4.5
Comunidad de Estados Independientes	5.3	-6.5	4.3	4.6	0.0	0.3	-3.2	3.3	5.0
Rusia	5.2	-7.9	4.0	4.3	-0.3	0.2	-2.9	3.2	5.0
Excluido Rusia	5.4	-3.2	5.3	5.2	0.9	0.5	..	..	..
Economías en desarrollo de Asia	7.7	6.9	9.4	8.4	0.2	-0.1	9.5	9.1	8.7
China	9.6	9.1	10.5	9.6	0.0	0.0	11.4	9.9	9.6
India	6.4	5.7	9.7	8.4	0.3	0.0	7.3	10.3	7.9
ASEAN-5 <sup>3/</sup>	4.7	1.7	6.6	5.4	0.2	-0.1	5.1	5.0	6.8
Europa central y oriental	3.0	-3.6	3.7	3.1	0.5	-0.3	1.8	2.9	4.3
Oriente Medio y Norte de África	5.0	2.0	4.1	5.1	-0.4	0.2	..	..	..
<i>Partidas Informativas</i>									
Unión Europea	0.8	-4.1	1.7	1.7	0.7	0.1	-2.1	2.1	1.7
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	1.6	-2.0	3.7	3.3	0.1	-0.1	..	..	..
<b>Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)</b>	<b>2.9</b>	<b>-11.0</b>	<b>11.4</b>	<b>7.0</b>	<b>2.4</b>	<b>0.7</b>	<b>..</b>	<b>..</b>	<b>..</b>
Importaciones									
Economías avanzadas	0.4	-12.7	10.1	5.2	2.9	0.6	..	..	..
Economías emergentes y en desarrollo	9.0	-8.2	14.3	9.9	1.8	0.6	..	..	..
Exportaciones									
Economías avanzadas	1.9	-12.4	11.0	6.0	2.8	1.0	..	..	..
Economías emergentes y en desarrollo	4.6	-7.8	11.9	9.1	1.4	0.1	..	..	..
<b>Precios de las materias primas (dólares estadounidenses)</b>									
Petróleo <sup>4/</sup>	36.4	-36.3	23.3	3.3	1.5	0.3	..	..	..
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	7.5	-18.7	16.8	-2.0	-1.3	-0.6	..	..	..
<b>Precios al consumidor</b>									
Economías avanzadas	3.4	0.1	1.4	1.3	0.0	0.0	0.8	1.1	1.6
Economías emergentes y en desarrollo <sup>2/</sup>	9.2	5.2	6.2	5.2	-0.1	0.2	4.8	5.9	4.4
<b>Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)<sup>5/</sup></b>									
Sobre los depósitos en dólares estadounidenses	3.0	1.1	0.6	0.8	0.0	-0.1	..	..	..
Sobre los depósitos en euros	4.6	1.2	0.8	1.0	0.0	-0.2	..	..	..
Sobre los depósitos en yenes japoneses	1.0	0.7	0.6	0.4	0.1	-0.2	..	..	..

Nota: Se parte del supuesto de que los tipos de cambio efectivos reales se mantienen constantes a los niveles vigentes entre el 4 de agosto y el 1 de septiembre de 2010. Se revisaron las ponderaciones de los países utilizadas para calcular las tasas de crecimiento agregado de los grupos de países. En los casos en que los países no se enumeran en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de la economía. Los datos trimestrales agregados se han ajustado estacionalmente.

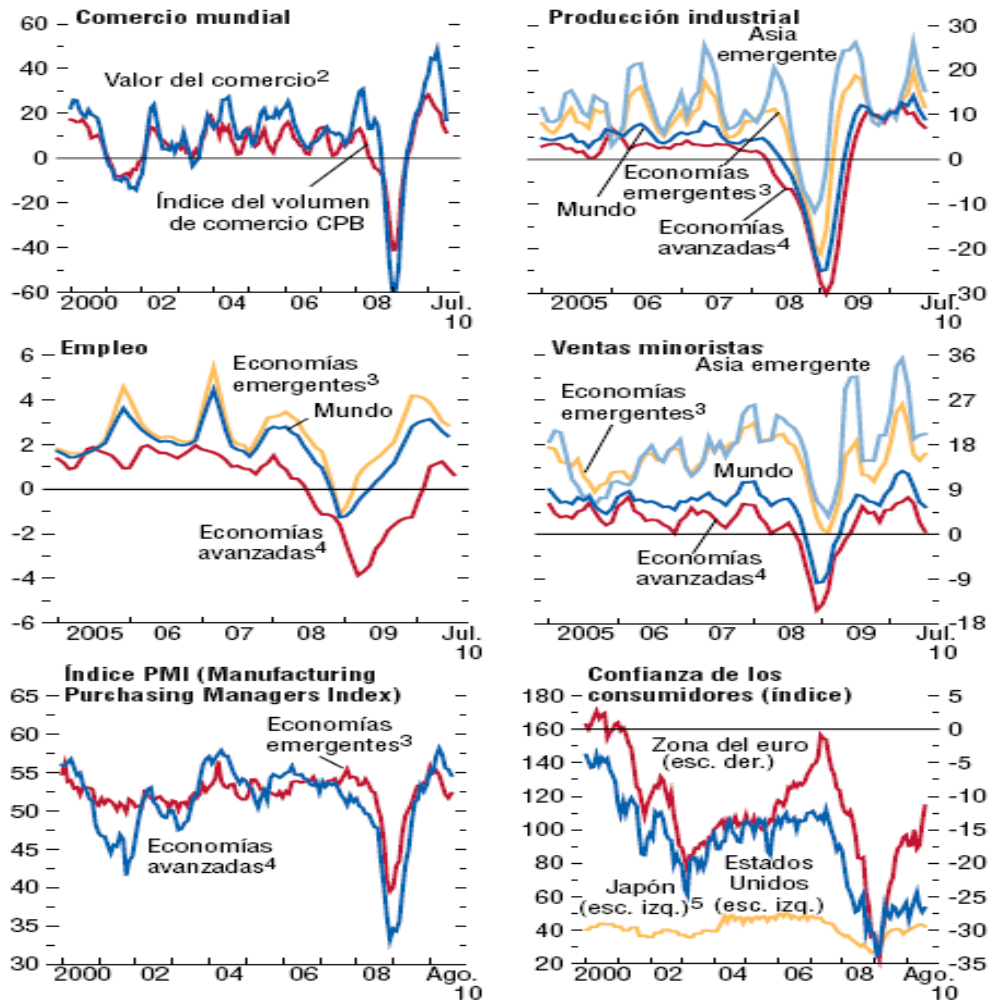
- Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan el 90% de las ponderaciones mundiales ajustadas según la paridad del poder adquisitivo.
- Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan aproximadamente el 78% de las economías emergentes y en desarrollo.
- Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.
- Promedio simple de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate. El precio promedio del petróleo fue 61.78 en 2009; el precio supuesto con base en los mercados de futuros es 76.20 en 2010 y 78.75 en 2011.
- Tasa a seis meses para Estados Unidos y de Norteamérica Japón, y a tres meses para la zona del euro.

FUENTE: Índice del volumen de comercio CPB; CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; demás indicadores: Haver Analytics, NTC Economics, y cálculos del personal técnico del FMI.

## INDICADORES CORRIENTES Y ANTICIPADOS<sup>1/</sup>

-Variación porcentual anualizada entre promedios móviles de tres meses sucesivos, salvo indicación en contrario-

El comercio mundial y la producción industrial siguen repuntando, y el empleo está creciendo nuevamente en las economías avanzadas. Las ventas minoristas se están recuperando y están aumentando vigorosamente en las economías emergentes, pero continúan rezagadas en las economías avanzadas, debido al nivel aún bajo de la confianza de los consumidores. En los últimos meses, la confianza empresarial se ha contraído, pero se mantiene en niveles congruentes con una nueva expansión.



<sup>1/</sup> Las agregaciones regionales no incluyen todas las economías. Los datos referidos a algunas economías son datos mensuales interpolados de las series trimestrales.

<sup>2/</sup> En Derechos Especiales de Giro (DEG).

<sup>3/</sup> Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Estonia, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Letonia, Lituania, Malasia, México, Pakistán, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela.

<sup>4/</sup> Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos de Norteamérica, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, la República Checa, Singapur, Suecia, Suiza y la zona del euro.

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

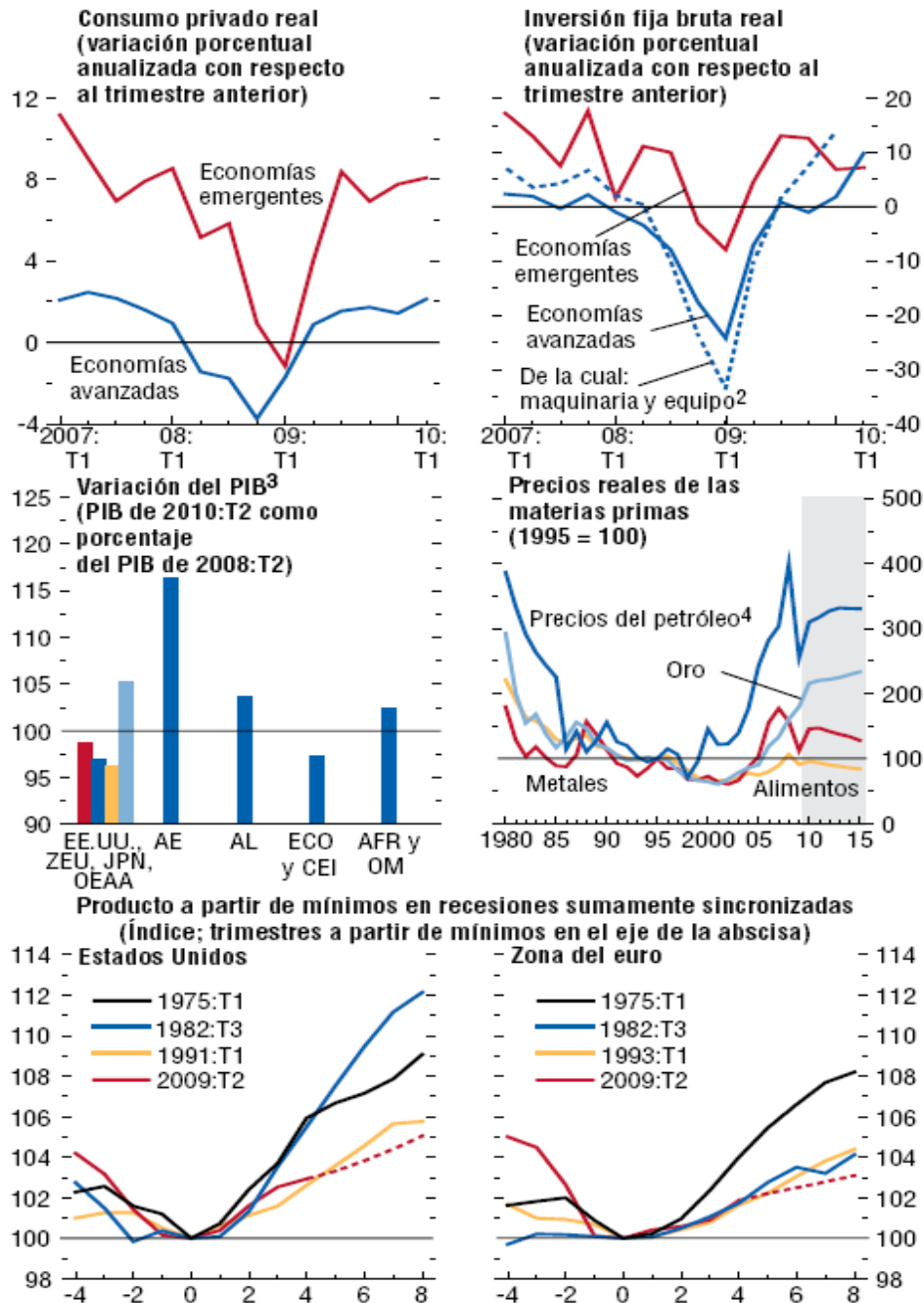
FUENTE: Índice del volumen de comercio CPB: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; demás indicadores: Haver Analytics, NTC Economics, y cálculos del personal técnico del FMI.

El crecimiento en las economías avanzadas alcanzó aproximadamente el 3.5% durante el primer semestre de 2010. Es un nivel bajo, teniendo en cuenta que estas economías están saliendo de una de las recesiones más profundas desde la Segunda Guerra Mundial. Pueden distinguirse tres grupos principales (véase el gráfico siguiente):

### **INDICADORES MUNDIALES<sup>1/</sup>**

-Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario-

El consumo privado se ha recuperado notablemente en las economías emergentes pero avanza a menor ritmo en las economías avanzadas. No obstante, la inversión, excluida la construcción, ha experimentado un repunte en las economías avanzadas, lo que parece indicar que diversas consideraciones a mediano plazo, y no a corto plazo, están impulsando cada vez más la actividad económica. Esto es un buen augurio para el empleo y el consumo en el futuro. Entretanto, el producto en muchas economías avanzadas continúa, sino por debajo, en torno a los niveles previos a la crisis. Los precios de las materias primas se han recuperado. Los recientes aumentos de precios del trigo no son representativos de la evolución más general de los precios de los alimentos.



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

2/ Promedios ponderados basados en la PPA de los metales y maquinaria correspondientes a la zona del euro; plantas y equipo a Japón; plantas y maquinaria al Reino Unido, y equipo y programas informáticos a Estados Unidos de Norteamérica.

3/ Estados Unidos de Norteamérica, ZEU, JPN, OEAA: Estados Unidos de Norteamérica/zona del euro/Japón/otras economías avanzadas; AE: Asia emergente; AL: América Latina; ECO y CEI: Europa central y oriental, y Comunidad de Estados Independientes; AFR y OM: África y Oriente Medio.

4/ Promedio simple de los precios de entrega inmediata de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai Fateh y West Texas Intermediate.

FUENTE: Estimaciones del personal técnico del FMI.



- Las economías avanzadas de Asia, excluido Japón, han experimentado un sólido repunte de la actividad. Sus grandes sectores manufactureros se han beneficiado de la reactivación mundial del comercio. En consecuencia, el producto de estas economías ya se sitúa en niveles superiores a los registrados antes de la crisis.
- En Estados Unidos de Norteamérica, el producto está cerca de los niveles registrados antes de la crisis, pero muy por debajo de las tendencias observadas antes de la crisis, y la actividad se desaceleró apreciablemente en el segundo trimestre de 2010. El consumo está creciendo desde el tercer trimestre de 2009, pero a tasas bajas teniendo en cuenta la profundidad de la contracción. Al mismo tiempo, la inversión en bienes de equipo y programas informáticos ha registrado un fuerte aumento en los últimos meses, respaldada por la demanda externa, el repunte de las ganancias y la normalización de las condiciones financieras. No obstante, esto no ha generado una recuperación sólida y sostenida del empleo, y la actividad en el sector inmobiliario sigue siendo muy débil.
- Japón y la zona del euro siguen registrando niveles del producto muy por debajo de los observados antes de la crisis y siguen dependiendo de la demanda externa. En Japón, el estímulo fiscal, el repunte del comercio mundial y el fuerte dinamismo de la demanda en otras regiones en Asia han impulsado el crecimiento del producto desde el cuarto trimestre de 2009, pero la actividad se debilitó considerablemente en el segundo trimestre de 2010. En la zona del euro, encabezada por Alemania, la actividad comenzó a fortalecerse solamente a partir del segundo trimestre de este año, después de un duro invierno. En esta zona, la dependencia del crédito bancario está restringiendo la demanda, ya que los bancos siguen mostrándose excepcionalmente cautelosos en sus operaciones de crédito. No obstante, la

depreciación del euro con respecto a los máximos anteriores está comenzando a respaldar al sector de bienes transables de la zona del euro, y la inversión fija está mostrando una modesta recuperación.

Las economías emergentes registraron un crecimiento de aproximadamente 8% durante el primer semestre del año. Como en las economías avanzadas, la situación es muy heterogénea entre países y regiones, con las economías de Asia y América Latina a la cabeza. En ambas regiones, la inversión fija ha crecido vigorosamente, al tiempo que se ha desacelerado la reconstitución de existencias y han comenzado a retirarse las políticas de estímulo. Esto indica que la demanda autónoma privada está predominando sobre los factores a corto plazo relacionados con las políticas económicas en la recuperación.

- El crecimiento en Asia emergente alcanzó aproximadamente 9.5%, ya que el robusto dinamismo de la demanda interna se extendió desde China, India e Indonesia hacia otras economías de Asia. En China, el sustancial estímulo de política fiscal, la fuerte expansión del crédito y la implementación de varias medidas específicas para aumentar el ingreso de los hogares y el consumo elevaron el crecimiento de la demanda interna a casi 13% en 2009, lo que contribuyó a una fuerte caída del superávit en cuenta corriente. La recuperación está ahora bien afianzada, y ya se ha puesto en marcha la transición de un crecimiento basado en el estímulo proporcionado por el gobierno a un crecimiento impulsado por el sector privado.
- América Latina se ha recuperado notablemente, con un crecimiento del PIB real de aproximadamente 7%. La recuperación está encabezada por Brasil, que registra un crecimiento del PIB real de casi 10% desde el tercer trimestre de 2009 y cuya economía muestra ahora señales de recalentamiento. Muchas otras economías han vuelto a registrar un sólido crecimiento. No obstante,

México va a la zaga, en parte debido a sus estrechas vinculaciones comerciales con Estados Unidos de Norteamérica. El crecimiento en México repuntó recientemente gracias al fortalecimiento de las exportaciones hacia Estados Unidos de Norteamérica, pero la brecha del producto sigue siendo amplia.

- Muchas economías en desarrollo se vieron menos afectadas por la recesión mundial y ahora parecen beneficiarse del repunte del comercio mundial, y las estimaciones para el crecimiento en 2010 son, en general, alentadoras. Los datos disponibles sobre las economías de África y Oriente Medio apuntan a un vigoroso crecimiento. En cambio, las economías que se vieron golpeadas fuertemente por la crisis están tratando de recuperar el rumbo hacia un crecimiento sostenido, entre ellas, muchas economías de Europa emergente y de la Comunidad de Estados Independientes donde la recuperación sigue siendo más moderada.

El desempleo en las economías avanzadas apenas se ha reducido con respecto a sus niveles máximos. Las estimaciones indican que más de 210 millones de personas en todo el mundo están desempleadas, un aumento de más de 30 millones desde 2007. Las tres cuartas partes de este aumento corresponden a las economías avanzadas (y el resto a las economías de mercados emergentes). En Estados Unidos de Norteamérica, la duración del desempleo ha alcanzado niveles sin precedentes, y los datos recientes sobre las nóminas de empleo apuntan a una desaceleración del crecimiento del empleo en el segundo trimestre. En la zona del euro, el mercado de trabajo sigue reforzando su capacidad de recuperación en Alemania, teniendo en cuenta la profundidad de la recesión, pero en España el desempleo, que ya se sitúa en niveles muy elevados, no muestra ninguna señal de disminuir, debido a las rigideces del mercado de trabajo y al colapso de la construcción. En las economías emergentes, el desempleo se ha reducido, en

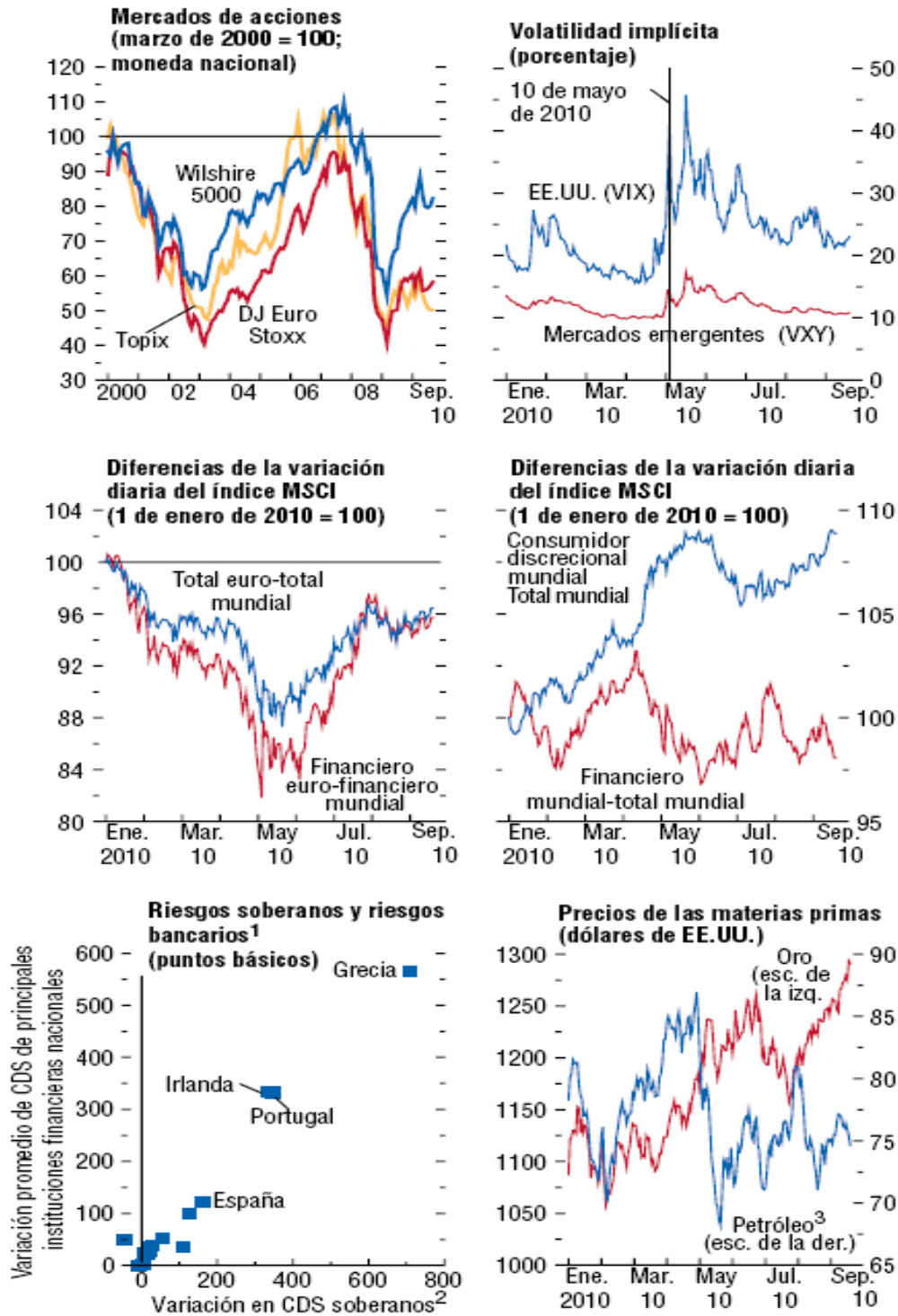
general, a medida que se ha afianzado la recuperación, con unas pocas excepciones (por ejemplo, Sudáfrica).

### **Retrocesos en la estabilidad financiera**

La estabilidad financiera sufrió un importante retroceso durante el primer semestre del año. Como se señala en la edición de octubre de 2010 del informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*) (*GFSR*, por sus siglas en inglés), la volatilidad de los mercados aumentó y se redujo el apetito por el riesgo cuando las ventas masivas de deuda soberana de las economías vulnerables de la zona del euro sacudieron los sistemas bancarios y provocaron una crisis sistémica al propagarse las tensiones de financiamiento hacia los bancos y deudores soberanos. Esto aumentó la preocupación con respecto a la sostenibilidad de la recuperación y causó una caída de las acciones a nivel más general. Los precios de muchas bolsas se redujeron entre 10 y 15% (véase el gráfico siguiente). Inicialmente, esta caída fue impulsada por las acciones financieras y por los mercados europeos. Las primas de riesgo de los bonos corporativos se ampliaron (véase el gráfico siguiente), y las emisiones de estos bonos prácticamente se frenaron en mayo. La emisión en los mercados emergentes también registró una fuerte caída (véase el gráfico siguiente).

### **EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MERCADOS FINANCIEROS**

Los mercados de acciones han perdido parte de las amplias ganancias obtenidas en 2009 y la volatilidad aumentó fuertemente durante el primer trimestre. Las pérdidas fueron encabezadas por las acciones financieras en Europa. No obstante, al aumentar la preocupación por la sostenibilidad de la recuperación, las pérdidas se ampliaron a otras regiones y sectores, particularmente a las empresas de productos de consumo discrecionales. Los precios de las materias primas retrocedieron, en general, pero los del oro experimentaron un fuerte repunte, impulsados por la creciente aversión al riesgo de los inversionistas.



1/ Octubre de 2009-septiembre 2010.

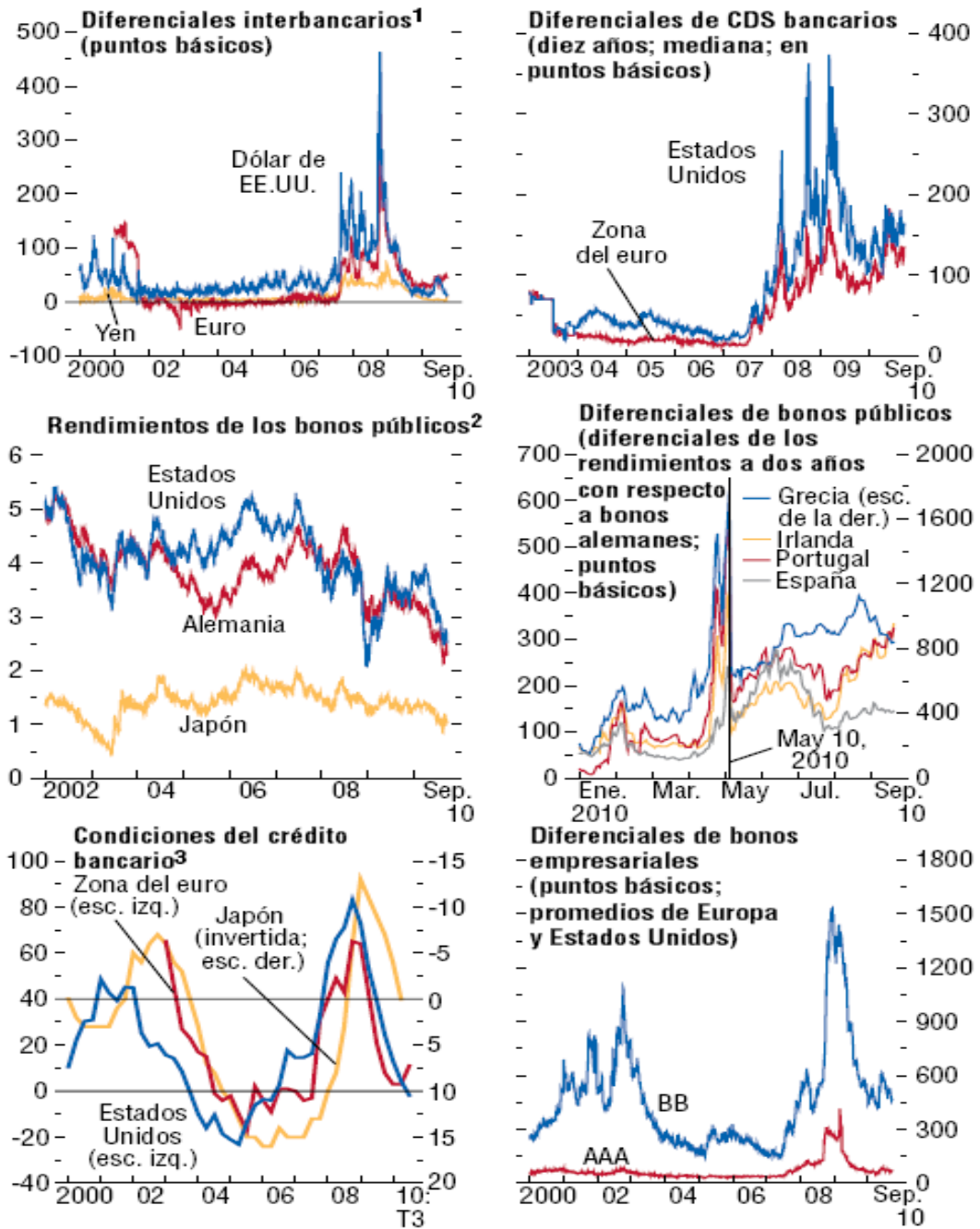
2/ CDS = Diferenciales de Swaps de riesgo de incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés).

3/ Promedio simple de los precios de entrega inmediata de las variedades de crudo Reino Unido, Brent, Dubai Fateh y West Texas Intermediate.

FUENTE: Bloomberg Financial Markets, Thomson Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.

### EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CRÉDITO MADUROS

Resurgieron las tensiones de financiamiento en los mercados bancarios de las economías avanzadas, pero fueron mucho menos pronunciadas que las observadas un año antes. Los rendimientos de los bonos en Alemania, Estados Unidos de Norteamérica y Japón se redujeron, debido al desplazamiento de los inversionistas hacia refugios seguros y a la creciente preocupación por la sostenibilidad de la recuperación. No obstante, los rendimientos en los países vulnerables de la zona del euro aumentaron por la preocupación por los altos niveles de deuda y déficit públicos y externos. A pesar de la turbulencia, las condiciones del crédito bancario en las principales economías continúan normalizándose. Los diferenciales de los bonos empresariales se ampliaron ligeramente y el número de emisiones se vio frenado durante un breve período.



<sup>1</sup>/ Tasa interbancaria de oferta de Londres a tres meses menos tasa de letras del Tesoro a tres meses.

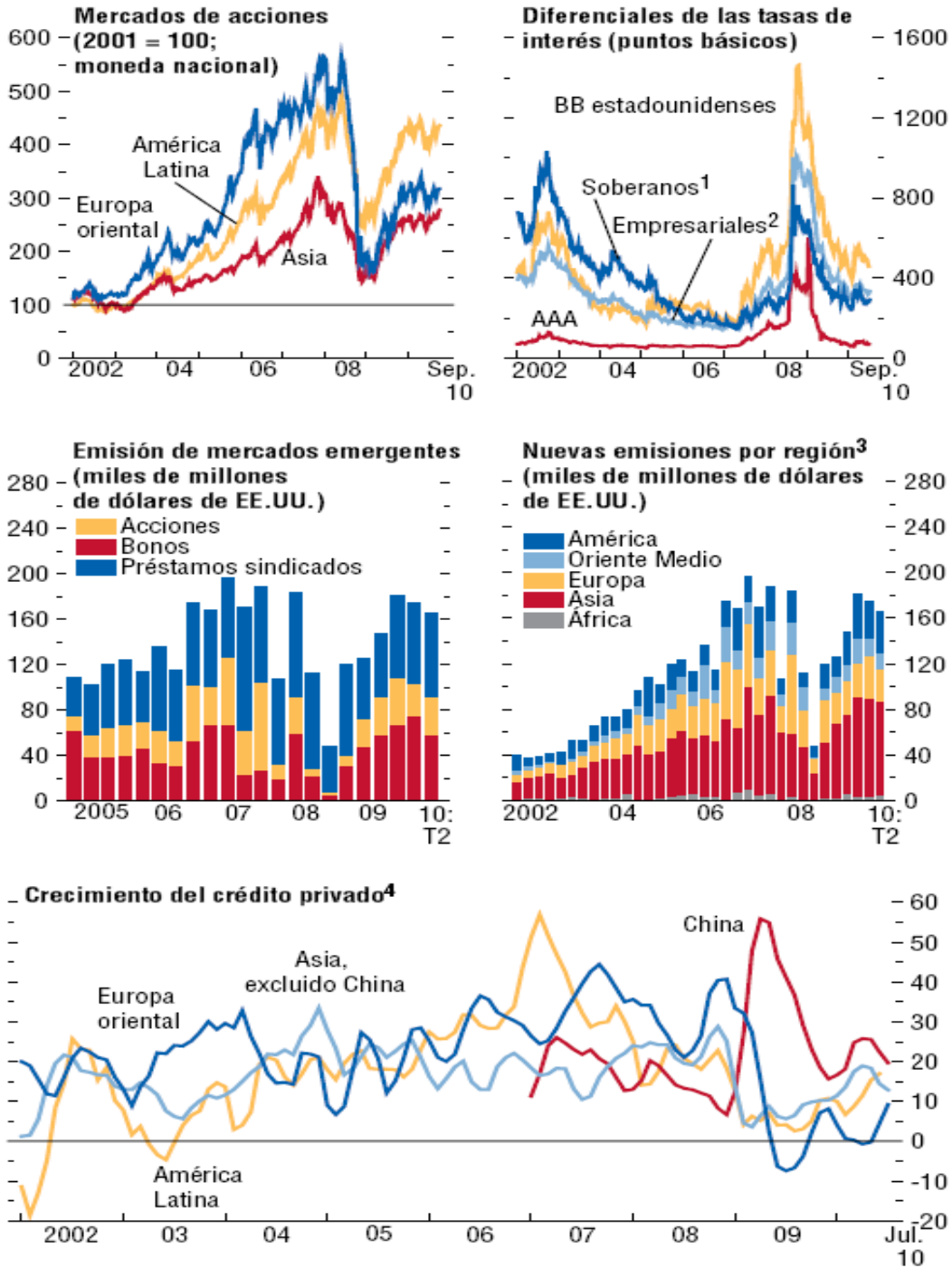
2/ Bonos públicos a 10 años.

3/ 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 Takan de actitud de préstamo de las instituciones financieras de Japón.

FUENTE: Bank of America/Merrill Lynch, Banco de Japón, Bloomberg Financial Markets, Banco Central Europeo, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal y cálculos del personal técnico del FMI.

### **CONDICIONES EN LOS MERCADOS EMERGENTES**

Los mercados de acciones también perdieron una pequeña parte de las ganancias obtenidas anteriormente durante los turbulentos meses de mayo y junio. Los diferenciales de las tasas de interés se ampliaron, y el número de emisiones disminuyó. Aun así, los mercados de crédito bancario locales siguen recuperándose, mientras que las economías emergentes de Europa van a la zaga. China ha desacelerado las tasas muy elevadas de crecimiento del crédito para abordar las crecientes preocupaciones macroprudenciales.



1/ Diferencial del índice EMBI Global de JPMorgan.

2/ Diferencial del índice CEMBI Broad de JPMorgan.

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

4/ Variación porcentual anualizada entre promedios móviles de tres meses sucesivos.

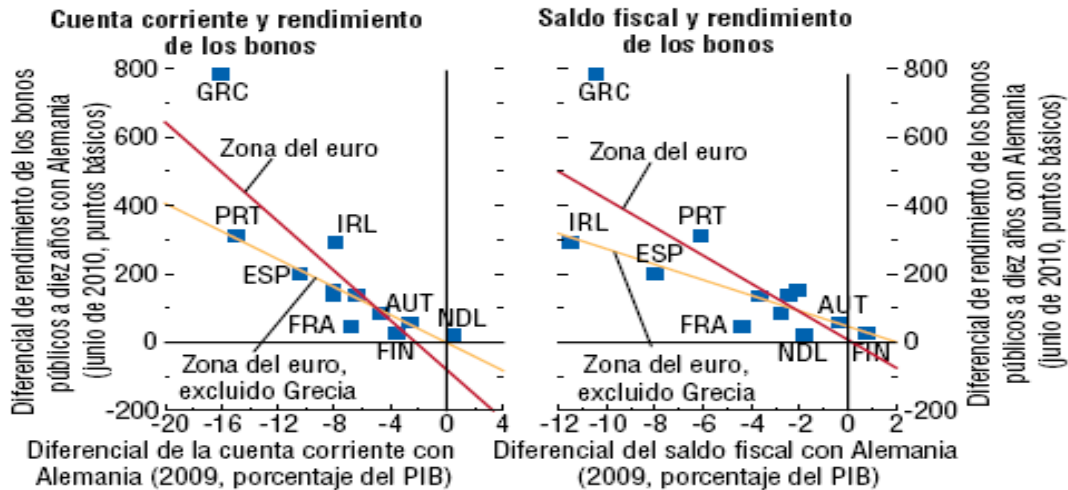
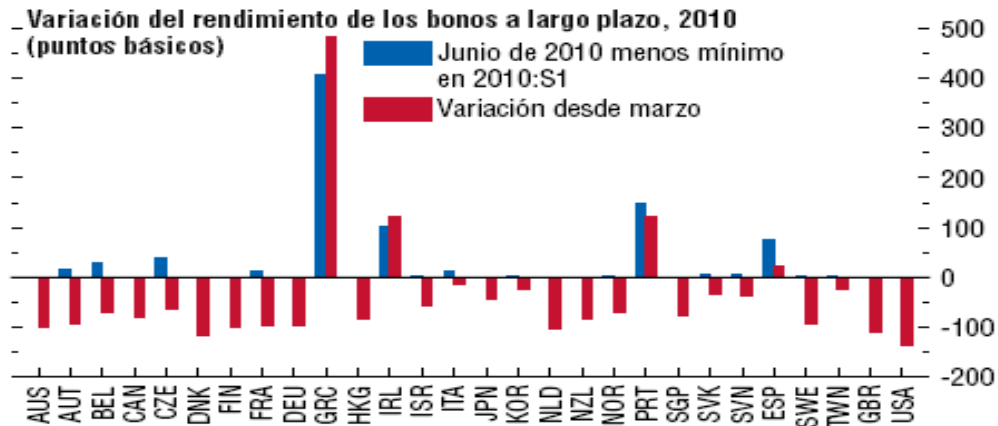
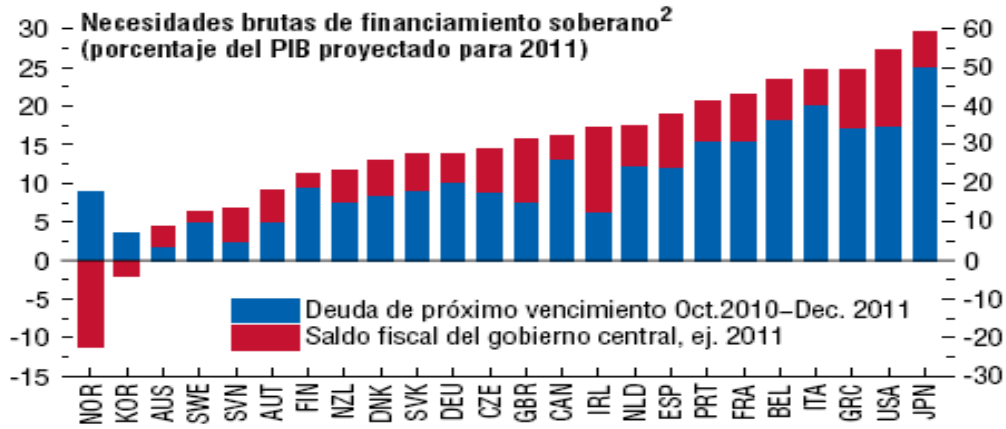
FUENTE: Bloomberg Financial Markets; Capital Data; FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.



La turbulencia de la deuda soberana ocurrida en el segundo trimestre puso en peligro la recuperación. Los efectos de propagación hacia otros deudores soberanos más allá de los países de la zona del euro fueron limitados, en parte debido a que se produjo una “búsqueda de refugio seguro” en los principales mercados (véase el gráfico siguiente). No obstante, se registró un ligero y breve aumento de los diferenciales de los países de la zona del euro con una solvencia que suele considerarse equivalente a la de Alemania, y esto subraya la incertidumbre del entorno para todos los emisores soberanos. El análisis de correlación (más allá del que se presenta en el gráfico) parece indicar que el comportamiento de las primas de riesgo soberano en mayo y junio se explica en gran medida por la interacción entre, por un lado, el alto nivel de pasivos externos netos/déficit y, por el otro, el elevado nivel de deuda pública/déficit. Es probable que estos problemas presupuestarios y de competitividad, que deberán solucionarse simultáneamente en un entorno externo cada vez más frágil, tengan un fuerte impacto sobre el crecimiento, lo que puede explicar, en parte, por qué algunos sistemas bancarios de la zona del euro se vieron sometidos a fuertes presiones.

#### **FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO <sup>1/</sup>**

Las necesidades de financiamiento del sector público son muy fuertes en muchas economías. Aún así, la demanda de deuda soberana continúa siendo vigorosa debido al alto nivel de aversión al riesgo. Por consiguiente, las tasas de los bonos públicos a largo plazo de la mayor parte de las economías avanzadas se han reducido desde marzo de 2010 al aumentar la preocupación por la sostenibilidad de la recuperación. Además, incluso durante el período más turbulento del mes de junio, solo unos pocos gobiernos experimentaron una gran ampliación de los diferenciales. En la zona del euro, la ampliación de los diferenciales está correlacionada negativamente con saldos en cuenta corriente o fiscales sólidos.



1/ AUS: Australia; AUT: Austria; BEL: Bélgica; CAN: Canadá CZE: República Checa; DNK: Dinamarca; FIN: Finlandia; FRA: Francia; DEU: Alemania; GRC: Grecia; HKG: RAE de Hong Kong; ISL: Islandia; IRL: Irlanda; ISR: Israel; ITA: Italia; JPN: Japón; KOR: Corea; NLD: Países Bajos; NZL: Nueva Zelanda; NOR: Noruega; PRT: Portugal; SGP: Singapur; SVK: República Eslovaca; SVN: Eslovenia; ESP: España; SWE: Suecia; TWN: Provincia china de Taiwán; GBR: Reino Unido; USA: Estados Unidos de Norteamérica.

2/ Todas las economías, excepto Japón, escala de la izquierda; Japón, escala de la derecha.

FUENTE: Estimaciones del personal técnico del FMI.

**Se observan indicios de normalización, pero persisten importantes vulnerabilidades**

En los últimos meses, las condiciones financieras se han vuelto más expansivas. Los riesgos de cola se han reducido gracias a la puesta en marcha de varias iniciativas de política europeas sin precedentes –el Programa del Mercado de Valores establecido por el Banco Central Europeo (BCE) y el Mecanismo de Estabilización Europeo (MSE) implementado por los gobiernos de la zona del euro- y la concentración del ajuste fiscal al comienzo del proceso en respuesta a las presiones de los mercados. No obstante, persisten vulnerabilidades bancarias y soberanas subyacentes que constituyen un desafío significativo en un contexto de continua preocupación por los riesgos que pesan sobre la recuperación mundial.

- Las subastas de bonos soberanos de la zona del euro han logrado refinanciar una cantidad sustancial de vencimientos, aunque a mayores costos. Pero persiste la preocupación por los vencimientos que no han podido refinanciarse.
- Tras reducirse drásticamente en mayo, las emisiones de bonos corporativos no financieros de las economías avanzadas y de bonos corporativos y soberanos de los mercados emergentes registraron cierta recuperación en junio y más hasta septiembre.

Las pruebas de tensión realizadas por el Comité de Supervisores Bancarios Europeos fueron bien recibidas, en general, por los mercados para mejorar la divulgación de información. Tras estas pruebas, los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio de los bonos de los bancos de la zona del euro disminuyeron, las acciones bancarias se recuperaron y varios bancos pudieron acudir a los mercados de bonos para obtener fondos. No obstante, la estratificación significativa de los mercados interbancarios y la dependencia aún excesiva de

muchos bancos del financiamiento del BCE parecen indicar que persisten importantes desafíos de política económica.

La recuperación ha ayudado a mejorar la salud del sistema bancario. Según la edición de octubre de 2010 de *GFSR*, el total de rebajas contables y provisiones para préstamos de los bancos asciende a 2.2 billones de dólares, cifra inferior a la estimación de abril de 2010 de 2.3 billones de dólares. Los bancos han seguido avanzando en el reconocimiento de estas rebajas contables, y ya se han declarado más de las tres cuartas partes, por lo que el monto residual corresponde a aproximadamente 550 mil millones de dólares. Además, el coeficiente promedio de capital del nivel 1 en el sistema bancario mundial se situó por encima de 10% a finales de 2009, aunque esto refleja primordialmente la recapitalización del gobierno, porque menos de la mitad del capital obtenido provenía de fuentes del mercado.

Sin embargo, la creciente incertidumbre económica, el persistente desapalancamiento y los efectos de contagio soberanos implican que en general los principales sistemas bancarios siguen siendo vulnerables a shocks de confianza y dependen en gran medida del gobierno o del apoyo del banco central. Como se examina más adelante, los bancos tienen grandes necesidades de refinanciamiento en los mercados mayoristas, que aún no se han recuperado.

Esto plantea importantes desafíos para los bancos de la zona del euro debido a su fuerte dependencia de los mercados de fondeo mayorista. Como se señala en la edición de octubre de 2010 de *GFSR*, el sistema financiero sigue siendo vulnerable a los riesgos a la baja, porque los mecanismos de liquidez y capital son insuficientes para apuntalar la confianza del mercado si surgen nuevas tensiones.

## **Volatilidad de las monedas y los precios de las materias primas**

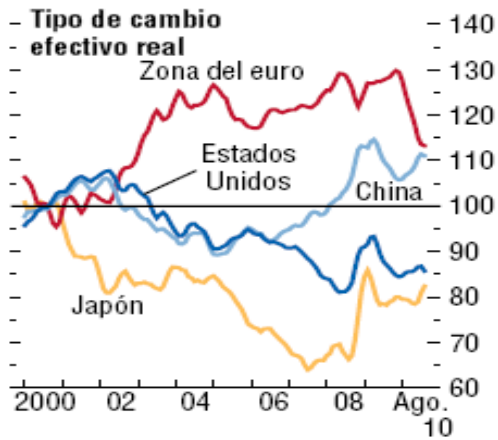
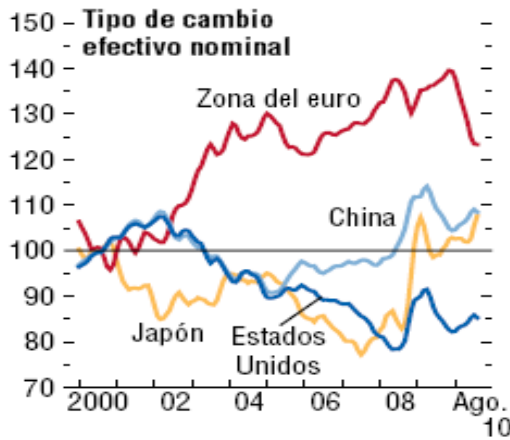
La turbulencia financiera provocó fuertes movimientos cambiarios en el primer semestre de 2010 (véase el gráfico siguiente). El euro se depreció alrededor de 15% en términos efectivos reales, aunque se ha recuperado parcialmente y ahora se intercambia a un nivel compatible, en general, con los fundamentos económicos a mediano plazo, según las estimaciones del personal técnico del FMI. El dólar estadounidense se apreció en términos efectivos reales al aumentar la aversión al riesgo en mayo y junio, pero desde entonces ha vuelto a los niveles registrados a principios del año, que son coherentes con unos sólidos fundamentos económicos a mediano plazo. El yen se debilitó brevemente en abril pero se ha apreciado desde entonces y ahora se encuentra un 25% por encima de los niveles registrados en 2007, por lo que las autoridades han intervenido en el mercado cambiario para evitar movimientos excesivos del yen. El yen se sitúa actualmente en un nivel compatible, en general, con los fundamentos económicos a mediano plazo. Con unas pocas excepciones, las monedas de Asia emergente, incluido el renminbi de China, se apreciaron moderadamente en términos efectivos reales. No obstante, muchas siguen estando subvaluadas en relación con los fundamentos económicos a mediano plazo.

### **EVOLUCIÓN EXTERNA**

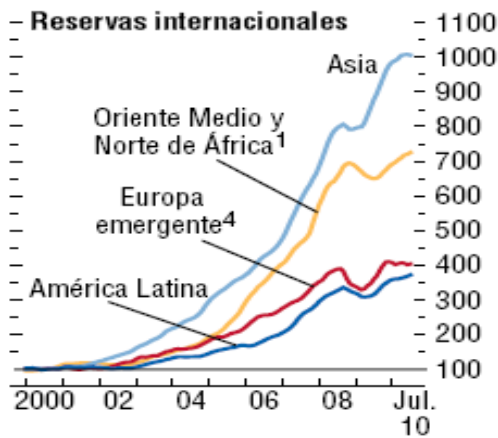
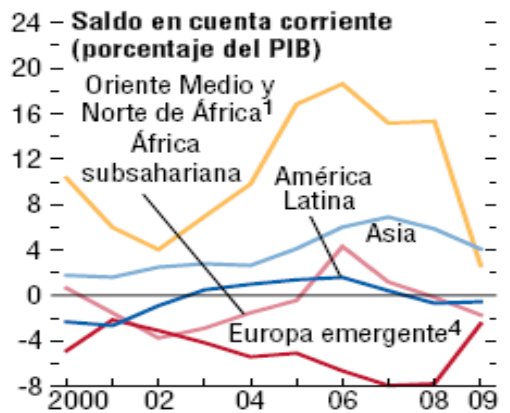
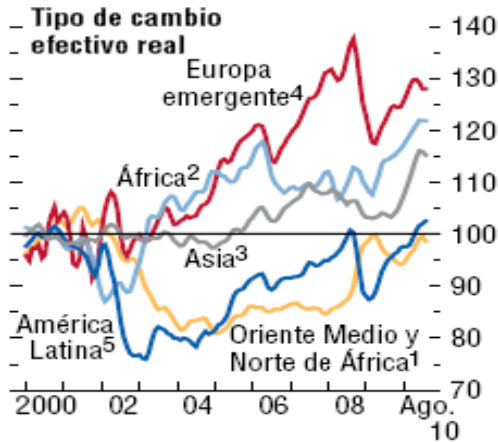
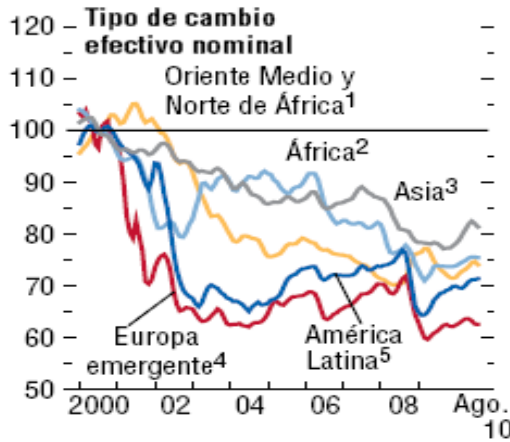
-Índice, 2000 = 100; promedio móvil de tres meses, salvo indicación en contrario-

El tipo de cambio del euro se depreció significativamente en mayo y junio de 2010, mientras que las monedas de China, Japón y Estados Unidos de Norteamérica se apreciaron. A nivel más general, las monedas de muchas economías emergentes se apreciaron considerablemente en relación con los niveles mínimos registrados durante la crisis. Muchas economías emergentes, especialmente en Asia, están acumulando reservas internacionales. Esto desacelera el reequilibrio de la demanda mundial.

**Principales monedas**



**Economías emergentes y en desarrollo**



1/ Arabia Saudita, Bahréin, Djibouti, Egipto, los Emiratos Árabes Unidos, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Omán, Qatar, la República Árabe Siria, la República de Yemen, la República Islámica del Irán y Sudán.

2/ Botswana, Burkina Faso, Camerún, Chad, Costa de Marrfil, Etiopía, Gabón, Ghana, Guinea, Guinea Ecuatorial, Kenya, Madagascar, Malí, Mauricio, Mozambique, Namibia, Níger, Nigeria, la República del Congo, Ruanda, Senegal, Sudáfrica, Tanzania, Uganda y Zambia.

3/ Asia, excluido China.

4/ Bulgaria, Croacia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumania y Turquía.

5/ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

FUENTE: FMI, *International Financial Statistic*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Los precios de las materias primas perdieron parte de los fuertes niveles alcanzados durante la fase inicial de la recuperación (gráficos anteriores). Estos niveles iniciales fueron reflejo del vigoroso dinamismo de la demanda en las economías emergentes y, teniendo en cuenta la fase del ciclo, del bajo nivel de existencias de algunas materias primas (véase el apéndice al final del capítulo). No obstante, los metales preciosos siguieron aumentando durante la turbulencia, debido a las compras masivas realizadas por los inversionistas con aversión al riesgo. Además, la reducción, relacionada con factores climáticos, de las expectativas de las cosechas de algunos de los principales exportadores han empujado al alza los precios del trigo en los últimos meses. Aunque las condiciones en el mercado del trigo siguen siendo mucho menos contractivas que durante los fuertes aumentos de precios de 2007–08, y los precios de otros alimentos e insumos agrícolas (por ejemplo, los fertilizantes) no han subido mucho, es probable que las autoridades económicas tengan que adoptar medidas para ayudar a los pobres a hacer frente a estos pronunciados incrementos de precios de los principales alimentos básicos, como el trigo.

### **Cuestiones relativas al ritmo de la recuperación**

Hasta el momento, la recuperación económica está evolucionando, en general, tal como se esperaba. Para lograr una recuperación sólida y sostenida deberán emprenderse dos acciones al mismo tiempo: un reequilibrio interno, orientado al fortalecimiento de la demanda privada en las economías avanzadas, que permita llevar a cabo la consolidación fiscal; y un reequilibrio externo, centrado en el aumento de las exportaciones netas en las economías con déficit, como Estados Unidos de Norteamérica, y la reducción de las exportaciones netas en las economías con superávit, especialmente Asia emergente. Estas dos acciones están estrechamente interrelacionadas. Un aumento de las exportaciones netas en las economías avanzadas implica una mayor demanda y un mayor crecimiento, lo que

proporciona un mayor margen para la consolidación fiscal. A corto plazo, la elevada incertidumbre en los mercados financieros; la debilidad de los mercados inmobiliarios, los balances de los hogares y los ingresos, y la lenta reconstitución de las existencias frenarán la transición de una recuperación dirigida por el sector público a una recuperación impulsada por el sector privado en las economías avanzadas. Se prevé que en la mayoría de las economías emergentes la demanda interna será robusta en comparación con las recuperaciones ocurridas después de otras recesiones mundiales, gracias los fundamentos económicos más sólidos. Sin embargo, a mediano plazo, es poco probable que la demanda interna sea lo suficientemente sólida como para compensar una demanda más débil en las economías avanzadas y, por lo tanto, se proyecta que el reequilibrio de la demanda mundial quede estancado. Al mismo tiempo, a menos que se refuercen considerablemente las políticas estructurales y financieras, el producto potencial en las economías avanzadas probablemente se mantendrá muy por debajo de las tendencias registradas antes de la crisis. En conjunto, estos acontecimientos podrían ser el presagio de una recuperación lenta y de escaso dinamismo, congruente, en general, con las proyecciones presentadas en ediciones anteriores de *Perspectivas de la economía mundial*, y vulnerable a riesgos a la baja.

### **Cuestiones relativas a las perspectivas a corto plazo**

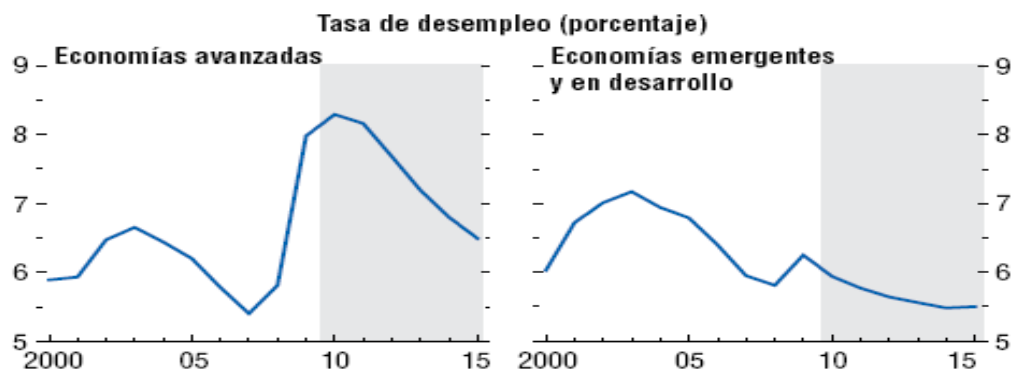
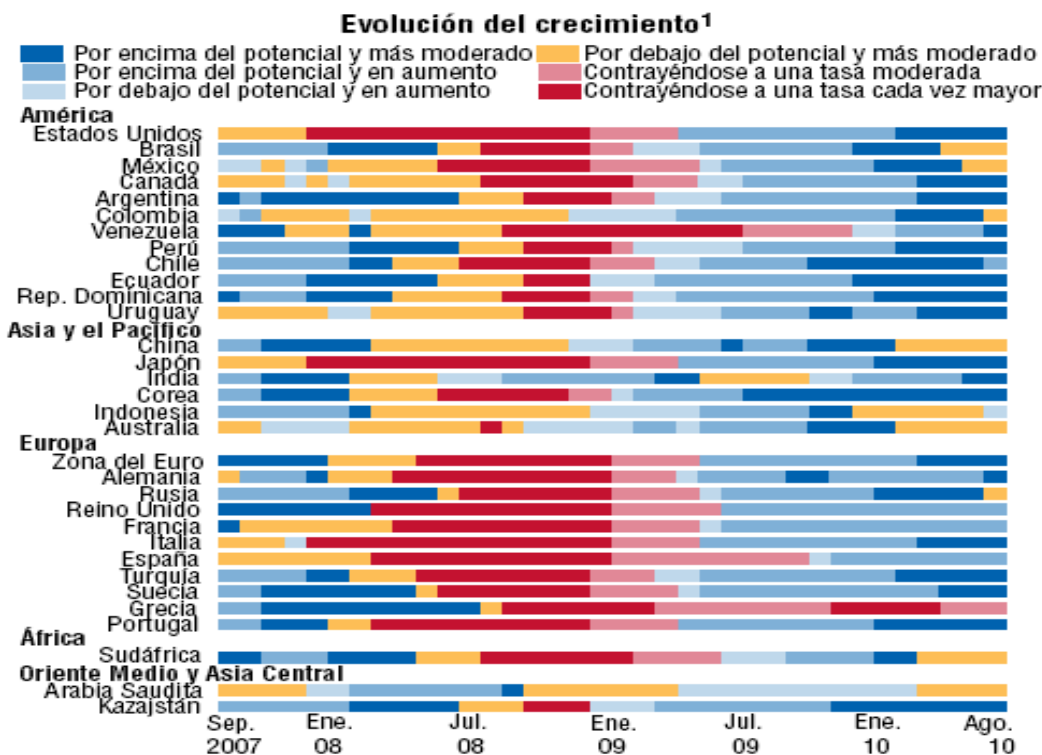
La recuperación mundial parece estar desacelerándose en el tercer trimestre en las economías avanzadas y en las emergentes. No obstante, el indicador de la evolución del crecimiento preparado por el personal técnico del FMI muestra que el crecimiento supera el nivel potencial en muchos países (véase el gráfico siguiente; y apéndice que está al final del capítulo). Esto refleja un crecimiento excepcionalmente vigoroso del sector manufacturero y del comercio el año pasado. Una cuestión clave es cómo evolucionará la recuperación durante el resto de 2010 y 2011. Del lado negativo, se prevé una desaceleración de las existencias, se están



retirando las políticas de estímulo fiscal y persiste la incertidumbre en los mercados financieros. Tomados conjuntamente con los factores positivos que también están presentes, cabe esperar que la recuperación probablemente se desacelerará a corto plazo y se reactivará durante 2011, pero en las economías avanzadas seguirá siendo poco vigorosa comparada con los niveles registrados en períodos anteriores. Además, la recuperación sigue siendo vulnerable a los shocks, y predominan los riesgos a la baja.

### **PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD A CORTO PLAZO**

Los principales indicadores económicos y de tendencia apuntan a una pérdida de dinamismo del crecimiento en muchas regiones del mundo. Aun así, se prevé que este dinamismo se mantenga por encima de las tasas de crecimiento tendencial de *Perspectivas de la economía mundial*. Según las proyecciones, la actividad se desacelerará durante el segundo semestre de 2010 y luego se acelerará nuevamente, como reflejo del repliegue de las políticas de estímulo y del aumento de la demanda del sector privado. Este cambio de dinamismo de la actividad se observa en la mayoría de las economías. Se prevé que el desempleo seguirá siendo elevado por algún tiempo en muchas economías avanzadas.



1/ Dentro de las regiones, los países se clasifican por el tamaño de su economía.

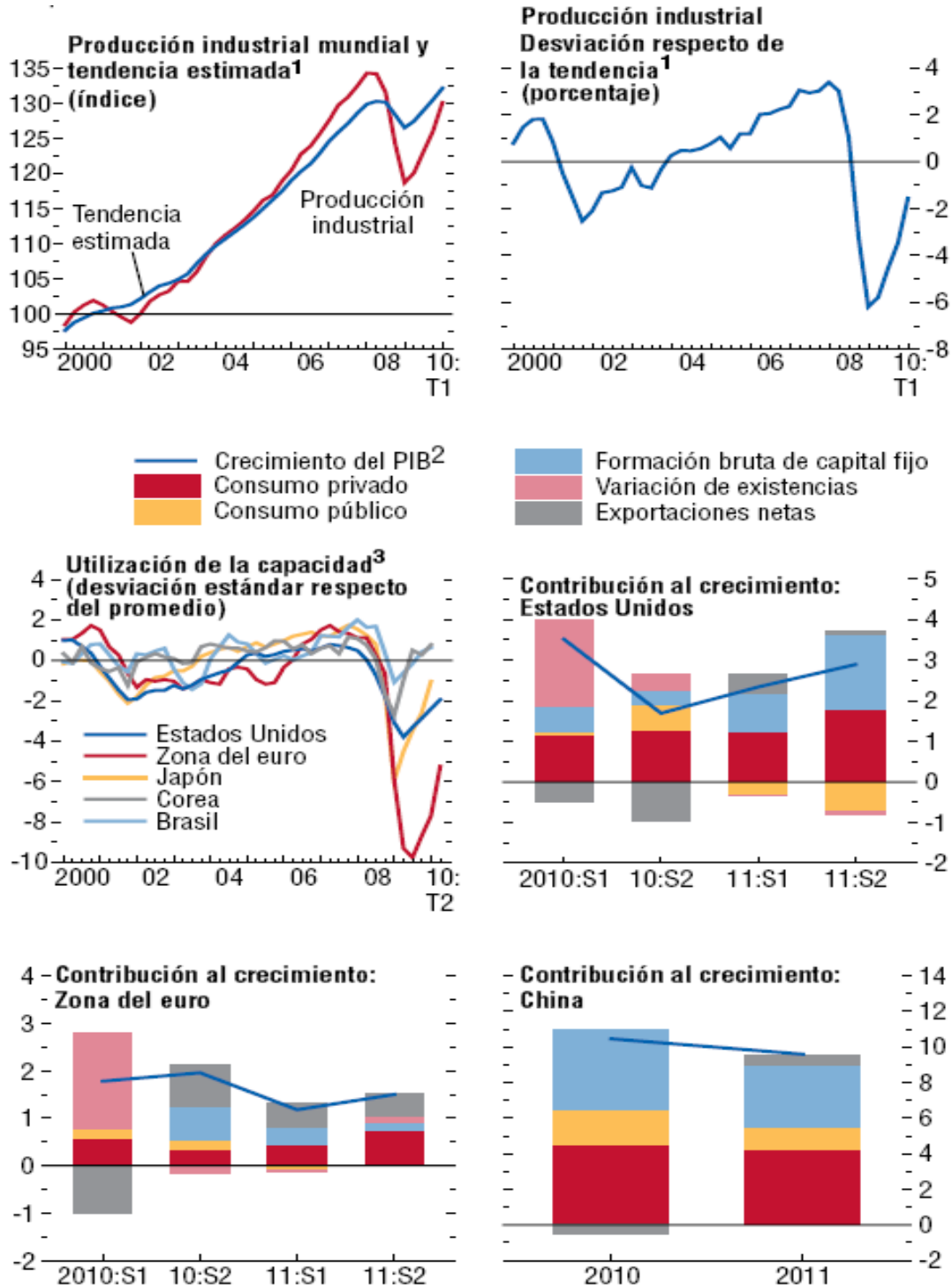
FUENTE: Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI.

### ***Fuerzas que impulsan la recuperación a corto plazo***

El sólido crecimiento en muchas economías de mercados emergentes impulsará la recuperación a corto plazo. En la mayoría de ellas, la recuperación parece haber entrado en una fase autosostenida, más allá de la reposición de existencias y hacia el consumo y la inversión fija, que mantienen un nivel sólido porque los fuertes aumentos de la producción industrial han erosionado el exceso de capacidad (véase gráfico anterior y siguiente). Las economías de mercados emergentes han afrontado mucho mejor la desaceleración mundial gracias a que han mantenido un crecimiento tendencial vigoroso y han evitado los excesos financieros (véase el recuadro siguiente). Muchas economías en desarrollo, especialmente en África subsahariana, se vieron menos afectadas por la desaceleración mundial y están experimentando un sólido crecimiento de la demanda interna. Se proyecta que el elevado crecimiento de las importaciones reducirá los superávits en cuenta corriente (préstamos netos) de las economías emergentes y en desarrollo de casi 3.5% del PIB en 2008 a aproximadamente 1.5% del PIB en 2011. Como se señala en la edición de octubre de 2010 de *GFSR*, las perspectivas de un crecimiento relativamente más vigoroso, un cambio en la asignación mundial de activos y las expectativas de que las tasas de interés se mantendrán bajas en los mercados maduros siguen impulsando los flujos de capital hacia los mercados emergentes.

#### **DINÁMICA DE LA RECUPERACIÓN**

Durante la crisis, la producción industrial registró una contracción mucho más pronunciada de lo sugerido por la relación tendencial entre el producto y el PIB. Esto refleja una fuerte caída de las compras de artículos “aplazables”. La producción industrial seguirá recuperando terreno con respecto al PIB, pero a una tasa más lenta. El repunte impulsado por las existencias prácticamente ha llegado a su fin; a medida que aumenten las tasas de utilización de la capacidad, la inversión seguirá creciendo, contribuyendo en mayor medida al crecimiento del producto.



1/ Tendencia estimada con base en una relación (de cointegración) con el PIB mundial.  
 2/ Variación porcentual anualizada respecto al semestre anterior en el caso de Estados Unidos de Norteamérica y la zona del euro, y variación porcentual en el caso de China.  
 3/ Datos estandarizados con base en promedios y desviaciones estándar de los 10 años anteriores a la crisis.  
 FUENTE: Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI.

**Un crecimiento lento en las economías avanzadas ¿implica necesariamente un crecimiento lento en las economías emergentes?**

La economía internacional recién ha comenzado a salir de la recesión más profunda desde la segunda guerra mundial. Según las previsiones, en las economías avanzadas la recuperación será inusualmente débil en comparación con la reactivación que siguió a recesiones anteriores, ya que los hogares y las instituciones financieras intentan sanear sus balances, el crecimiento del crédito está limitado y persiste la incertidumbre en torno a la demanda y el empleo.

¿Cuáles son las perspectivas para las economías emergentes? Tradicionalmente se parte del supuesto de que las economías emergentes corren la misma suerte que las economías avanzadas; como se suele decir, cuando estornuda Estados Unidos de Norteamérica, se resfría el resto del mundo. De acuerdo con ese punto de vista, las economías emergentes podrían experimentar un período de crecimiento inferior al promedio.

Sin embargo, ¿es correcto ese supuesto? Este recuadro analiza el crecimiento de las economías emergentes tras recesiones pasadas de las economías avanzadas. Surge claramente un hecho notable: las economías emergentes tuvieron un mejor desempeño tras las últimas recesiones de las economías avanzadas que tras las ocurridas en los años setenta y ochenta. Este hecho se observa aun empleando distintos indicadores de desempeño. Sin embargo, la correlación entre las economías emergentes y las economías avanzadas también ha aumentado con el correr del tiempo. Una explicación posible de esta dicotomía es que la mejora de las políticas nacionales de las economías emergentes ha incrementado su capacidad de resistencia a los shocks, a pesar de que al mismo tiempo la mayor integración haya incrementado su correlación con los ciclos económicos de las economías avanzadas.

El análisis examina cuatro recesiones ocurridas en economías avanzadas: 1974–75, 1980–83, 1991–93 y 2001. Estas fechas son muy próximas a las de las recesiones declaradas por la Oficina Nacional de Estudios Económicos (NBER, por sus siglas en inglés)<sup>1/</sup>. Todas fueron desaceleraciones significativas a nivel mundial; en los tres primeros episodios, la mayoría de las economías avanzadas experimentaron recesiones propiamente dichas<sup>2/</sup>.

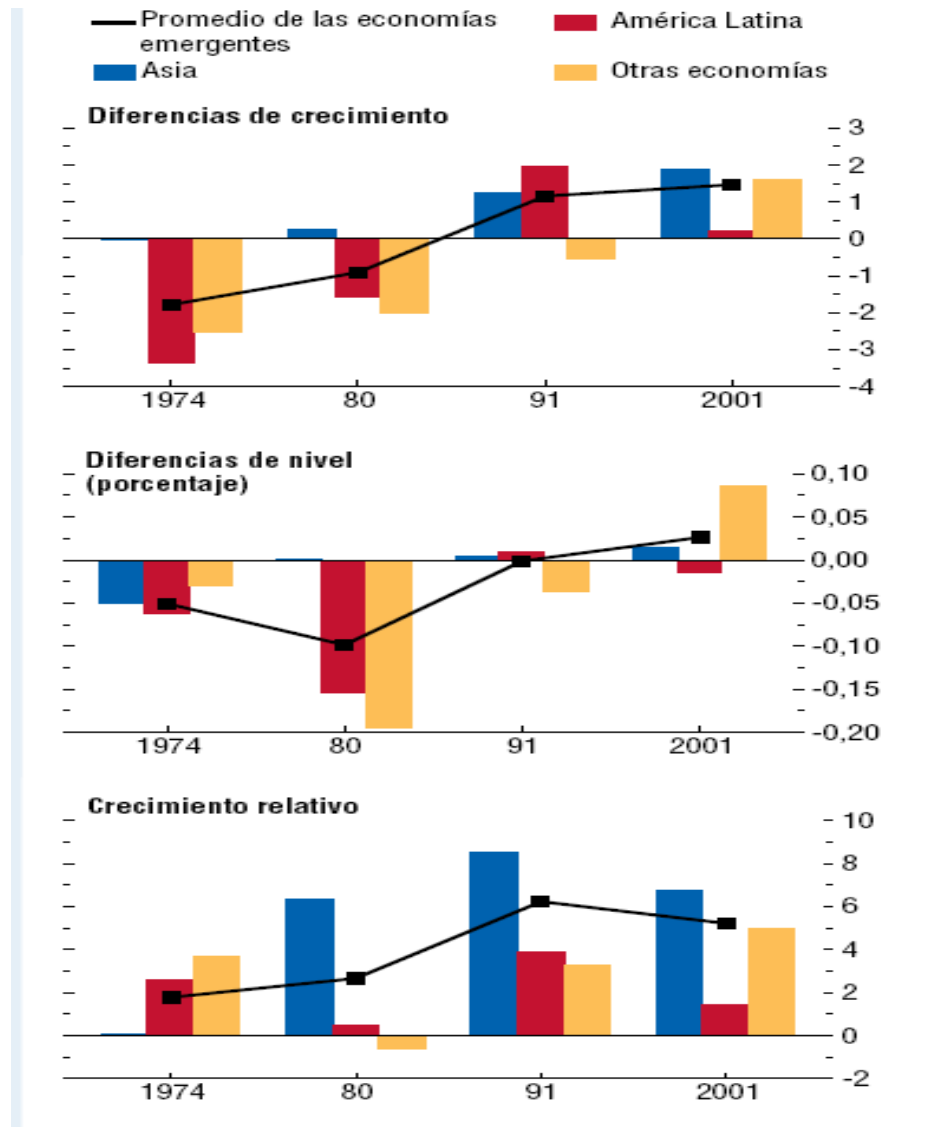
Para trazar la evolución del desempeño de las economías emergentes tras recesiones graves de las economías avanzadas se necesitan parámetros de medición claros. El PIB real es un indicador obvio del desempeño económico, pero ¿en relación a qué? Un punto de referencia es la propia tasa de crecimiento de la economía antes de la crisis; es decir, ¿pudo la economía repuntar hasta alcanzar un crecimiento superior al promedio inmediatamente después de la recesión, o atravesó un período de crecimiento inferior al promedio? Eso puede medirse calculando la diferencia entre la tasa de crecimiento promedio de la economía en los tres años siguientes a la recesión y la tasa de crecimiento promedio tres años antes de la recesión. Estos indicadores se conocen como “diferencias de crecimiento”. Otro método consiste en medir cuánto producto se perdió como resultado del shock y esa estimación se hace calculando, para cada economía, la diferencia entre el nivel del producto tres años después de la recesión y el nivel del producto implícito en la extrapolación de una tendencia basada en los siete años de crecimiento del producto que desembocaron en la recesión. Estos indicadores se conocen como “diferencias de nivel”. Un tercer método consiste en tomar el estado de la economía mundial en el período siguiente a la recesión; es decir, ¿cómo resistió cada economía al shock en relación con el resto del mundo?

Esto exige calcular la diferencia entre la tasa de crecimiento promedio de una determinada economía emergente durante los tres años siguientes a la recesión y las tasas de crecimiento promedio observadas en las economías avanzadas durante ese mismo período (ponderadas según la paridad del poder adquisitivo (PPA)). Estos indicadores se conocen como “diferencias relativas de crecimiento”<sup>3/</sup>.

El uso de estos indicadores para examinar los datos del PIB real de las economías emergentes durante el período siguiente a las cuatro recesiones de las economías avanzadas examinadas aquí revela un patrón intrigante: el desempeño de las economías emergentes mejoró después de cada recesión de las economías avanzadas (primer gráfico). En el conjunto de las economías emergentes, el crecimiento tres años después de las recesiones de 1991–93 y 2001 fue superior al crecimiento registrado tres años antes. En cuanto al nivel del producto, después de la recesión de 2001 las economías emergentes experimentaron un *aumento* del producto en relación con las tendencias previas a la crisis. El crecimiento, por su parte, fue más vigoroso en las economías emergentes que en las avanzadas en el período siguiente a las recesiones. Por el contrario, las economías emergentes registraron un crecimiento deficiente después de las recesiones de 1974–75 y 1980–83, y experimentaron una sustancial pérdida implícita del producto. En esos casos, las economías emergentes sufrieron pulmonía cuando las economías avanzadas se resfriaron. Pero esa vulnerabilidad se observa mucho menos en años recientes.

## DESEMPEÑO DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES TRAS RECESIONES EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

-Puntos porcentuales, salvo indicación en contrario-



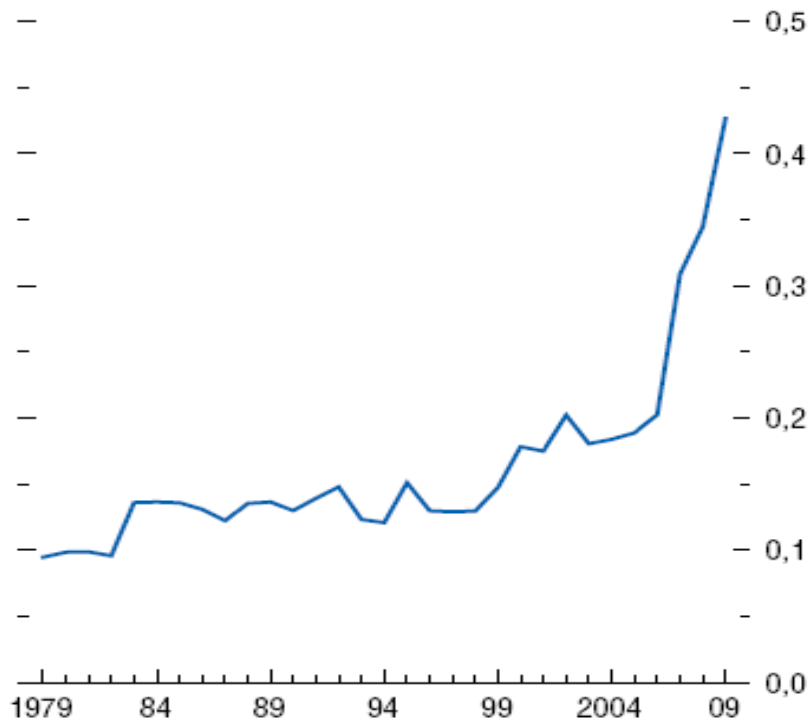
FUENTE: Cálculos del personal técnico del FMI.



Un argumento es que las economías emergentes han tenido un mejor desempeño porque se “desacoplaron”<sup>4/</sup>. Pero muchos estudios apuntan a la integración cada vez más estrecha de las economías emergentes con el comercio y los mercados de capital internacionales, lo cual parece contradecir la hipótesis del desacoplamiento. Además, la evolución histórica muestra que muchas economías emergentes se están alejando de un régimen económico sumamente dirigido y orientado hacia el mercado interno para avanzar hacia la liberalización del mercado y una mayor apertura a la competencia externa en los mercados de bienes y capitales. Este patrón lo corrobora un simple cálculo de las correlaciones móviles entre el producto agregado de las economías avanzadas y emergentes ajustado por la tendencia (segundo gráfico)<sup>5/</sup>. Estas correlaciones aumentan de manera regular con el correr del tiempo, y en los últimos años se aceleraron. Si algo cambió, es que las economías emergentes están más “acopladas” que nunca con las economías avanzadas.

### CORRELACIÓN DEL PRODUCTO AJUSTADO POR LA TENDENCIA DE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES

-Correlaciones móviles, plazos de 20 años, el último año de cada plazo en el eje de la abscisa-



FUENTE: Cálculos del personal técnico del FMI.

Corresponde preguntarse cómo podemos conciliar estos dos hechos: por un lado, las economías emergentes parecen ser más dependientes de las economías avanzadas, pero, por el otro, lograron escapar mejor a los efectos de sus recesiones. Una posibilidad es que, gracias a una mejor gestión macroeconómica, las economías emergentes hayan estado más protegidas de los peores efectos de las recesiones recientes de las economías avanzadas. Los datos empíricos llevan a pensar que las economías con saldos externos más débiles fueron particularmente vulnerables a la crisis reciente, y que las economías que dependían especialmente del crédito bancario, en lugar de la inversión extranjera, fueron susceptibles a las salidas rápidas de capitales<sup>6/</sup>.

Análogamente, el análisis de los cuatro episodios evaluados aquí muestra que el saldo en cuenta corriente al comienzo de una recesión de las economías avanzadas es un indicador significativo del desempeño posterior. La información narrativa sugiere que las economías emergentes ahora son más flexibles y, por lo tanto, han podido resistir mejor los shocks externos. Por ejemplo, los tipos de cambio flexibles ayudaron a conservar la competitividad y permitieron que el comercio se recuperara rápidamente después de la desaceleración de comienzos de la década de 2000, y las entradas de capital se han visto mucho menos afectadas en los episodios recientes.

Otra posibilidad es que este patrón aparente de mejora del desempeño de las economías emergentes con el transcurso del tiempo tenga que ver más con la naturaleza muy diferente de los shocks que causaron las recesiones en las economías avanzadas que con una tendencia subyacente hacia una mayor capacidad de resistencia. Lamentablemente, desde el punto de vista estadístico, los episodios de recesión son demasiado escasos como para poder someter rigurosamente a prueba explicaciones reñidas entre sí, como éstas. Pero hay buenas razones para pensar que el desempeño vigoroso de las economías emergentes podría persistir.

Los autores de este recuadro son Jörg Decressin, Alasdair Scott y Petia Topalova.

- 1/ La NBER identificó dos recesiones separadas en 1980 y en 1981–82, pero aquí están fusionadas en un solo episodio.
- 2/ Por esta razón, ampliamos el período de la recesión de 1991 para incluir los años 1992 y 1993, durante los cuales muchas economías avanzadas sufrieron una recesión.
- 3/ Las economías emergentes está agrupadas de la siguiente manera: Asia (China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia); América Latina (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú); otras economías (Arabia Saudita, Egipto, Hungría, Israel, Marruecos, Polonia, la República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía). Las economías avanzadas incluyen: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos de Norteamérica, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Nueva Zelanda, los Países Bajos, Portugal, el Reino Unido, Suecia y Suiza. El grupo de las economías avanzadas está basado en la clasificación de los países industriales de la base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* vigente en 1990. El agrupamiento de las economías emergentes es el empleado en la revista *The Economist*, con el agregado de Argentina y Venezuela. Cabe señalar que algunas economías actualmente clasificadas como avanzadas eran emergentes durante los primeros años analizados aquí; para facilitar la comparación, se las mantiene junto con las economías emergentes (Corea, la provincia china de Taiwan y la RAE de Hong Kong). La agregación de cada grupo está ponderada según la paridad del poder adquisitivo.
- 4/ Esta idea encontró un defensor destacado en Goldman Sachs a comienzos de la década de 2000.
- 5/ Como es común, la extracción de la tendencia se hace con un filtro Hodrick-Prescott (H-P). El filtro pasa a través de la variación de la serie a la altura de las frecuencias del ciclo económico (y las frecuencias superiores) y elimina las frecuencias inferiores (es decir, los desplazamientos muy graduales de las tendencias subyacentes).
- 6/ Véanse Milesi-Ferretti y Tille (2010); Berkman *et al.* (2009); Blanchard, Faruqee y Das (2010) y Claessens *et al.* (2010).

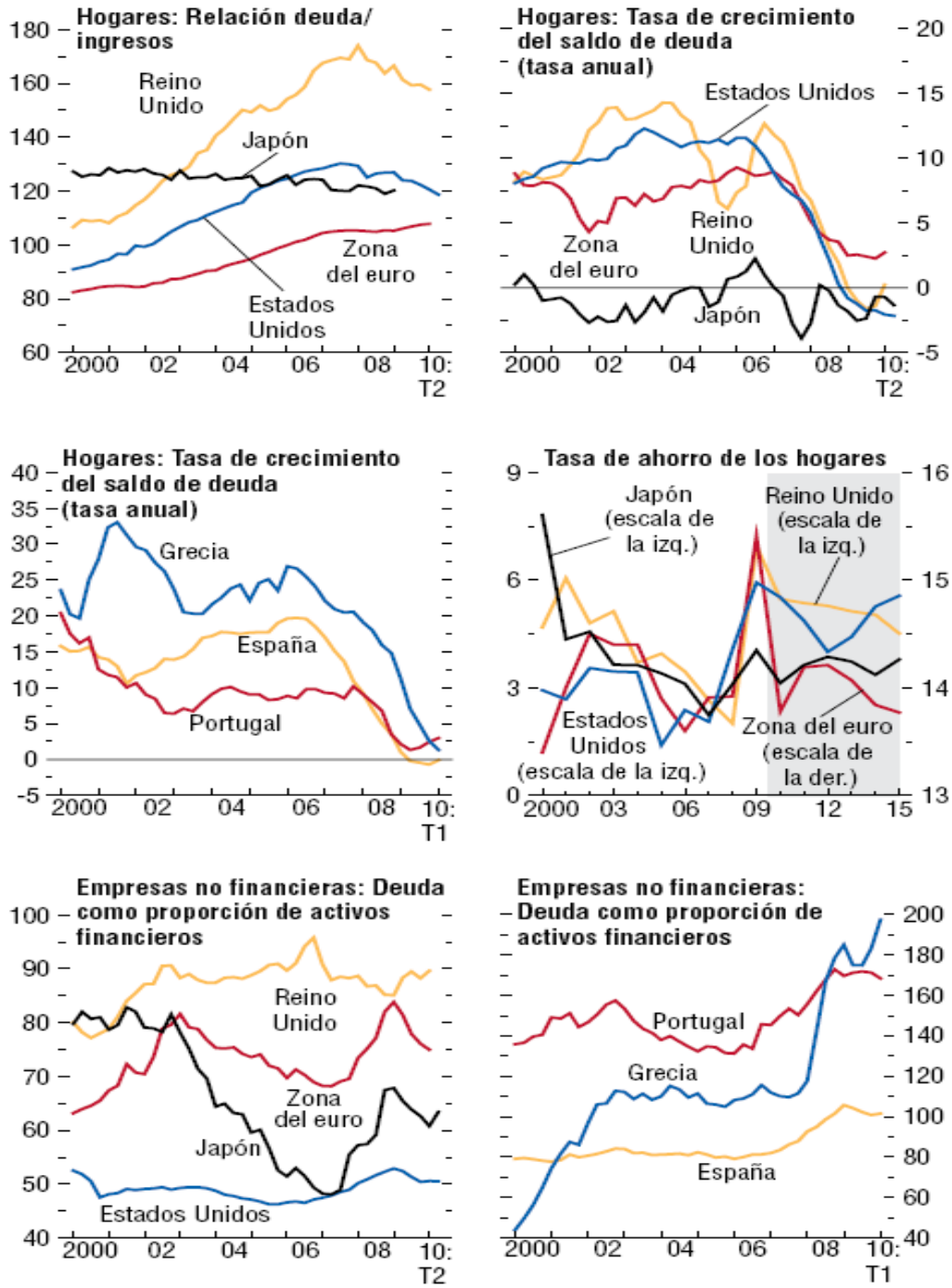
En las economías avanzadas, tanto el sector manufacturero como la inversión en maquinaria y equipo continuarán recuperándose. La producción industrial se mantiene muy por debajo de los niveles registrados antes de la crisis, debido al impacto adverso de la incertidumbre y a las condiciones financieras de las compras de artículos “aplazables” (bienes de consumo duradero y de inversión (véase el gráfico anterior). Aunque parte de la pérdida del producto puede ser permanente, es probable que el resto desaparezca gradualmente cuando mejoren las condiciones financieras y disminuya la incertidumbre. La inversión en maquinaria y equipo ya se está fortaleciendo en varias economías avanzadas. Además, el desapalancamiento de las empresas no financieras ya se encuentra en una etapa más avanzada que el de los hogares (véase el gráfico siguiente), lo que refleja una menor acumulación de deuda durante la década anterior y la sólida recuperación de la rentabilidad y los flujos de efectivo. Esto es especialmente cierto en el caso de

Estados Unidos de Norteamérica, donde las empresas redujeron drásticamente la inversión y las nóminas a principios de la recesión. La vigorosa actividad hasta julio probablemente seguirá impulsando la inversión, mientras se desacelera la reconstitución de existencias.

### **BALANCES Y TASAS DE AHORRO**

-Porcentaje-

La deuda de los hogares dejó de crecer en 2009 en Estados Unidos de Norteamérica y el Reino Unido. En la zona del euro, la deuda siguió creciendo a lo largo de 2009, principalmente fuera de Alemania. En algunas economías vulnerables se está produciendo ahora una fuerte reducción del endeudamiento. El desapalancamiento de las empresas no financieras está en una etapa más avanzada que el de los hogares, salvo en algunas economías vulnerables.



FUENTE: Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI.

La turbulencia más reciente ha interrumpido, pero no ha descarrilado, la recuperación del ciclo de crédito. El crecimiento del crédito está repuntando en muchas economías emergentes, con la excepción de los países golpeados por la crisis en Europa Oriental (véase gráfico anterior). En las economías avanzadas

clave, las encuestas parecen indicar que el crédito bancario ya no se está contrayendo (véase gráfico anterior). Los problemas sufridos por la zona del euro durante la turbulencia ocurrida la pasada primavera resultaron menos graves de lo que se temía, y los bancos estadounidenses flexibilizaron las condiciones del crédito durante el segundo trimestre. Se prevé que los cambios regulatorios, destinados a reforzar las bases de capital y desalentar la excesiva toma de riesgos, no tendrán importantes efectos negativos en el crédito a corto plazo.

Los precios de las materias primas se han estabilizado después del alza inicial de estos precios. Los precios del petróleo, que fluctuaron en torno a 75–80 dólares, son más elevados de lo habitual en esta etapa de la recuperación. Lo mismo es aplicable a otras materias primas, especialmente los metales. Esto es un efecto persistente de la contracción de los mercados ocurrida antes de la crisis. No obstante, existe actualmente una amplia capacidad excedentaria en las industrias extractivas, que probablemente permitirá satisfacer la demanda hasta 2011 (véase el apéndice al final del capítulo). Coincidiendo con esta opinión, los mercados de operaciones a término proyectan que los precios del petróleo y muchas otras materias primas se mantendrán, en términos generales, invariables a corto plazo.

### ***Fuerzas que frenan una recuperación a corto plazo***

Aunque la confianza ha vuelto a los mercados financieros, en la edición de octubre de 2010 de *GFSR* se subraya que la elevada volatilidad y, especialmente, el riesgo soberano, el financiamiento bancario y la reforma regulatoria pendiente siguen siendo motivo de preocupación. También pesan sobre la recuperación otras fuerzas tales como la debilidad de los mercados inmobiliarios, la disminución del estímulo fiscal y el elevado nivel de desempleo.

### ***Fuerte incertidumbre en los mercados financieros***

Ante la falta de planes de consolidación fiscal sólidos y creíbles a mediano plazo, los mercados de deuda soberana siguen planteando riesgos para la recuperación. La deuda soberana de próximo vencimiento en los países vulnerables de la zona del euro durante el resto de este año y en 2011 es elevada (véase gráfico anterior). Para refinanciar esta deuda, estos países enfrentarán una fuerte competencia, dadas las sustanciales necesidades de financiamiento de otras economías avanzadas. El resurgimiento de turbulencias en los mercados de deuda soberana podría generar una interacción negativa entre los mercados soberanos de deuda y el sector financiero, lo cual repercutiría gravemente en la recuperación.

Los bancos también enfrentan una concentración de vencimientos, lo que presenta importantes riesgos para la normalización de las condiciones del crédito. Los avances en la prolongación de los vencimientos de sus fondos han sido escasos y, por consiguiente, más de 4 billones de dólares de deuda pendiente debería refinanciarse en los próximos 24 meses. Podrían surgir fácilmente problemas de financiamiento para algunas instituciones, derivados de una reaparición de las tensiones en los mercados de deuda soberana, un mayor debilitamiento de los mercados inmobiliarios o de riesgos sorpresa que afectarían negativamente a la actividad económica. Dadas las complejas vinculaciones entre países y dentro de los países, estos problemas podrían expandirse rápidamente.

La persistente incertidumbre regulatoria o la implementación de medidas regulatorias inadecuadas en el ámbito del sector financiero podrían poner en peligro la incipiente recuperación del crédito. Persisten muchos desafíos en materia de política prudencial, y se prevé un aumento de los impuestos sobre la actividad financiera. Estas medidas podrían establecer un sistema financiero más seguro y



menos costoso para los contribuyentes a largo plazo, pero a corto plazo podrían causar mayores pérdidas del producto de lo que prevén los mercados.

### ***No llega la reactivación del mercado inmobiliario***

Los problemas del mercado inmobiliario podrían debilitar aún más los balances de los hogares y de los bancos. La caída de la inversión residencial ha sido excepcionalmente fuerte en comparación con recesiones anteriores. No obstante, en muchas regiones del mundo los precios inmobiliarios se mantienen en niveles altos, según los indicadores tradicionales de valoración (véase el recuadro siguiente). En Estados Unidos de Norteamérica, existe un importante exceso de propiedades sin vender con hipotecas cuyo monto supera el valor de la vivienda<sup>1</sup>. El escaso dinamismo de las transacciones mantiene las existencias en niveles altos, empujando aún más los precios a la baja. En muchas regiones del mundo, el sector inmobiliario seguirá frenando la reactivación del crecimiento a corto plazo y continuará planteando un riesgo para la estabilidad de las instituciones de crédito.

---

<sup>1</sup> Véase un análisis de los riesgos a la baja en los mercados inmobiliarios de Estados Unidos en el recuadro 1.3 de la edición de octubre de 2010 de *GFSR*.

### **Sombrías perspectivas para el sector inmobiliario**

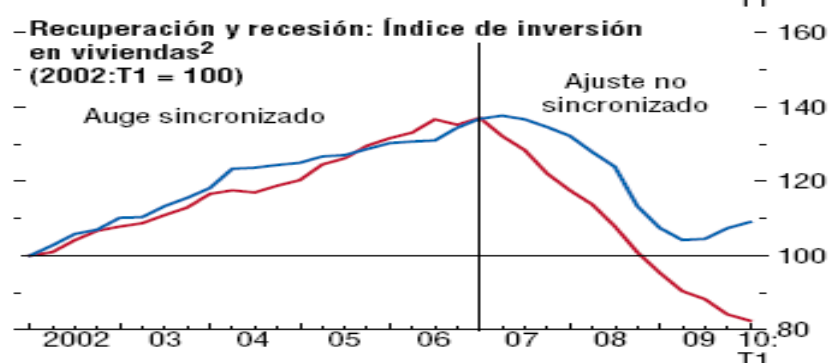
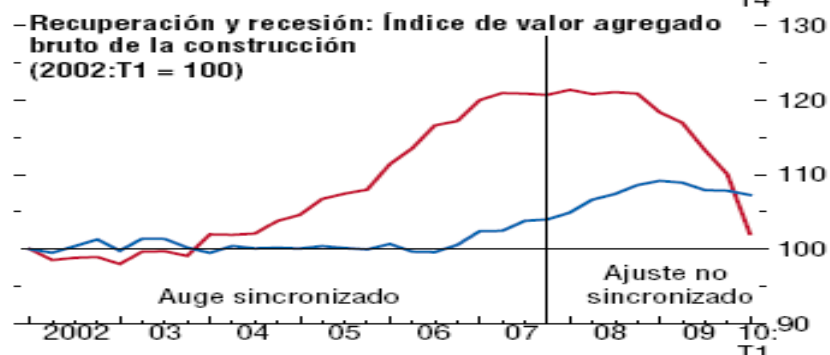
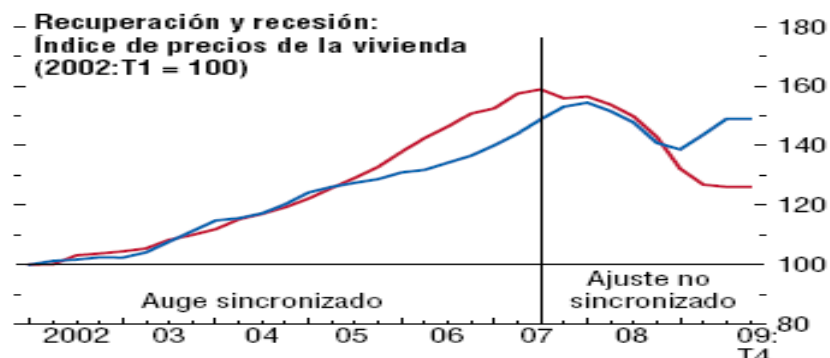
En recuperaciones anteriores los mercados inmobiliarios han aportado solidez, pero esta vez es diferente. En muchas economías avanzadas, el desapalancamiento en el sector de los hogares y el proceso de reasignación de recursos a sectores distintos de la construcción frenarán la actividad económica. En unos pocos países, la gravedad de estos problemas ha generado inquietudes ante la posibilidad de una recesión de “doble fondo” en el mercado de la vivienda. En algunas economías, en particular en la región de Asia y el Pacífico, los mercados inmobiliarios están recuperándose, pero el temor a un recalentamiento de la economía está dando lugar a medidas de política que probablemente impedirán que estos mercados estimulen el crecimiento a corto plazo.

#### *Evolución reciente de los mercados inmobiliarios*

El auge inmobiliario que tuvo lugar entre 2002 y 2007 fue sincronizado, pero no así el colapso posterior. En general, las economías pueden clasificarse en dos grupos (ver gráfica siguiente)<sup>1/</sup>:

### Ajuste no sincronizado<sup>1</sup>

— Economías en recuperación — Economías en recesión



<sup>1</sup>/ Las economías en recuperación son Australia, Canadá, China, Finlandia, Noruega, Nueva Zelandia, la RAE de Hong Kong, Singapur y Suecia. Las economías en recesión son Bulgaria, Croacia, Dinamarca, los Emiratos Árabes Unidos, Eslovenia, España, Estados Unidos de Norteamérica, Estonia, Filipinas, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Islandia, Italia, Letonia, Lituania, Malta, los Países Bajos, Polonia, el Reino Unido, la República Eslovaca, Rusia y Sudáfrica. Los precios de la vivienda de Alemania y Japón han estado en descenso por un período prolongado, y por eso no se incluye ninguno de esos dos países.

<sup>2</sup>/ Los datos sobre inversión en viviendas corresponden solo a las economías avanzadas.

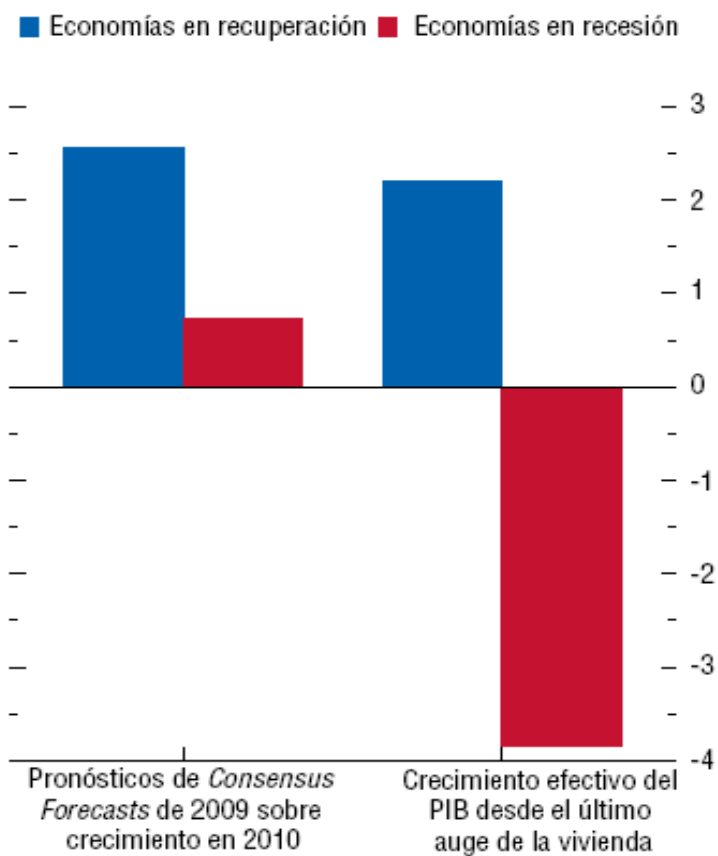
FUENTE: Fuentes nacionales; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, *Global Property Guide*, y cálculos del personal técnico del FMI.

- *Economías en recesión:* En la gran mayoría de las economías, los precios de la vivienda continúan cayendo o están estabilizándose gradualmente, lo que se traduce en una disminución de la inversión en viviendas y del valor agregado bruto (VAB) en el sector de la construcción. En estas economías, los precios de la vivienda han caído más de un 10% cada año desde 2007, tras haber aumentado aproximadamente un 8.5% anual entre 2000 y 2007. En cifras acumuladas, la inversión en viviendas ha disminuido casi un 30% desde 2007.
- *Economías en recuperación:* En varias economías de la región de Asia y el Pacífico, así como en la mayoría de los países escandinavos y en Canadá, los precios de la vivienda y la inversión en viviendas están repuntando y el VAB en el sector de la construcción está estabilizándose.

Las economías en recuperación son las que presentan mejores perspectivas de crecimiento después de la crisis y mejores resultados de crecimiento (segundo gráfico). Otro factor que influye en la desemejanza de los resultados del mercado de la vivienda en los diferentes países desde 2007 es la intensidad del auge que precedió a la caída. Cuanto mayor es el auge, más fuerte es la caída posterior (ver gráfica siguiente)<sup>2/</sup>.

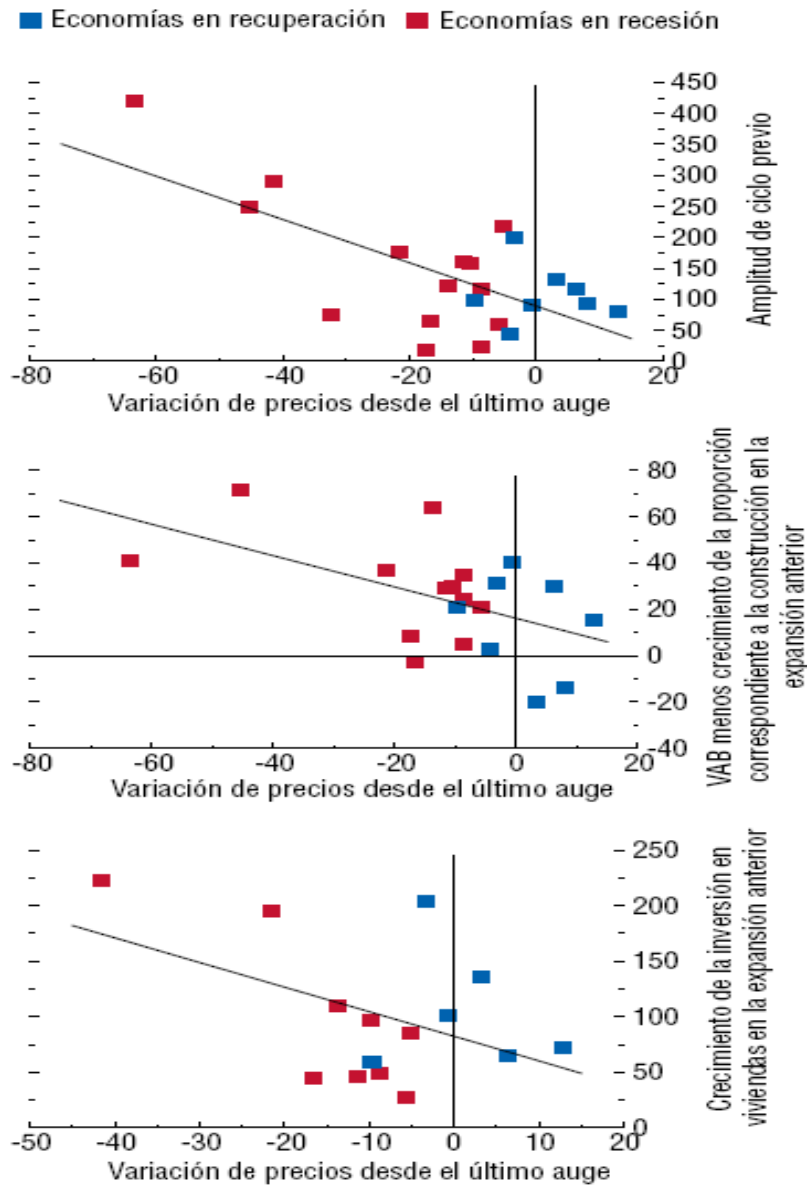
**PERSPECTIVAS DEL PIB Y CRECIMIENTO:  
RECUPERACIÓN FRENTE A RECESIÓN**

-Porcentaje-



FUENTE: *Consensus Forecast* y cálculos del personal técnico del FMI.

**DIFERENCIAS ENTRE PAÍSES**



1/ VAB = Valor agregado bruto.  
 FUENTE: Cálculos del personal técnico del FMI.

*Colapso de la inversión en viviendas en las economías avanzadas*

En las economías avanzadas, una característica del ciclo inmobiliario de los últimos 10 años que difiere marcadamente de los ciclos anteriores es el acceso ampliado al crédito. Las condiciones monetarias expansivas y la innovación financiera ampliaron el acceso de los hogares al crédito, propiciando el apalancamiento. El proceso de desapalancamiento podría hacer que el impacto macroeconómico de este desplome del sector de la vivienda sea más intenso que el de episodios pasados. Además, el desapalancamiento del sector de los hogares avanza a un ritmo mucho más lento que el del sector empresarial o financiero. Esto se debe a que el mayor segmento de los balances de los hogares, ya sea en el lado del activo o del pasivo, tiende a ser el de bienes inmuebles, cuya venta masiva es más difícil que la de los bonos y las acciones. Por lo tanto, la recuperación probablemente será más lenta que en las recesiones provocadas por problemas relacionados con los balances de las empresas.

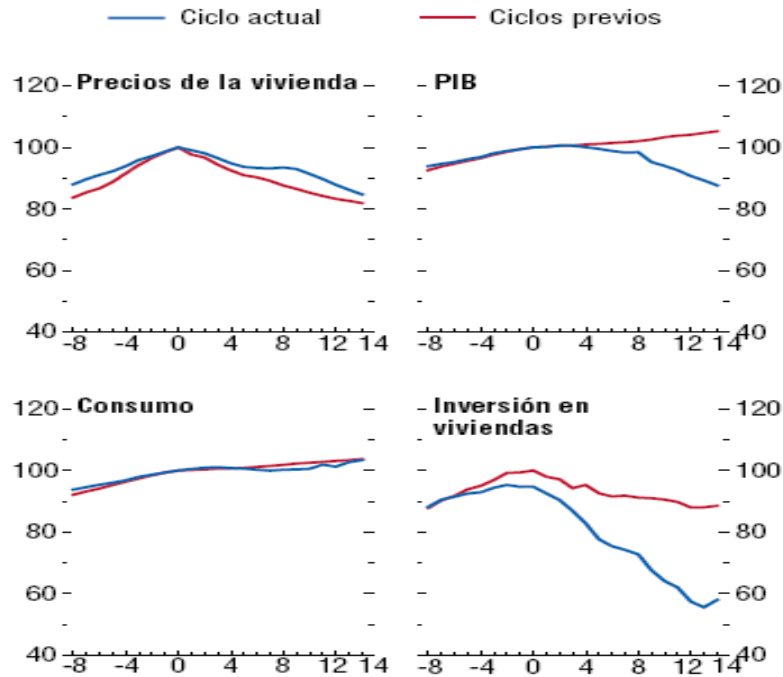
En países como España e Irlanda hay un factor más que hace prever que la recuperación será lenta. La interacción entre los precios del crédito y las garantías propició un auge de la construcción que distorsionó significativamente la asignación de recursos. Así, el sector de la construcción creció de manera desproporcionada frente a otros sectores de la economía y se convirtió en el motor del crecimiento de estas economías. El aporte de la construcción al valor agregado total fue del 12% en España y del 10% en Irlanda al final de 2006, mientras que el promedio en la zona del euro fue un poco inferior al 7%. Por lo tanto, el desplome del sector de la vivienda causó una fuerte contracción del producto de la construcción y del empleo<sup>3/</sup>. Las tasas de desempleo actuales de Irlanda y España son el triple y el doble, respectivamente, que las tasas medias registradas en el período 2000–07, mientras que en la zona del euro la tasa de desempleo aumentó, en promedio, un 20%.

La reasignación de la mano de obra hacia sectores distintos de la construcción probablemente tomará un tiempo considerable, lo cual mantendrá las tasas de desempleo en niveles persistentemente altos (Aspachs-Bracons y Rabanal, 2009).

En el siguiente gráfico se comparan las trayectorias de dos componentes básicos del PIB correspondientes al sector de los hogares, a saber, consumo e inversión en viviendas, alrededor de los puntos máximos de los precios inmobiliarios durante el ciclo actual y ciclos anteriores. En las economías avanzadas en general, tras un descenso inicial considerable, el consumo privado retoma la trayectoria observada en ciclos inmobiliarios anteriores. Sin embargo, la trayectoria de la inversión en viviendas es notablemente diferente en este ciclo en comparación con el pasado. No parece probable que la inversión en viviendas se reactive en el futuro cercano, sobre todo dadas las perspectivas de los precios de la vivienda. Históricamente, la inversión en viviendas ha estado directamente correlacionada con la apreciación de los precios de los inmuebles residenciales, con un coeficiente medio de correlación entre países de 0.3. Si la diferencia entre los precios actuales de la vivienda y sus parámetros fundamentales basados en un modelo econométrico se corrigieran en los próximos cinco años en todas las economías avanzadas, los precios reales de la vivienda bajarían a una razón anual de entre 0.5 y 1.5%, en promedio, entre 2010 y 2015<sup>4/</sup>. Por consiguiente, la inversión en viviendas podría permanecer deprimida varios años más.



**ECONOMÍAS AVANZADAS: CICLOS PREVIOS DE LA VIVIENDA FRENTE AL ACTUAL<sup>1/</sup>**



<sup>1/</sup> Las fechas de los auges de los ciclos de precios de la vivienda se determinan por separado para cada país. En todas las series el índice es igual a 100 en la fecha del auge. La serie vinculada a los ciclos previos es el valor medio del índice correspondiente a todos los países con respecto a todos los auges excepto el más reciente.

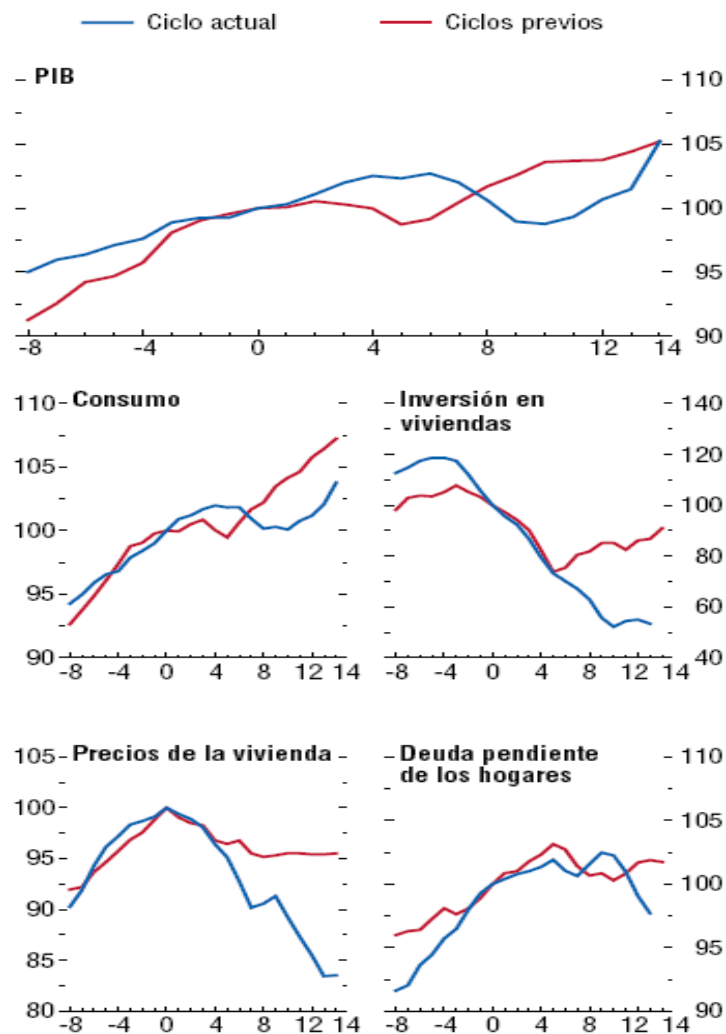
FUENTE: Haver Analytics; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, y FMI, *International Financial Statistics*.

*¿Recesión de doble fondo en los mercados inmobiliarios de Estados Unidos de Norteamérica y el Reino Unido?*

Estas observaciones se corroboran al comparar el actual ciclo de la vivienda con ciclos anteriores en Estados Unidos de Norteamérica (gráfico siguiente). La inversión en viviendas continúa muy deprimida en comparación con ciclos anteriores, lo cual puede atribuirse en parte a la tendencia de los precios de la vivienda y a la deuda pendiente de los hogares. Las perspectivas sombrías de los precios de la vivienda frenan el proceso de desapalancamiento de los hogares, dado que el valor de sus hipotecas supera el valor de mercado de los inmuebles.

Este problema se agrava porque, en esta recesión, el desplome de los precios fue más pronunciado en los estados de Estados Unidos de Norteamérica en donde más aumentó el desempleo. Este fenómeno probablemente obedece a la importancia del sector de la construcción en las economías de estos estados y a la menor movilidad de la mano de obra derivada de los problemas en el sector de la vivienda.

### ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA: CICLOS PREVIOS DE LA VIVIENDA FRENTE AL ACTUAL



FUENTE: Haver Analytics; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y FMI, *International Financial Statistics*.

Tanto en Estados Unidos de Norteamérica como en el Reino Unido las medidas tributarias estimularon temporalmente la actividad, pero la demanda de viviendas disminuyó y los precios retrocedieron tras la expiración reciente del plazo de las iniciativas<sup>5/</sup>. Si bien esto estaba previsto, el descenso fue mayor de lo esperado. En Estados Unidos de Norteamérica en particular, dado el limitado éxito de los programas de modificación de las hipotecas y el inventario latente de viviendas que están por salir al mercado debido a ejecuciones hipotecarias y atrasos en los pagos, esta situación ha reavivado los temores de una recesión de doble fondo en los mercados inmobiliarios<sup>6/</sup>. Mucho dependerá de la trayectoria que siga la recuperación económica: si la creación de empleo sigue siendo floja, aumentarán sin duda los riesgos de una recesión de doble fondo en el sector de la vivienda.

Otros factores amenazan la precaria estabilización. En primer lugar, las tasas de incumplimiento de los valores respaldados por hipotecas comerciales han alcanzado niveles máximos recientemente, y en los próximos años vencerán montos considerables de deuda relacionada con inmuebles comerciales<sup>7/</sup>. En segundo lugar, se avecinan los reajustes de los préstamos con tasas de interés variable. Pese a los mínimos históricos de las tasas de interés de las hipotecas, las opciones de refinanciamiento son limitadas porque en muchos casos las hipotecas valen más que el inmueble o tienen saldos mayores que el original, debido a la amortización negativa, y porque los prestatarios se enfrentan a un mercado laboral deprimido<sup>8/</sup>. En tercer lugar, las tensiones en las condiciones de crédito pueden volver a materializarse, debido a pérdidas en los préstamos provocadas por incumplimientos de pago, que quizás aún no hayan llegado a su nivel máximo, y a requisitos más exigentes de capital y de liquidez en el marco de nuevas regulaciones financieras<sup>9/</sup>.

*¿Otra burbuja en Asia?*

Varias economías de la región de Asia y el Pacífico, así como Canadá y la mayoría de los países escandinavos, han experimentado un repunte de los precios inmobiliarios y la inversión en viviendas desde 2009. ¿Continuará esta recuperación? En muchas de las economías de este grupo, las actuales relaciones precio/arriendos y precio/ingreso aún superan máximos históricos, y las estimaciones econométricas siguen indicando una desviación de los precios de la vivienda con respecto a los parámetros fundamentales. En el caso de las economías asiáticas en este grupo (concretamente, China, la RAE de Hong Kong y Singapur), los parámetros fundamentales aparentemente justifican más aún los aumentos de precios observados, sobre todo debido a las sólidas perspectivas de crecimiento. Pero las estimaciones econométricas son menos fiables en estas economías porque los datos disponibles corresponden solo a un período bastante reducido. Otros datos anecdóticos –informes sobre actividad especulativa, aumento de las tasas de inmuebles desocupados, crecimiento sustancial del crédito hipotecario y entradas masivas de capital, especialmente en China- apuntan a que estos mercados inmobiliarios pueden estar recalentándose. En China se estima que la desviación de los precios de la vivienda con respecto a los parámetros fundamentales es mayor en Pekín, Nanjing, Shanghai y Shenzhen que en otras ciudades (Ahuja y Porter, 2010).

En algunos casos, la reactivación puede ser el resultado de medidas de política adoptadas para espolear la recuperación económica durante la crisis. Por ejemplo, en China, los incentivos tributarios para los compradores de viviendas y los alicientes para que los bancos sigan concediendo crédito para la adquisición de inmuebles coincidieron con el fuerte repunte de la actividad en el mercado.

Más recientemente, algunos gobiernos de la región han tomado medidas para enfriar los mercados inmobiliarios. El gobierno chino desplegó una serie de instrumentos regulatorios en la primavera de 2010, tales como aumentos de los impuestos a las transacciones y controles más estrictos sobre los préstamos. El gobierno tendrá que evaluar el efecto de estas medidas a lo largo del tiempo y ajustarlas para mantener los riesgos bajo control pero sin restringir demasiado la inversión en bienes raíces.

Para resumir, a diferencia de recuperaciones anteriores, esta vez parece haber pocas esperanzas de que el sector inmobiliario proporcione un estímulo sostenido a la economía en general. En las economías en donde los mercados inmobiliarios aún están en recesión, la actividad real seguirá enfrentando un viento en contra. Y en las economías en donde los precios de la vivienda y la inversión en viviendas están repuntando, la preocupación por posibles burbujas está llevando a tomar medidas de política que atenuarán el efecto de cualquier estímulo a corto plazo a la actividad económica.

Los autores principales de este recuadro son Deniz Igan y Prakash Loungani. Philippe Bracke y Jair Rodríguez colaboraron en la investigación.

- 1/ Hay un tercer grupo de economías intermedias. En este grupo pequeño (integrado por Austria, Bélgica, Colombia, Israel y Suiza), los precios de la vivienda han subido moderadamente –alrededor de un 2% anual desde 2007, frente al aumento anual de 2.5% registrado entre 2000 y 2007- y la inversión en viviendas no ha variado.
- 2/ Las intervenciones mediante políticas para apoyar la recuperación del sector de la vivienda, las perspectivas de crecimiento a largo plazo y la carga de la deuda de los hogares son otras posibles explicaciones de las variaciones en la evolución del mercado inmobiliario en los diferentes países.
- 3/ En general, parece haber una relación entre los niveles de actividad inmobiliaria antes de la crisis y la evolución económica después de la crisis: cuando más alta fue la inversión en viviendas como proporción del PIB en 2006, mayor fue la caída entre el nivel máximo y el nivel mínimo del PIB real.
- 4/ Resulta difícil predecir cuándo terminará la corrección en los mercados inmobiliarios. Históricamente, las desaceleraciones duran aproximadamente cuatro años, lo cual hace pensar que la desaceleración actual podría llegar a su fin en los próximos dos años. Sin embargo, dado que la última expansión duró 2.6 veces más que los episodios históricos, la corrección podría prolongarse ocho años más. Los cálculos presentados en el texto del capítulo se basan en un supuesto intermedio de que la corrección terminará en cinco años. El modelo econométrico tiene como postulado que el crecimiento de los precios reales de la vivienda es una función 1) de las variaciones del ingreso disponible per cápita, la población en edad laboral, los costos de construcción y los precios del crédito y las acciones, y 2) del nivel de las tasas de interés a corto y largo plazo.

- 5/ En el Reino Unido, la exención temporal del derecho de timbre para las viviendas de entre 125 000 libras y 175 000 libras que expiró en diciembre de 2009 fue reemplazada en marzo de 2010 con una nueva exención de dos años para las compras de primeras viviendas de hasta 250 000 libras. Esta renovación de la iniciativa explica en parte los mejores datos arrojados por los indicadores del mercado del Reino Unido en comparación con los de Estados Unidos de Norteamérica. Sin embargo, persiste la preocupación por los precios de la vivienda, que aún están en niveles altos según criterios tradicionales de valoración, y es posible que el apoyo mediante políticas no sea suficiente para evitar nuevas correcciones.
- 6/ Además de los 2.3 millones de hogares ya embargados, se estima que hay 3.3 millones de propiedades en riesgo de embargo porque sus pagos están en mora 60 días o más. Esta estimación no incluye los préstamos modificados, cuyas tasas de nuevo incumplimiento alcanzan el 50% menos de un año después de la modificación. Además, es posible que algunas de los 5 millones de personas con hipotecas cuyo monto supera el valor de la vivienda entren en incumplimiento estratégico si los precios no se recuperan. En resumen, el inventario latente de viviendas puede ascender a 7 millones, mientras que históricamente el mercado inmobiliario de Estados Unidos absorbe por lo general 700 mil unidades al año.
- 7/ En Estados Unidos de Norteamérica, un monto de 566 mil millones de dólares de deuda relacionada con inmuebles comerciales, en su mayoría proporcionada por bancos, vence en 2010 y 2011, según Foresight Analytics, LLC. En el Reino Unido, alrededor de 160 mil millones de libras de deuda relacionada con inmuebles comerciales vencerán en los próximos cinco años.
- 8/ En Estados Unidos de Norteamérica se prevé que el saldo total de los préstamos que experimentarán un shock en los pagos debido a reajustes de las tasas de interés alcanzará un nivel máximo de 18 000 dólares millones aproximadamente a mediados de 2011, según Amherst Securities.
- 9/ No obstante, los mercados inmobiliarios de Estados Unidos de Norteamérica y el Reino Unido son diferentes. En el Reino Unido los atrasos en los pagos y los embargos son mucho menos numerosos, y es posible que las pérdidas en préstamos por mora de las hipotecas estén llegando a su máximo. Y otro factor no menos importante es que las diferencias en las restricciones sobre la oferta pueden dar lugar a probabilidades divergentes de que se produzca una recesión de doble fondo en el mercado inmobiliario de cada uno de estos dos países.

### ***Desapalancamiento de los hogares***

Los hogares siguen ahorrando más que antes de la crisis y continúan reparando sus balances, aunque se prevé que las tasas de ahorro se moderen pronto (véase el gráfico de Relaciones y Tasas de Ahorro). La deuda de los hogares dejó de crecer en 2009 en Estados Unidos de Norteamérica y el Reino Unido. Si bien esto ha dado lugar a una apreciable disminución de las relaciones entre la deuda y el ingreso, y entre la deuda y los activos financieros, estas relaciones se mantienen en niveles superiores a los registrados hace una década. En la zona del euro, donde algunas economías registraron una rápida expansión antes de la crisis, la deuda continuó creciendo a lo largo de 2009, salvo en Alemania. No obstante, el endeudamiento de los hogares ya se está reduciendo fuertemente, y a juzgar por los coeficientes de deuda, posiblemente la corrección seguirá por algún tiempo, sobre

todo, aunque no exclusivamente, en los países vulnerables de la zona del euro. No obstante, el desapalancamiento probablemente no requerirá aumentos adicionales significativos de las tasas de ahorro de los hogares, aunque las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* no incluyen nuevos aumentos.

### ***Se desacelera la acumulación de existencias***

En Estados Unidos de Norteamérica y varias economías avanzadas de Asia, la reconstitución de existencias ha avanzado a buen ritmo y no se prevé que se acelere aún más. En la zona del euro y Japón, la reducción de las existencias fue más limitada durante la desaceleración, debido posiblemente a la retención de mano de obra que mantuvo la producción alta. En estas economías, la reconstitución de existencias probablemente tampoco se acelerará. Por lo tanto, las existencias, que han sido un factor de apoyo en la recuperación, se convertirán en un factor neutral.

### ***Cambio en las políticas de apoyo***

Aunque la política monetaria seguirá siendo acomodaticia, y aumentará su eficacia a medida que los mercados financieros se recuperan, el estímulo proporcionado por la política fiscal se irá reduciendo. Al mismo tiempo, la combinación de políticas macroeconómicas en los distintos países brindará un apoyo limitado al reequilibrio de la demanda mundial.

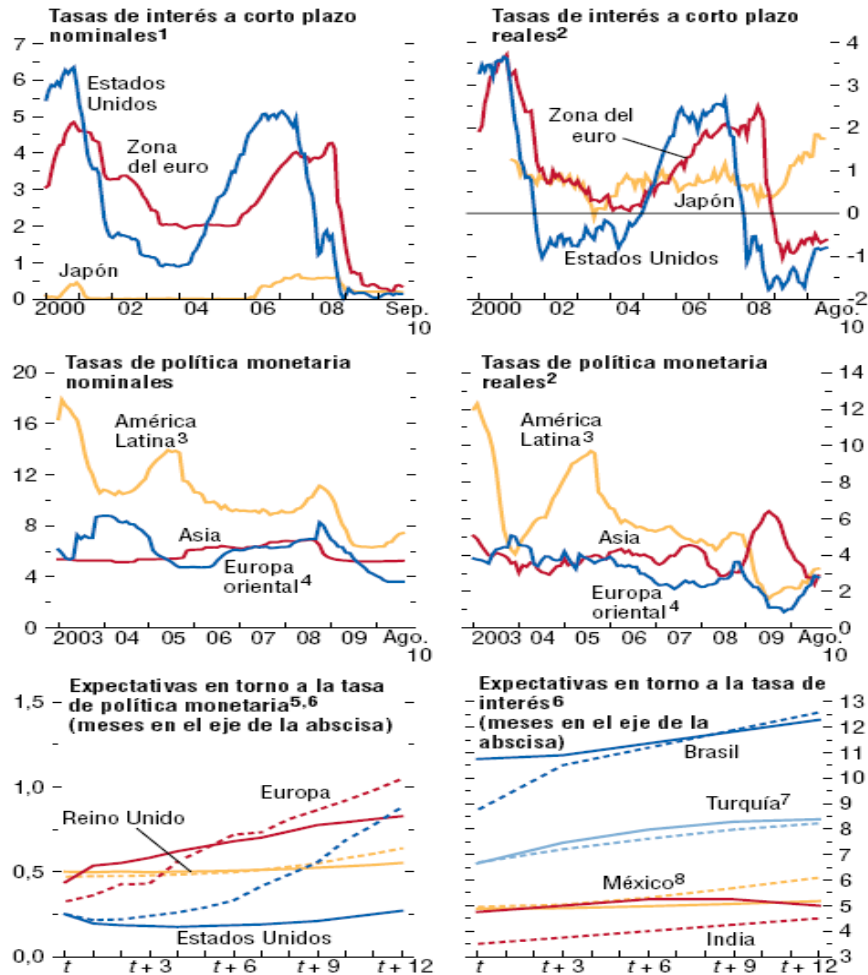
### ***Condiciones monetarias expansivas***

La política monetaria de apoyo sigue siendo adecuada en la mayoría de las economías, y los mercados esperan que las tasas de interés vuelvan muy gradualmente a niveles más normales (véase el gráfico siguiente).

## MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA Y LIQUIDEZ EN ALGUNAS ECONOMÍAS AVANZADAS

-Porcentaje, salvo indicación en contrario-

Se mantiene una política monetaria de apoyo acertada. Ante la creciente incertidumbre con respecto a las perspectivas futuras, se refuerzan las expectativas de que las tasas no volverán a subir por algún tiempo, principalmente en las economías avanzadas.



<sup>1/</sup> Letra del tesoro a tres meses.

<sup>2/</sup> En relación con la inflación básica.

<sup>3/</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

<sup>4/</sup> Bulgaria, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania y Polonia.

<sup>5/</sup> Las expectativas se basan en la tasa de fondos federales (Estados Unidos de Norteamérica), la tasa promedio 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 23 de septiembre de 2010.

<sup>6/</sup> Actualizadas al 23 de septiembre de 2010. Las líneas punteadas corresponden a datos al 12 de abril de 2010.

<sup>7/</sup> Diferencial medio entre el precio de venta y el precio de compra de la tasa de interés de referencia de la lira turca al 23 de septiembre de 2010. Algunos períodos se interpolan linealmente.

<sup>8/</sup> Basadas en futuros de las tasas interbancarias a 28 días.

FUENTE: Bloomberg Financial Market, Eurostat, Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.



- En las economías avanzadas, los bancos centrales de Australia, Canadá, Corea, Israel, Nueva Zelandia, Noruega y Suecia han elevado recientemente las tasas de interés de política. No obstante, las tasas en estas economías siguen siendo muy bajas en comparación con sus niveles históricos, salvo en aquellas en que la recuperación ya está más afianzada. La Reserva Federal, el Banco de Japón, el BCE y el Banco de Inglaterra han mantenido la principal tasa de política cerca de cero, y la Reserva Federal ha indicado que las condiciones probablemente requerirán mantener las tasas de interés en un nivel excepcionalmente bajo por un período prolongado. La respuesta del mercado a las inquietudes con respecto a la sostenibilidad y el ritmo de la recuperación ha sido una fuerte disminución de los rendimientos de los bonos públicos a largo plazo. A medida que las instituciones y los mercados financieros se recuperan, las bajas tasas de interés proporcionarán un mayor estímulo.
- Varias economías emergentes han aplicado una política monetaria más restrictiva, aumentando las tasas (por ejemplo, Brasil, India, Malasia, Perú), incrementando las reservas obligatorias en efectivo (por ejemplo, China, India, Turquía), o estableciendo límites directos sobre el crecimiento del crédito (por ejemplo, China). Se prevé que la aplicación de medidas más restrictivas será gradual, dado que se proyecta que la inflación se mantendrá, en general, moderada. La inquietud más urgente en algunas economías es el elevado crecimiento del crédito para compras de bienes raíces. En varias economías de Asia, las autoridades han logrado desacelerar este crecimiento mediante regulaciones prudenciales. En algunas economías de Europa emergente, en cambio, los bancos centrales han reducido las tasas en respuesta a la disminución de las presiones sobre los precios y a la creciente incertidumbre en Europa occidental (por ejemplo, Hungría, Rumania, Rusia).

Los bancos centrales utilizaron medidas de apoyo no convencionales durante la crisis para estabilizar los bancos y los mercados. Algunas de estas medidas –como el suministro de grandes cantidades del excedente de reservas al sistema bancario– se diseñaron para establecer unas condiciones de crédito más expansivas a nivel general cuando las tasas de interés a corto se situaban en el nivel mínimo de cero (“flexibilización cuantitativa”). Otras –como la compra de activos financieros no tradicionales– tuvieron por objeto aumentar la confianza y la liquidez en algunos mercados que habían dejado de funcionar (“flexibilización cuantitativa”). Los bancos centrales han puesto fin, con acierto, a muchos de estos programas de apoyo no convencional, pero también ha habido algunos retrocesos:

- La Reserva Federal ha puesto fin, acertadamente, a la mayor parte de sus facilidades de emergencia (por ejemplo, el mecanismo de crédito a plazo respaldado por activos (TALF, por sus siglas en inglés) expiró el 30 de junio de 2010) y también concluyó un programa de ventas de activos. No obstante, decidió recientemente reinvertir los pagos de principal de su cartera de deuda de las empresas semipúblicas (GSE, por sus siglas en inglés) y de valores con respaldo hipotecario en letras del Tesoro a más largo plazo. Aunque el impacto cuantitativo de esta medida es limitado, muestra la determinación de la Reserva de mantener una política monetaria acomodaticia por un período prolongado.
- Ante la reaparición de turbulencias en los mercados financieros, el BCE decidió intervenir en los mercados de bonos públicos con su Programa para los Mercados de Valores (SMP, por sus siglas en inglés)<sup>2</sup>. Las compras en el marco de este programa, que han superado 60 mil millones de euros, contribuyeron a reducir la volatilidad y ahora se han reducido en respuesta a la

---

<sup>2</sup> A diferencia de las compras de bonos públicos del Banco de Inglaterra, que finalizaron hace algún tiempo, el objetivo declarado de la intervención del BCE no es reducir las tasas de interés a largo plazo, sino contrarrestar la volatilidad excesiva.

estabilización de las condiciones financieras. El BCE finalizó su programa de compras limitadas de bonos cubiertos, así como sus operaciones de refinanciamiento a largo plazo con vencimiento a 12 meses. No obstante, muchos bancos siguen dependiendo en gran medida de las facilidades de financiamiento del BCE, y sería arriesgado abandonar las operaciones a tasa fija y la cobertura total para las operaciones y endurecer los requisitos de garantías. Esto subraya la necesidad avanzar rápidamente en la recapitalización a nivel nacional.

- El Banco de Japón puso fin al programa de compras limitadas de bonos corporativos y papel comercial y amplió la facilidad de suministro de fondos orientado a reducir las primas por liquidez. No obstante, con la apreciación del yen y la disminución de los precios de las acciones, las condiciones financieras son más restrictivas y la deflación sigue siendo un riesgo. Por lo tanto, tal vez sea necesario continuar aplicando una política monetaria expansiva.
- El Banco de Inglaterra finalizó su programa de compras de bonos públicos financiados con reservas en febrero de 2010. Fue una medida adecuada, dada la normalización de las condiciones en muchos segmentos del sector financiero, las bajas tasas de interés a largo plazo de los valores públicos, y la persistente inflación por encima de la meta (debido a los shocks del nivel de precios)<sup>3</sup>.
- Otros bancos centrales, como el Banco de la Reserva de Australia, el Banco de Canadá, el Banco de Suecia y los bancos en las economías emergentes han retirado, en general, las medidas de apoyo a la liquidez porque sus mercados financieros se han recuperado y sus economías han experimentado una vigorosa reactivación. De hecho, varias economías emergentes han adoptado

---

<sup>3</sup> Las compras moderadas de activos del sector privado han continuado pero se financian mediante la emisión de letras del Tesoro o en el marco de las operaciones de gestión de efectivo.

prácticas y políticas prudenciales más restrictivas en respuesta al fuerte repunte de las entradas de capitales o al rápido crecimiento del crédito.

- Dadas las sustanciales necesidades de financiamiento en dólares estadounidenses de muchos bancos comerciales fuera de Estados Unidos de Norteamérica, la Reserva Federal y los bancos centrales de Canadá, la zona del euro, Japón, Suiza y el Reino Unido restablecieron recientemente la líneas de *swap* de dólares para resolver los problemas de financiamiento en dólares ocurridos durante la turbulencia financiera en mayo y junio de este año.

Las ventas de activos, el endurecimiento de los requisitos de garantías o la eliminación de otros mecanismos de apoyo al financiamiento deben constituir un proceso gradual, porque la volatilidad del mercado sigue siendo elevada, los bancos continúan siendo vulnerables, algunos mercados mayoristas están en mal estado, y muchos mercados relacionados con el sector inmobiliario son débiles<sup>4</sup>. Entretanto, los bancos centrales pueden absorber liquidez de varias formas si surgen riesgos al alza de la inflación<sup>5</sup>.

### ***Consolidación fiscal***

La política fiscal será más restrictiva en 2011 (véase el gráfico siguiente). En las economías avanzadas los saldos fiscales se redujeron (es decir, los déficit aumentaron) aproximadamente 5% del PIB en 2009, tras una caída de 2.5% en 2008. En términos estructurales, o ajustados en función del ciclo, la reducción fue de alrededor de 2.5% en 2009; el 2.5% restante se derivó de los efectos automáticos de la recesión sobre los ingresos tributarios y el gasto social. Se proyecta ahora que los saldos aumenten aproximadamente 0.75% en 2010 y más

---

<sup>4</sup> Ninguno de los principales bancos centrales ha examinado el calendario para la venta de valores.

<sup>5</sup> La Reserva Federal estableció recientemente un programa de depósitos a plazo (*Term Deposit Facility*) y probó las operaciones de reporto pasivos para absorber liquidez, si es necesario.

1.25% en 2011. Esto refleja un aumento de los ingresos y una reducción del gasto asociados con la recuperación y la continua aplicación de medidas discrecionales menos restrictivas en 2010 -de alrededor de 0.25% del PIB- seguida de una contracción de 1% en 2011<sup>6</sup>. En las economías emergentes, se proyecta que los saldos fiscales aumentarán 0.75% del PIB en 2010 y más 0.75% en 2011, tras una distensión de casi 4.5% del PIB en 2009.

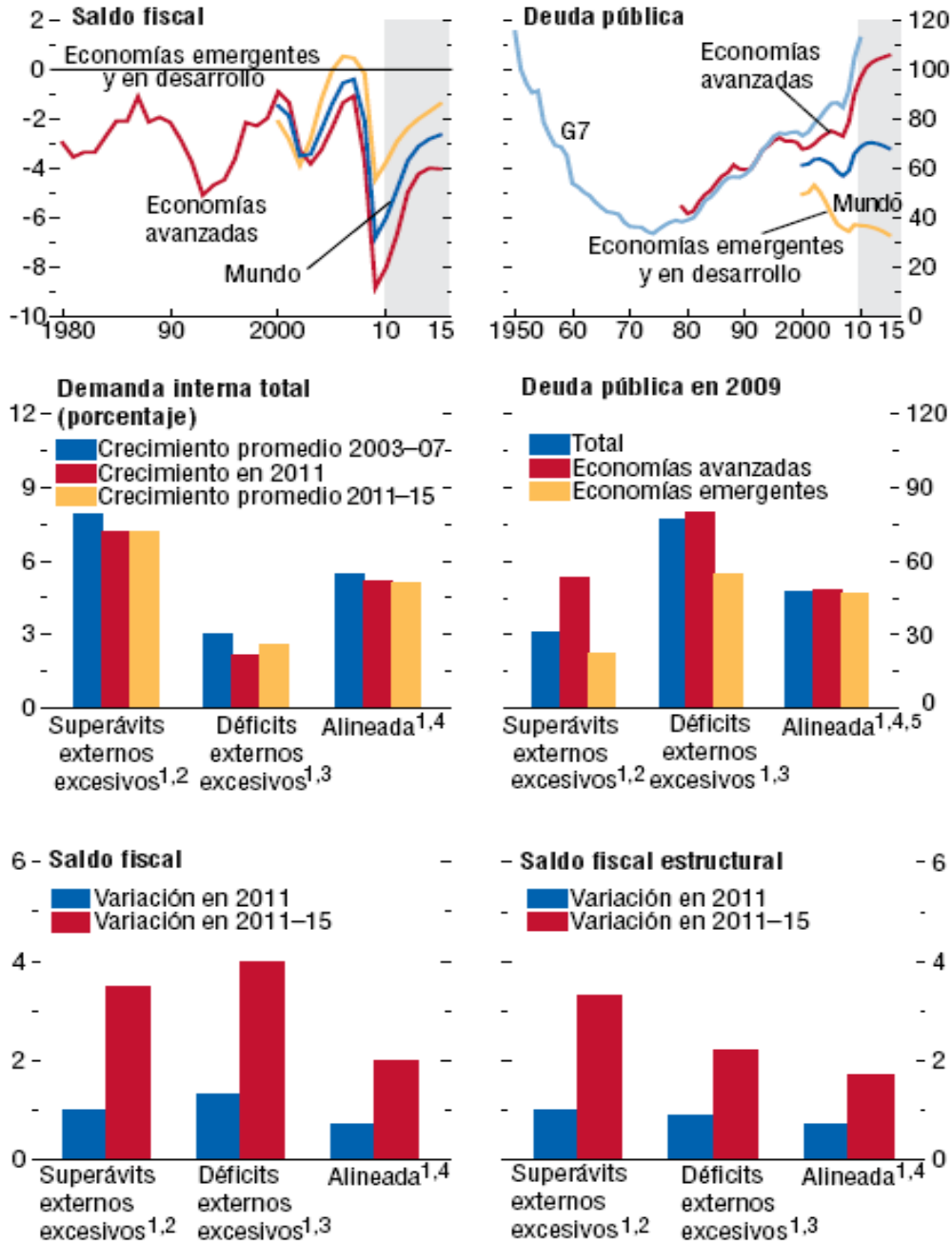
### **SALDOS FISCALES DEL GOBIERNO GENERAL Y DEUDA PÚBLICA**

-Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario-

La política fiscal se tornará contractiva en 2011, tras una expansión significativa principalmente en 2009. Aun así, se proyecta que los coeficientes de deuda pública sigan aumentando, salvo si se adoptan medidas adicionales. Aunque cabe prever que la consolidación fiscal y de los hogares reduzca la demanda en las economías avanzadas, no se proyecta que la demanda interna en las principales economías emergentes compense esta reducción. Del mismo modo, no se espera que las políticas fiscales en las economías avanzadas y emergentes con bajos niveles de deuda y superávit externos varíen mucho con respecto a las políticas en otras regiones.

---

<sup>6</sup> Esto representa una consolidación de 0.25% del PIB más con respecto al pronóstico de la edición de abril de *Perspectivas de la economía mundial* para 2010–11, con aproximadamente una contracción adicional de 1% del PIB en la zona del euro y una distensión de 0.5% del PIB en Estados Unidos de Norteamérica.



1/ Con base en el Grupo Consultivo sobre Tipos de Cambio (CGER, por sus siglas en inglés) del personal técnico del FMI. Los países del CGER incluyen Argentina, Australia, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Corea, Estados Unidos de Norteamérica, Hungría, India, Indonesia, Israel, Japón, Malasia, México, Pakistán, Polonia, el Reino Unido, la República Checa, Rusia, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Turquía y la zona del euro. Véase un análisis detallado de la metodología para calcular la subvaloración y la sobrevaloración de los tipos de cambio en Lee *et al.* (2008).

2/ Estas economías representan el 19.4% del PIB mundial.

3/ Estas economías representan el 21.6% del PIB mundial.

4/ Estas economías representan el 44.0% del PIB mundial.

5/ Excluido Japón.

FUENTE: Cálculos del personal técnico del FMI.

Los cambios en la política fiscal probablemente resultarán contractivos para la mayoría de las economías en 2011, aunque es difícil determinar en qué grado. En el Capítulo 3 se presenta un análisis econométrico de episodios anteriores de consolidación fiscal en las economías avanzadas, en el que se señala que una contracción fiscal de 1% del PIB suele causar una caída de la demanda interna de 1% después de dos años, y alrededor de la mitad de este efecto sobre el PIB real tiende a ser compensado por un aumento de las exportaciones netas. La experiencia anterior quizás no nos ayude a determinar el posible impacto de la consolidación en las circunstancias actuales, pero cabe considerar varios aspectos que indican que las consolidaciones fiscales tienen efectos contractivos a corto plazo, especialmente en las principales economías avanzadas. La aplicación de planes de consolidación fiscal a mediano plazo creíbles y que favorezcan el crecimiento tendrá efectos beneficiosos en la inversión, pero estos planes por lo general no son muy comunes. Además, como muchos países llevarán a cabo el ajuste al mismo tiempo, el canal de las exportaciones tendrá un efecto moderado. Además, como los mercados ya prevén que las tasas de política de las principales economías avanzadas se mantendrán cerca de cero durante el próximo año, la política monetaria convencional solo puede ofrecer apoyo limitado a corto plazo cuando la demanda se debilite, a diferencia de lo ocurrido en episodios anteriores de consolidación. Hay relativamente poca información sobre la eficacia de las medidas de distensión monetaria no convencionales en el marco de una política fiscal más restrictiva.

### ***Pronóstico para 2010–11***

En general, se prevé que la recuperación continuará siendo compatible, en términos generales, con los pronósticos anteriores. Dado que, en general, los factores negativos y positivos se contrarrestarán mutuamente en los próximos dos años, las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* para 2010 y 2011

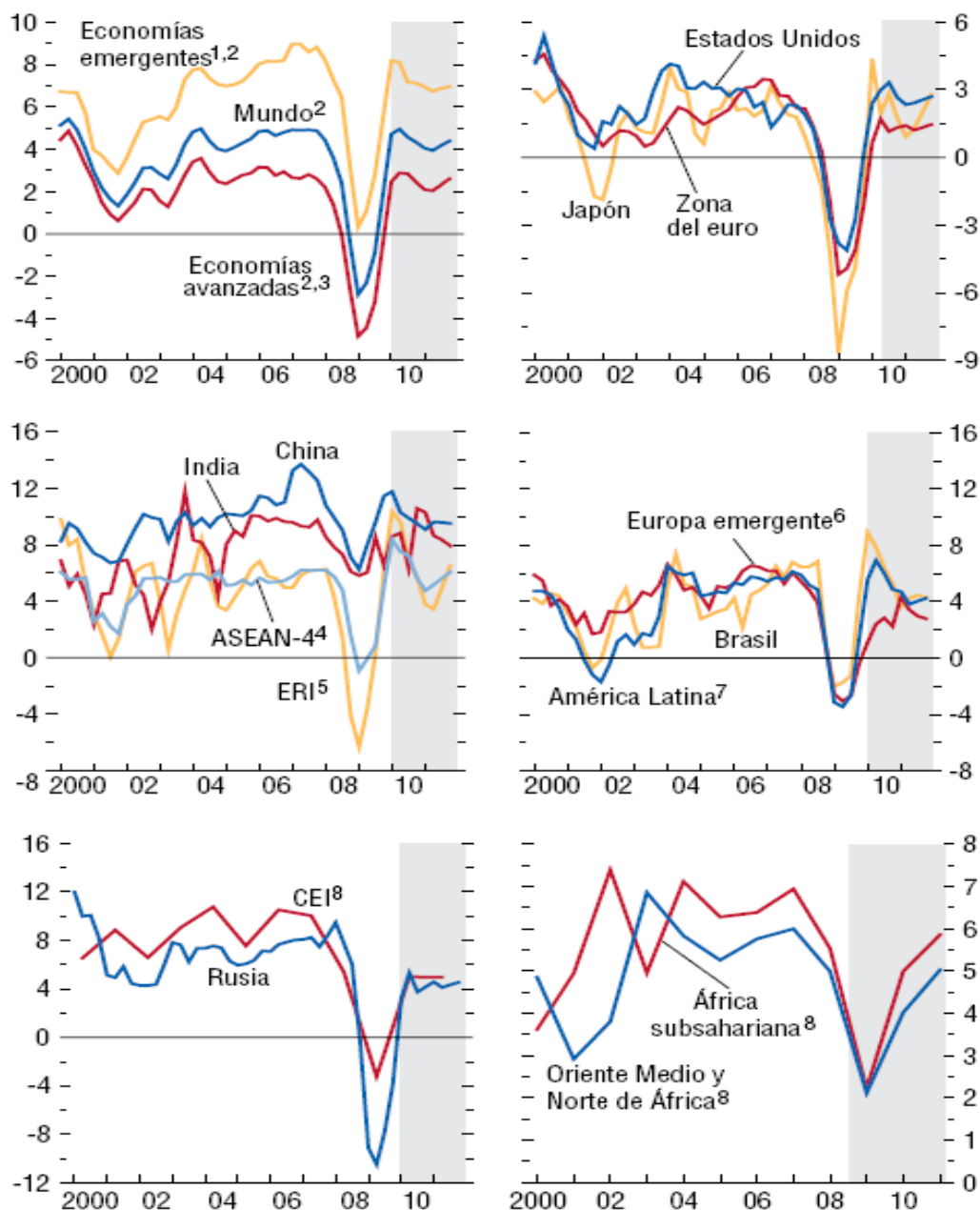
apuntan a pocos cambios en la evolución del crecimiento mundial. Se proyecta una expansión del PIB mundial de 4.8% en 2010 y 4.2% en 2011 (ver cuadro de Panorama de las proyecciones de Perspectivas de la Economía Mundial y gráfico siguiente). El pronóstico supone que los riesgos a la baja identificados no se materializarán: una aguda incertidumbre pesará sobre la demanda pero no frenará la continua recuperación de la inversión, el empleo y el consumo de los hogares. Esto compensará en gran medida la reducción del estímulo fiscal, que comenzará en el segundo semestre de 2010.

### **PERSPECTIVAS MUNDIALES**

- PIB real; variación porcentual con respecto a un año antes, salvo indicación en contrario-

Dado que los factores negativos y positivos se irán contrarrestando mutuamente a lo largo de los próximos dos años, el crecimiento mundial proyectado en *Perspectivas de la economía mundial* para 2010 y 2011 presenta pocas variaciones. En las economías avanzadas, se proyecta que las tasas de crecimiento seguirán siendo bajas, teniendo en cuenta la profundidad de la recesión y el nivel de capacidad excesiva. En las economías emergentes, se proyecta un crecimiento robusto, en comparación con lo sucedido tras otras recesiones mundiales, salvo en varias economías de Europa emergente y en la Comunidad de Estados Independientes.





- 1/ Incluye China, India, Rusia, Sudáfrica, Turquía y las economías enumeradas en las notas 4, 6 y 7.
  - 2/ Incluye únicamente economías que declaran datos trimestralmente.
  - 3/ Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos de Norteamérica, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelandia, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, la República Checa, Singapur, Suecia, Suiza y la zona del euro.
  - 4/ Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.
  - 5/ Economías recientemente industrializadas (ERI) comprende Corea, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong y Singapur.
  - 6/ Bulgaria, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania y Polonia.
  - 7/ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.
  - 8/ Variación porcentual anual con respecto a un año antes.
- FUENTE: Haver Analytics y base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

La estabilidad de las tasas de crecimiento anual oculta una desaceleración temporal de la actividad. En las economías avanzadas, donde se registró, según las estimaciones, un crecimiento del PIB de 3.5% en el primer semestre de 2010, se proyecta un crecimiento de 1.75% en el segundo semestre. Luego, en respuesta a factores expansivos, el crecimiento supera 2.5% en 2011 (véase gráfico de Perspectivas de la actividad a corto plazo). Estas tasas de crecimiento son bajas, considerando la profundidad de la recesión y el nivel de exceso de capacidad, y esto significa que las altas tasas de desempleo bajarán muy lentamente. En las economías emergentes y en desarrollo, el crecimiento sólido, en términos generales, se desacelerará un poco en el segundo semestre de 2010 a un 6.25 por ciento.

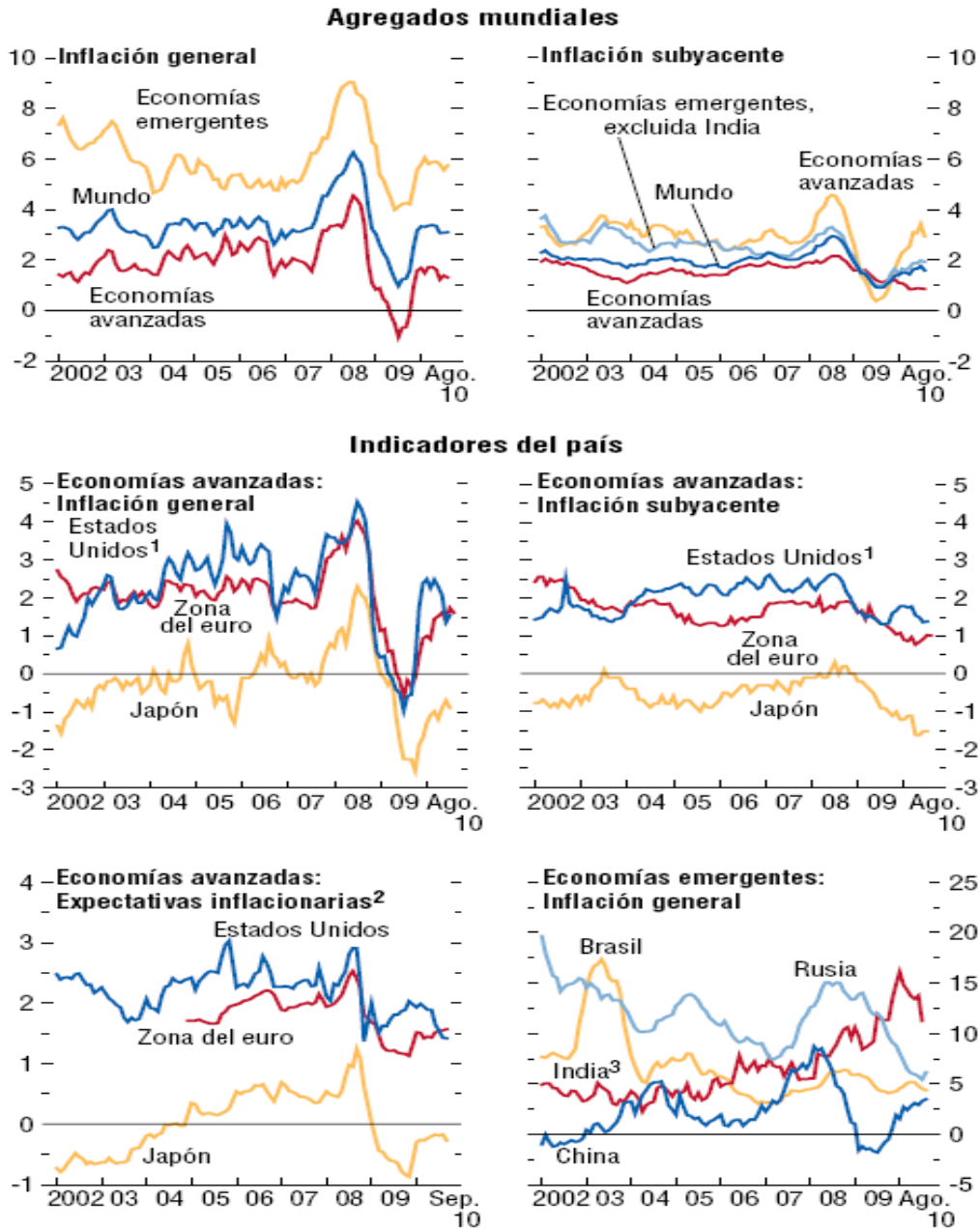
Se proyecta que la inflación se mantendrá baja, en general, ante el continuo exceso de capacidad y las altas tasas de desempleo (véase el gráfico siguiente). No obstante, la recuperación de los precios de las materias primas ha elevado el nivel de precios al consumidor en 2010. Por lo tanto, en las economías avanzadas, la inflación general se ha mantenido aproximadamente en 1.75% durante muchos meses pero recientemente ha comenzado a desacelerarse y se sitúa por debajo de 1.5%. La inflación subyacente ha registrado niveles mucho más bajos y recientemente ha caído por debajo de 1%. En las economías emergentes, la tasa general y la subyacente se ubican en alrededor de 5.75 y 3%, respectivamente. Los indicadores de mercado parecen señalar que los precios de las materias primas se mantendrán estables y que las presiones a la baja sobre los salarios disminuirán gradualmente, por lo cual cabe esperar una convergencia entre los niveles de la inflación general y la subyacente en aproximadamente 1.25% en 2011 en las economías avanzadas, y en alrededor del 5% en las economías emergentes y en desarrollo. En algunas de las principales economías emergentes, las limitaciones de capacidad están comenzando a elevar los precios: Brasil, por ejemplo, ha

experimentado un aumento gradual de las presiones inflacionarias, mientras que India ha registrado un fuerte incremento de la inflación.

### **INFLACIÓN MUNDIAL**

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

Se proyecta que la inflación se mantendrá baja ante el continuo exceso de capacidad y las altas tasas de desempleo. La recuperación de los precios de las materias primas ha elevado el nivel de precios al consumidor. Los indicadores de mercado parecen señalar que estos precios se mantendrán estables y que las presiones a la baja sobre los salarios disminuirán gradualmente, por lo cual cabe esperar una convergencia entre los niveles de la inflación general y la subyacente en aproximadamente 1.25% en 2011 en las economías avanzadas, y en alrededor del 5% en las economías emergentes. Las presiones inflacionarias son más elevadas en las economías que han tenido un historial de inflación inestable o que están operando cerca de su capacidad.



1/ Deflactor del gasto de consumo personal.

2/ *Consensus Forecasts* a un año. Los valores de diciembre corresponden al promedio de los valores registrados entre noviembre y enero.

3/ IPC para trabajadores industriales.

FUENTE: Consensus Economics, Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

### ***Predominan los riesgos a la baja sobre la actividad***

Predominan los riesgos a la baja sobre las proyecciones de crecimiento. Las condiciones macroeconómicas y financieras se mantendrán inestables mientras

persistan deficiencias económicas fundamentales y no se lleven a cabo las reformas necesarias. Ya se han examinado los riesgos principales. Un aspecto esencial es que se ha reducido el margen de maniobra para la política económica en las economías avanzadas. Las necesidades de refinanciamiento durante el segundo semestre de 2010 y 2011 serán considerables. Por ejemplo, en las economías avanzadas, Japón deberá emitir un gran volumen de letras y bonos públicos por un valor superior al 40% del PIB; en Francia, Italia y Estados Unidos de Norteamérica, esta cifra se ubica por encima del 20% del PIB (véase gráfico de Financiamiento del sector público). Al pasar este volumen tan alto por los mercados, pueden surgir pequeñas perturbaciones que se propagarían rápidamente entre los mercados de deuda soberana, lo que podría ocasionar cambios en la confianza de los inversionistas y frenar la recuperación.

Además, el sector financiero sigue siendo muy frágil. Los bancos enfrentan importantes necesidades de financiamiento en un mercado en el que persiste una gran aversión al riesgo. Como lo ha demostrado la experiencia reciente, los problemas de financiamiento de una institución pueden tener importantes repercusiones macroeconómicas. Si surgen nuevas deficiencias de capital que requieran apoyo público adicional al sector financiero, aumentarán las presiones sobre las finanzas públicas, lo que, a su vez, puede deteriorar aún más la confianza del mercado.

- En la zona del euro, como se señala en la edición de octubre de 2010 de *GFSR*, una intensificación de las tensiones de financiamiento podría causar nuevos problemas en los sistemas bancarios. Si no se resuelven, estas presiones de financiamiento podrían reavivar las presiones al desapalancamiento y la interacción negativa entre el sistema bancario de la zona del euro y la economía regional.

- En Estados Unidos de Norteamérica, el sector inmobiliario podría volver a desplomarse, poniendo de manifiesto focos de vulnerabilidad en el sistema bancario. Las pruebas de tensión de los 40 principales holdings bancarios estadounidenses parecen indicar que, en unas condiciones desfavorables en que los precios de los inmuebles comerciales y residenciales disminuyeran 6% y 9%, respectivamente, y el crecimiento del PIB real se redujera al 1.2% en 2011, los bancos necesitarían un total de 57 mil millones de dólares de capital adicional para mantener un coeficiente de capital común de nivel 1/activos ponderados por riesgo de 6%. Por lo tanto, aunque el capital de los bancos estadounidenses parece, en términos generales, suficiente, se necesitaría un volumen sustancialmente mayor de capital, sin tener en cuenta las empresas semiestatales ni otras intervenciones públicas.
- En Japón, resulta poco probable que a corto plazo se trastorne el mercado de bonos públicos, pero se prevé que con el correr del tiempo disminuirán los factores que actualmente respaldan el mercado japonés de bonos. Además, las tenencias cada vez mayores de bonos públicos de los bancos y el aumento del riesgo de tasas de interés derivado de la prolongación de los vencimientos a más largo plazo crean un posible riesgo para la estabilidad financiera si se produjera un brusco aumento de los rendimientos de los bonos públicos.

### ***Indicadores de riesgo cuantitativos***

Los indicadores cuantitativos utilizados por el personal técnico del FMI confirman que los riesgos que pesan sobre la actividad económica siguen siendo altos y permanecerán a la baja en 2011 (véase el gráfico siguiente). Concretamente, los riesgos calculados como la dispersión en los pronósticos para el crecimiento del PIB real o la inflación, las opciones sobre los precios del petróleo y el índice de la volatilidad desarrollado por el mercado de opciones de Chicago (CBOE, Chicago

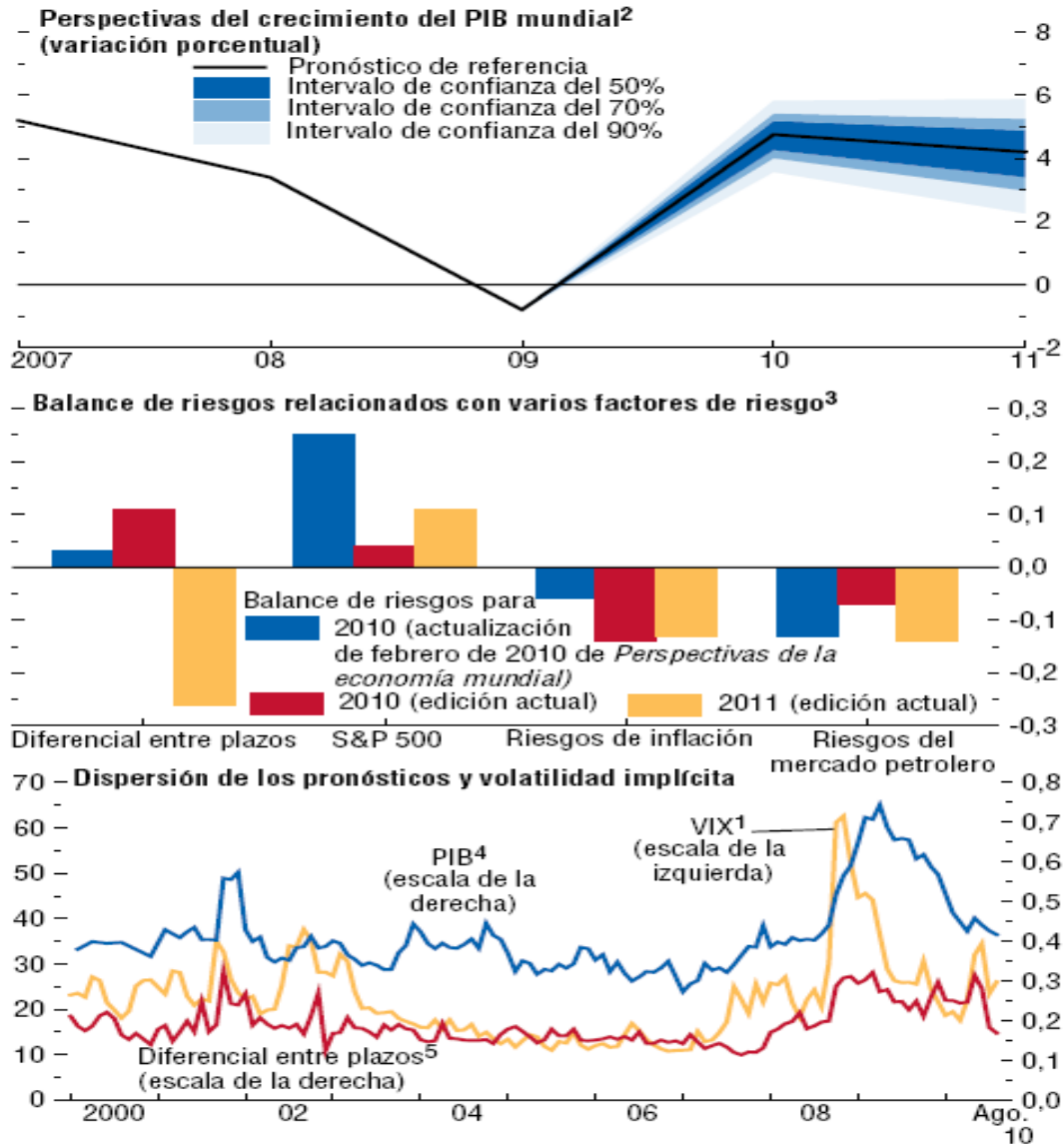
Board Options Exchange Market Volatility Index (VIX))<sup>7</sup>, efectuados por los analistas, se han elevado en distinto grado en los últimos meses, aunque siguen siendo considerablemente más bajos que hace un año. Los datos sobre los diferenciales entre plazos muestran riesgos al alza para el crecimiento mucho mayores en 2010 que en abril de este año, en consonancia con las revisiones al alza de las proyecciones de crecimiento de *Perspectivas de la economía mundial*. Para 2011, la distribución de las proyecciones de la pendiente de la curva de rendimientos se inclina a la baja, por lo que apuntan a ciertos riesgos a la baja para la actividad económica. Los precios de las opciones sobre el S&P 500 indican riesgos al alza generados por sorpresas financieras en 2010–11, pero menos que en abril de este año. Los precios de las opciones para futuros sobre petróleo y otras materias primas muestran menores riesgos a la baja para el crecimiento en 2010 que en abril; los riesgos de un fuerte aumento de precios de las materias primas son mayores a mediano plazo, a medida que disminuyan la capacidad ociosa y las existencias que sirven de amortiguadores (ver apéndice al final del capítulo).

### **RIESGOS PARA LAS PERSPECTIVAS MUNDIALES**

Los riesgos para las proyecciones del crecimiento se mantienen principalmente a la baja. Las condiciones macroeconómicas y financieras probablemente seguirán siendo inestables mientras persistan deficiencias económicas fundamentales y no se lleven a cabo las reformas necesarias. El gráfico de abanico confirma que los riesgos para la actividad siguen siendo elevados y se mantienen a la baja en 2011. Los riesgos calculados por la dispersión de los pronósticos del crecimiento del PIB real, los precios del petróleo, la inflación y el VIX1 efectuados por los analistas se han elevado en distinto grado en los últimos meses, aunque siguen siendo considerablemente más bajos que hace un año.

---

<sup>7</sup> El VIX es un indicador muy difundido de la volatilidad implícita del índice Standard & Poor's (S&P) 500.



1/ VIX: Índice de la volatilidad desarrollado por el mercado de opciones de Chicago (CBOE), que mide la volatilidad implícita de las opciones en el índice S&P 500.

2/ El gráfico de abanico muestra la incertidumbre en torno a las previsiones centrales de *Perspectivas de la economía mundial* con intervalos de probabilidad del 50, 70 y 90%. Como se indica, el intervalo de confianza del 70% incluye el intervalo del 50%, y el intervalo de confianza del 90% incluye los intervalos del 50 y el 70%. Véase más información en el apéndice 1.2 de la edición de abril de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*.

3/ El gráfico de barras muestra el coeficiente de sesgo expresado en unidades de las variables subyacentes. Los valores correspondientes a los riesgos de inflación y los riesgos del mercado petrolero se registran con el signo opuesto, dado que representan los riesgos a la baja del crecimiento.

4/ Las series miden la dispersión de los pronósticos del PIB real relativos a las economías del G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos de Norteamérica, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido), Brasil, China, India y México.

5/ Las series miden la dispersión de los diferenciales entre plazos implícitos en los pronósticos de las tasas de interés relativos a Alemania, Estados Unidos de Norteamérica, Japón y el Reino Unido.

FUENTE: Bloomberg Financial Markets, Chicago Board Options Exchange, Consensus Economics y estimaciones del personal técnico del FMI.



El análisis del gráfico de abanico también muestra que los riesgos de que se produzca una fuerte desaceleración mundial, incluido un “doble fondo” en las economías avanzadas, a lo largo del próximo año todavía parecen bajos (véase el gráfico anterior). Este escenario entrañaría un crecimiento de 2% o menos del PIB real en el próximo año, con un crecimiento cero en las economías avanzadas y de aproximadamente 4% en las economías emergentes y en desarrollo. Según el gráfico de abanico, la probabilidad de que se reduzca el crecimiento mundial por debajo de 2% es inferior a 5 por ciento.

### ***Preocupación por una inflación alta o una deflación***

La inflación en las economías avanzadas se ha reducido menos de lo previsto, teniendo en cuenta la profundidad de la recesión. Por ejemplo, en Estados Unidos de Norteamérica, la caída de la inflación subyacente entre 2008 y 2010 fue de aproximadamente 1%, mientras que durante la recesión de 1981–83 fue de alrededor de 4%. La repuesta más débil de la inflación puede obedecer a varios factores, por ejemplo, un control de la inflación más creíble, mayores pérdidas de la capacidad productiva y una disminución de las rigideces de los precios y los salarios.

Algunos factores explicativos clave podrían ser la mayor credibilidad de la política monetaria y su respuesta excepcionalmente fuerte, junto con un crecimiento temporalmente bajo del producto potencial, que ha evitado que las brechas del producto se ampliaran aún más. Cuando la credibilidad es alta, las expectativas de inflación a mediano y largo plazo son mucho más estables que la tasa de inflación efectiva, prediciendo una mayor inflación cuando ésta se sitúa por debajo de la supuesta meta del banco central, y viceversa.

No obstante, los recientes pronósticos a corto plazo de *Consensus Economics* también superan los resultados efectivos en un gran número de países, en algunos

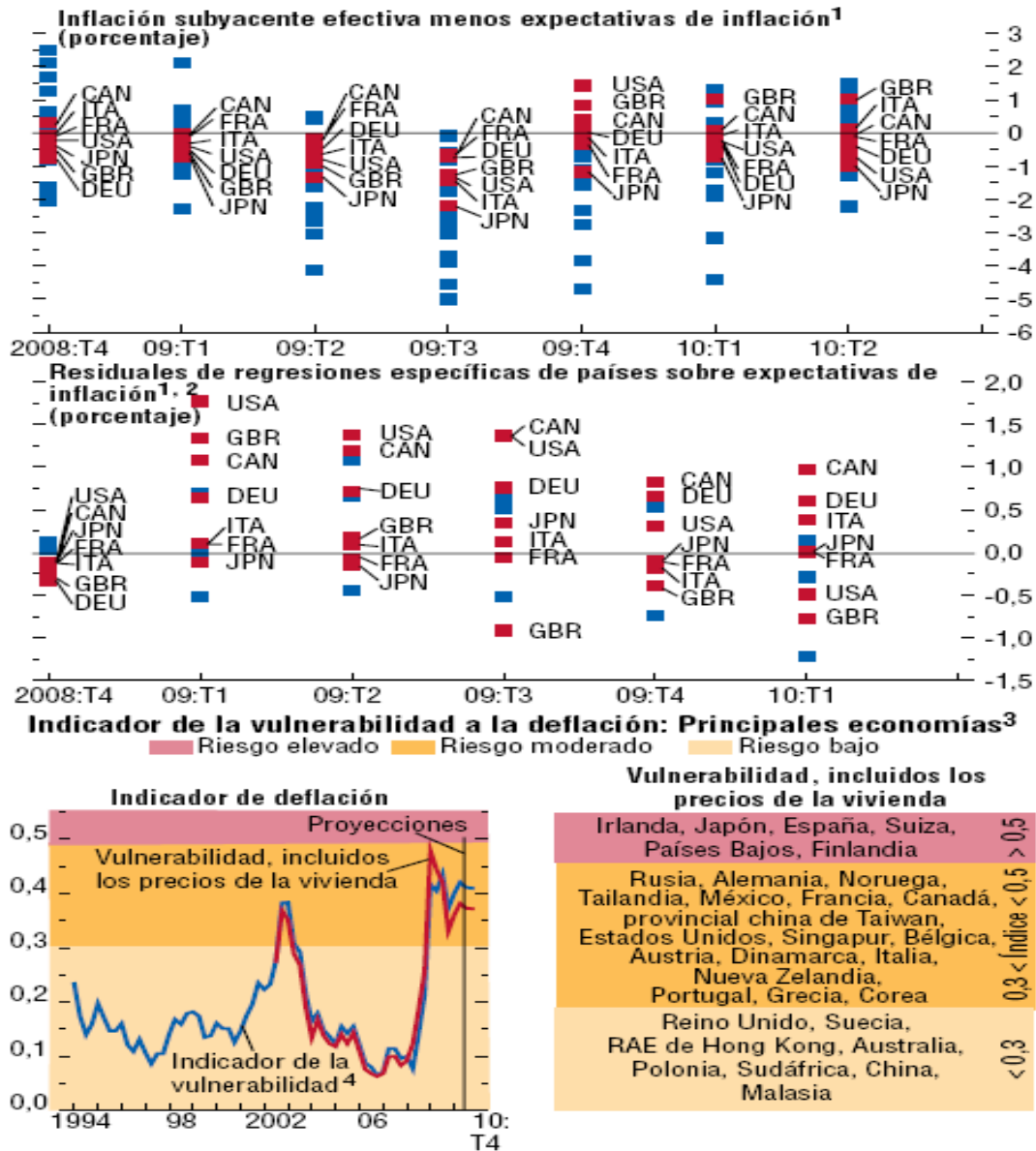
casos por márgenes sorprendentemente grandes (véase el gráfico siguiente). Suponiendo que estas expectativas a corto plazo sean representativas de las correspondientes al resto de la economía, su rigidez puede explicar parte de la rigidez de la inflación efectiva. Esto lleva a preguntarse por qué las expectativas a corto plazo han sido tan altas en algunos países<sup>8</sup>. Una explicación podrían ser los errores sobre el “punto de inflexión” (es decir, se calculan erróneamente los cambios del ciclo económico); las opiniones optimistas con respecto a la profundidad de la recesión; los temores sobre los elevados precios de las materias primas; o las inquietudes con respecto a la expansión de los balances de los bancos centrales, lo que reduce la independencia del banco central, o el compromiso del banco central con el objetivo de baja inflación. De hecho, la preocupación por un posible aumento de la inflación en las economías avanzadas en el futuro persiste como telón de fondo. Más allá de un sesgo a la baja del crecimiento derivado de la aplicación de políticas monetarias más restrictivas de lo previsto en el gráfico de abanico (véase el gráfico anterior), estas preocupaciones se reflejan en los niveles sin precedentes de los precios del oro.

### **INFLACIÓN, RIESGO DE DEFLACIÓN Y DESEMPLEO**

Las expectativas de inflación a corto plazo de *Consensus Forecasts* han superado la inflación efectiva por márgenes considerables. También han sido más elevadas que lo indicado por relaciones anteriores con varios factores determinantes fundamentales. Es un hecho sorprendente, ya que el análisis del personal técnico del FMI parece indicar que la deflación, y no una inflación elevada, es el riesgo más pertinente. Suponiendo que estas expectativas a corto plazo sean representativas de las correspondientes al resto de la economía, su rigidez puede explicar parte de la rigidez de la inflación efectiva.

---

<sup>8</sup> Las expectativas de inflación a corto plazo también han sido más elevadas que lo indicado por relaciones anteriores con varios factores determinantes fundamentales, como las tasas de desempleo, los precios de las materias primas, los indicadores de capacidad, la inflación efectiva, y las expectativas de inflación a mediano y largo plazo.



1/ CAN: Canadá; FRA: Francia; DEU: Alemania; ITA: Italia; JPN: Japón; GBR: Reino Unido; USA: Estados Unidos de Norteamérica.

2/ Los residuales corresponden a las diferencias entre las expectativas de consenso para la inflación a un año y los pronósticos de estas expectativas fuera de la muestra. Los pronósticos se obtienen a partir de regresiones de las expectativas de consenso para la inflación a un año sobre valores rezagados de estas expectativas, las expectativas de consenso para las tasas de desempleo, las expectativas de *Perspectivas de la economía mundial* para las brechas de producción, las tasas de crecimiento de los precios del petróleo y las expectativas de consenso para la inflación a largo plazo. Las muestras de las regresiones suelen abarcar del primer trimestre de 1999 al cuarto trimestre de 2008. Los residuales positivos parecen indicar que las expectativas de consenso a corto plazo han sido más elevadas de lo que cabía esperar dada su relación anterior con las tasas de desempleo, las brechas de producción, los precios del petróleo y las expectativas de consenso a largo plazo.

3/ Para consultar detalles sobre la construcción de este indicador, véanse Kumar *et al.* (2003) y Decressin y Laxton (2009). El gráfico también muestra un indicador ampliado, que incluye los precios de la vivienda. La vulnerabilidad es la registrada el segundo trimestre de 2010.

4/ Principales economías avanzadas y emergentes.

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

Estas preocupaciones parecen excesivas por varias razones. Los indicadores de la liquidez en las economías avanzadas, como la tasa de crecimiento del dinero en sentido amplio, muestran muy poco dinamismo, y los bancos centrales tienen instrumentos de política a su disposición para controlar la liquidez, a pesar de la expansión de los balances. Además, con unos mercados de capital abiertos, una subida de la meta de inflación se traduciría rápidamente en un aumento del servicio de la deuda pública. Por otra parte, los riesgos generados por los precios de las materias primas parecen limitados en los próximos dos años: si, por ejemplo, se dispararan los precios del petróleo de manera imprevista, es bueno saber, por lo que se refiere a las expectativas de inflación, que los salarios no se elevaron de manera correspondiente durante los fuertes aumentos de los precios del petróleo en 2005–07. Para llegar a una inflación alta, tendrían que producirse múltiples shocks, como un aumento repentino del proteccionismo financiero o comercial que eliminara parte de la integración de mercados ocurrida en los últimos decenios. La probabilidad de que esto suceda es remota. En las circunstancias actuales, la deflación constituye el riesgo más pertinente, porque los riesgos que pesan sobre la actividad se inclinan claramente a la baja. Los hogares todavía cargan con niveles de deuda apreciables; el sistema financiero sigue siendo vulnerable; y las expectativas podrían equiparse gradualmente a la inflación efectiva, aumentando la presión a la baja sobre los precios y los salarios. Según el indicador del riesgo de deflación utilizado por el personal técnico del FMI, los riesgos de deflación han alcanzado recientemente un nivel alto, aunque se mantienen por debajo de los máximos registrados hace un año (véase el gráfico anterior).

El comportamiento de los hogares dependerá fundamentalmente de cómo las autoridades económicas reducen sus cuantiosos déficit públicos. Los errores

podrían causar un largo período de deflación o baja inflación y un crecimiento económico decepcionante<sup>9</sup>.

### **Cuestiones relativas a las perspectivas a mediano plazo**

Tras un año de recuperación, es el momento adecuado de examinar algunas cuestiones de la evolución a mediano plazo y evaluar lo que éstas entrañan para las perspectivas de crecimiento. Entre otros aspectos, cabe mencionar: 1) el aparente empeoramiento de los fundamentos económicos en las economías avanzadas en comparación con las economías emergentes, que se ha visto amplificado por la crisis financiera y que retrasará una reactivación vigorosa de la demanda privada y 2) el grado limitado en que las economías emergentes con superávit externos pueden suplir la menor demanda en las economías avanzadas, lo que indica que el reequilibramiento de la demanda está estancado. Juntos, estos dos aspectos son compatibles con una recuperación débil en muchas partes del mundo.

Este examen brinda un contexto para el análisis de la sección subsiguiente sobre algunos de los desafíos clave a los que se enfrentan las autoridades económicas de las economías avanzadas y emergentes: 1) saneamiento y reforma de los mercados financieros, 2) consolidación fiscal a mediano plazo, 3) políticas monetarias y cambiarias y 4) coordinación de las políticas.

### ***Deterioro de las perspectivas de crecimiento en las economías avanzadas en comparación con las economías emergentes***

La reciente crisis se suma a la desaceleración de las tasas de crecimiento que ya venían experimentando las economías avanzadas en comparación con las economías emergentes. En las economías avanzadas, esta tendencia obedece a diversos factores fundamentales, como por ejemplo un menor crecimiento

---

<sup>9</sup> El análisis subyacente de este escenario puede consultarse en el capítulo 1 de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*.

demográfico (véase el gráfico siguiente). La evolución en las economías emergentes ha sido muy diferente (véase cuadro: Un crecimiento lento en las economías avanzadas ¿implica necesariamente un crecimiento lento en las economías emergentes?). En conjunto, al comienzo del milenio las economías emergentes registraron tasas de crecimiento excepcionales durante un período continuo. En las economías avanzadas, si no se introducen reformas significativas las perspectivas de la actividad serán mucho más débiles que en el último decenio. Las conclusiones de un análisis sobre la evolución del producto potencial invitan a reflexionar (ver cuadro siguiente); según el estudio, el producto sufrirá pérdidas ingentes y persistentes a causa de la recesión. Estas conclusiones se condicen con otras observaciones empíricas, que indican que una parte de la brusca reducción del PIB ocurrida durante la recesión será permanente, a menos que se modifiquen significativamente las políticas<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Como se expone en el capítulo 4 de la edición de octubre de 2009 *Perspectivas de la economía mundial*, tras las crisis financieras por lo general se han registrado pérdidas fuertes y permanentes del producto. Sin embargo las secuelas han sido muy diversas, en gran medida porque las condiciones y las respuestas de política han variado de un país a otro.

### **El producto potencial inferido a partir de datos con ruido estadístico: La perspectiva del modelo de proyección mundial**

El lento crecimiento del producto que hasta la fecha ha acompañado a la recuperación ha generado creciente interés en torno a la pregunta de si se trata solo de una atonía de la demanda -es decir, una importante brecha negativa del producto- o si la causa principal podría ser un descenso del producto tendencial, denominado también producto potencial.

Se trata de una pregunta perenne, en gran medida porque la estimación del producto potencial es una tarea complicada; pero aun así, la pregunta es crítica para las instituciones que se encargan de definir las políticas. Para las autoridades fiscales y los legisladores, la *tasa de crecimiento* del producto potencial determina la rapidez con la que probablemente se expandirá la base imponible de una economía. Asimismo, establece un nivel de referencia del crecimiento del PIB para los pronosticadores y un parámetro para que los analistas del mercado interpreten el flujo de datos en tiempo real. El *nivel* del producto potencial define el punto hacia donde la economía debería encaminarse en un futuro indefinido, y brinda una estimación de la presión inflacionaria o deflacionaria incipiente. En este recuadro se examinan algunos aspectos relacionados con la medición del producto potencial y se esboza uno de los varios métodos que el personal técnico del FMI utiliza como factor en *Perspectivas de la economía mundial* y en otros estudios.

Por naturaleza, el producto potencial no es observable; hay que inferirlo a partir del movimiento del producto efectivo, ya sea independientemente o de manera conjunta con el co-movimiento de variables conexas. Una opción a la que se recurre con frecuencia son las series cronológicas univariantes, como las tendencias cronológicas interrumpidas y el filtro Hodrick-Prescott (H-P).

Las ventajas de esta opción son la simplicidad y replicabilidad, pero entre las desventajas están la información limitada que emplean los métodos univariantes, la falta de coherencia de las estimaciones “prefiltradas”, debido a que no se estiman conjuntamente con el modelo de pronóstico en que se aplican, y la sensibilidad de las estimaciones a los datos correspondientes al final de la muestra<sup>1/</sup>. Esta sensibilidad que caracteriza a muchos de los métodos de ajuste por la tendencia es un aspecto especial de un problema más general, que es la forma en que los métodos alternativos responden a las incorporaciones de conjuntos de datos o a las revisiones de datos existentes. Suponiendo que las demás condiciones no varían, un usuario preferirá estimaciones de las brechas del producto que no estén sujetas a revisiones significativas cuando se reciben datos nuevos<sup>2/</sup>.

#### *El modelo de proyección mundial*

El modelo de proyección mundial (GPM, por sus siglas en inglés) -un modelo prospectivo, no lineal, de múltiples países, elaborado por el Departamento de Estadística del FMI- contiene un bloque que estima el producto potencial y la correspondiente brecha del producto. El bloque pertenece a una clase de modelos denominados “modelos de componentes no observados”, llamados así porque su objetivo es dividir la variable observable del producto en dos variables no observables: la brecha del producto y el producto potencial. El producto potencial, a su vez, depende de los shocks permanentes que influyen en el nivel potencial y los shocks temporales (pero posiblemente duraderos) que afectan a la tasa de crecimiento del producto potencial. El modelo utiliza indicadores observables, como el producto en sí, y otros factores, como la inflación, las expectativas de inflación a largo plazo, el desempleo y la utilización total de la capacidad, para inferir el probable producto potencial.



La mejor manera de ilustrar el concepto es con un ejemplo concreto: en términos convencionales, las empresas responden a las fluctuaciones a corto plazo de las ventas ajustando el insumo de mano de obra, de donde se deduce que las brechas en el mercado de productos están relacionadas con las brechas en el mercado laboral; este nexo se conoce como la ley de Okun. Se deduce asimismo que si el producto está subiendo y el desempleo bajando, las empresas están ante un aumento de la demanda. En cambio, si el producto está aumentando y el desempleo se mantiene invariable o aumenta, se deduce que las empresas están incrementando las ventas sin contratar más empleados, y que por lo tanto sus costos tienen que estar disminuyendo, probablemente debido a una mejora en el lado de la oferta. Claro que en la práctica las circunstancias no son tan nítidas. La relación entre el desempleo y el producto es imprecisa y dinámica; varía a lo largo de las etapas del ciclo y, más en general, a lo largo del tiempo. Y la interpretación de las variaciones del insumo de mano de obra debidas a fluctuaciones de la participación en la fuerza laboral y de la semana laboral media puede diferir de las interpretaciones derivadas de las variaciones en el empleo.

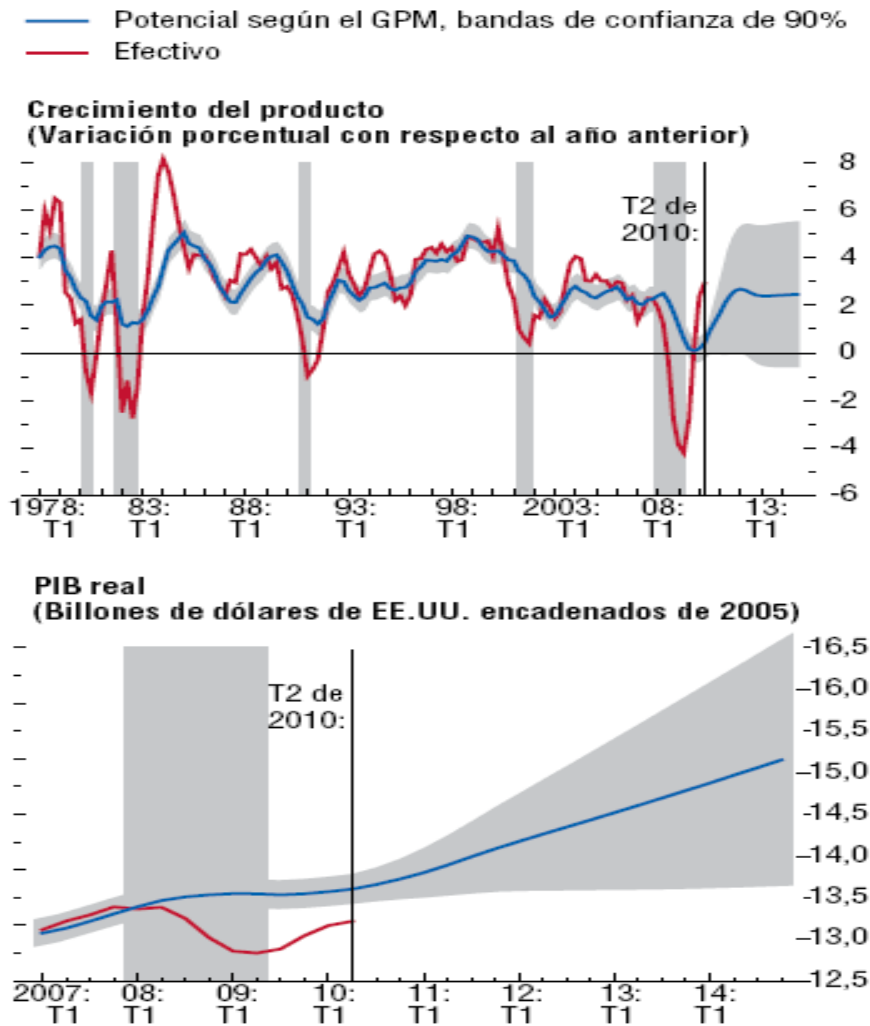
Por esta razón, las estimaciones del GPM sobre el producto potencial dependen no solo del producto en sí, sino de otras tres variables. La primera es el desempleo, que, según la ley de Okun, influye en el producto potencial, como ya se ha indicado. La segunda fuente de información es la utilización de la capacidad. Si el producto se reduce debido a un shock negativo de la demanda, la producción disminuye mucho más que la capacidad industrial, creando una importante brecha entre capacidad y utilización. Pero si el shock afectara a la productividad, la masa necesaria de capital disminuiría y, consecuentemente, también disminuiría la inversión de capital, reduciendo la capacidad de las empresas. Por lo tanto, una brecha capacidad-utilización desproporcionadamente pequeña en comparación con la reducción del producto observada denota un shock negativo de la oferta.

En resumen, el modelo analiza las observaciones sobre utilización total de la capacidad y puede inferir, a partir de los errores de predicción en esa y en otras series, si la utilización ha variado debido a un shock de la demanda o si el propio equilibrio de la demanda ha cambiado. Para hacer esto, el modelo selecciona la caracterización de shocks que reduce a un mínimo la predicción de errores. El tercer indicador es la inflación. El fundamento de la curva de Phillips es la noción de que para que la inflación se mantenga estable a lo largo del tiempo no puede haber excesos ni de demanda ni de oferta. En realidad, el exceso de demanda influye poco en la inflación, y hay una serie de otros factores que entran en juego, por lo que el papel de la inflación como elemento determinante del producto potencial en el GPM suele estar influenciado por otros factores.

Las ventajas de este sistema son su coherencia, flexibilidad y capacidad para generar no solo estimaciones de componentes no observables, sino también indicadores de incertidumbre relativos a esas estimaciones. Pero no se trata de una panacea. Véase por ejemplo el siguiente gráfico, que presenta intervalos de confianza de 90% para el crecimiento interanual y para el nivel del producto potencial en Estados Unidos de Norteamérica. La línea roja en el panel inferior indica que los datos efectivos están bastante por fuera del intervalo de confianza, lo que significa que, estadísticamente, se puede concluir con seguridad que la actual brecha del producto es negativa, una conclusión que suele ser difícil de alcanzar en circunstancias normales. En términos más generales, el gráfico es muy preciso dentro del período de la muestra, pero las bandas se amplían considerablemente durante el período del pronóstico<sup>3/</sup>. De hecho, si bien cabe decir que es probable que el nivel del producto potencial de Estados Unidos de Norteamérica será más alto en el futuro que en la actualidad, esto es casi lo único que se puede decir con un grado considerable de confianza.

Está claro que, aun en este caso en que se toma el modelo del producto potencial como dado, el grado de incertidumbre es considerable y hay un amplio margen para debatir cuál es la “mejor” proyección del producto potencial.

**ESTIMACIONES DEL GPM SOBRE EL PRODUCTO POTENCIAL EN ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA CON BANDAS DE CONFIANZA DE 90 POR CIENTO<sup>1/</sup>**



<sup>1/</sup> Modelo de proyección mundial (GPM, por sus siglas en inglés).  
 FUENTE: Cálculos del personal técnico del FMI.

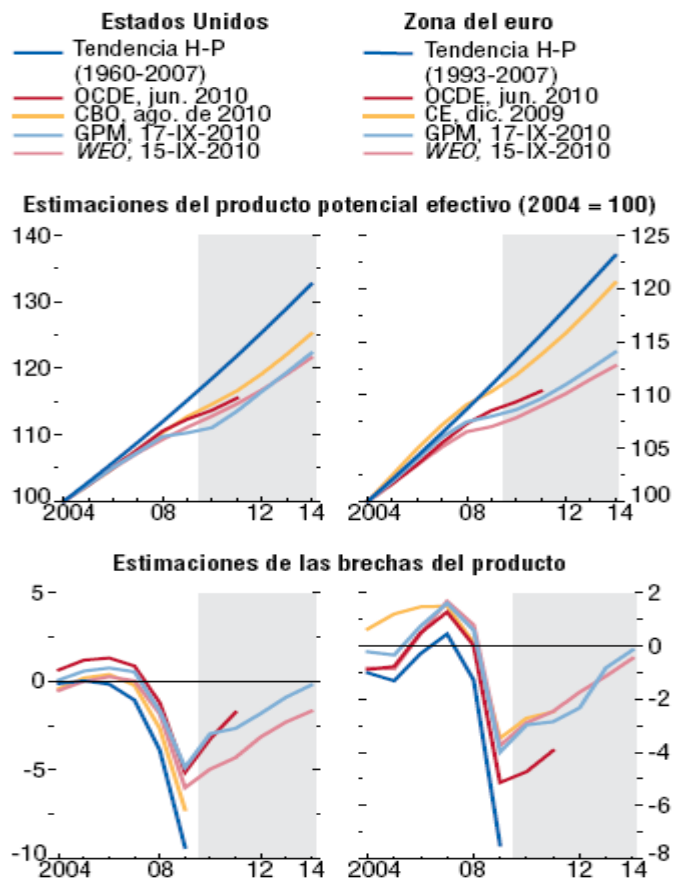
*Modelos como caracterizaciones de los datos*

La evolución de las estimaciones del producto potencial a lo largo del tiempo denota la manera en que el usuario interpreta la incidencia de los shocks: las tendencias cronológicas determinísticas suaves indican que el usuario piensa que los shocks de la oferta son raros y fáciles de detectar en tiempo real. Un proceso estocástico volátil denota la opinión de que los shocks de la oferta son una causa importante de las fluctuaciones del ciclo económico<sup>4/</sup>. En este contexto, la manera de interpretar la reciente crisis financiera cobra importancia. La tesis de las tendencias suaves representa la idea de que la tendencia previa a la crisis es sostenible, y apunta directamente al uso de políticas de gestión de la demanda para lograr que el producto efectivo se aproxime a la tendencia. La tesis estocástica parte de la noción de que la crisis y sus secuelas pueden haber provocado un descenso del nivel potencial, en cuyo caso se necesitarían políticas menos activas por el lado de la demanda, pero quizás más medidas de política para estimular la demanda agregada<sup>5/</sup>.

El panel superior del gráfico siguiente ilustra el problema en Estados Unidos de Norteamérica y la zona del euro. En ambos paneles, la línea azul oscuro describe la visión previa a la crisis del nivel (indexado) del producto tendencial medido por un filtro H-P aplicado a 2007 y proyectado hacia el futuro<sup>6/</sup>. Las otras líneas describen las estimaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), *Perspectivas de la economía mundial*, y la Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos (CBO, por sus siglas en inglés) o la Comisión Europea (CE), según corresponda. La línea celeste corresponde al GPM. Tal como en las estimaciones de la CBO y la OCDE, el GPM indica que el producto potencial ha descendido a un nivel bastante inferior al que hubiera arrojado la estimación previa a la crisis.

Al mismo tiempo, las proyecciones del GPM muestran cierta tendencia de retorno a un nivel más alto; de hecho, pese a que no es evidente en el gráfico, la trayectoria del GPM implica un efecto duradero de la crisis en el nivel del producto potencial, pero no un efecto permanente en la tasa de crecimiento. Las brechas del producto que suponen estas estimaciones del producto potencial se ilustran en el panel inferior. Juntas, estas estimaciones hacen pensar que los datos influyeron sustancialmente en las estimaciones del producto potencial y de las consiguientes brechas del producto, independientemente del modelo, como lo indica la considerable distancia vertical entre la línea azul oscuro y las otras líneas en ambos gráficos. Al mismo tiempo, las tres estimaciones indican que actualmente hay una importante sobreoferta –es decir, amplias brechas negativas del producto- en Estados Unidos de Norteamérica y en la zona del euro.

### ESTIMACIONES DEL PRODUCTO POTENCIAL EFECTIVO Y LAS BRECHAS DEL PRODUCTO



FUENTE: Comisión Europea (CE), Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos de Norteamérica (CBO, por sus siglas en inglés), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y cálculos del personal técnico del FMI.

Estas estimaciones son instantáneas de un momento determinado; también es interesante examinar la forma en que las estimaciones varían con el ingreso de nuevos datos. El siguiente gráfico muestra la evolución de las estimaciones del crecimiento del producto potencial y la brecha del producto durante el auge de finales de los años noventa en Estados Unidos de Norteamérica, conforme a las mediciones del GPM y la CBO<sup>7/</sup>.

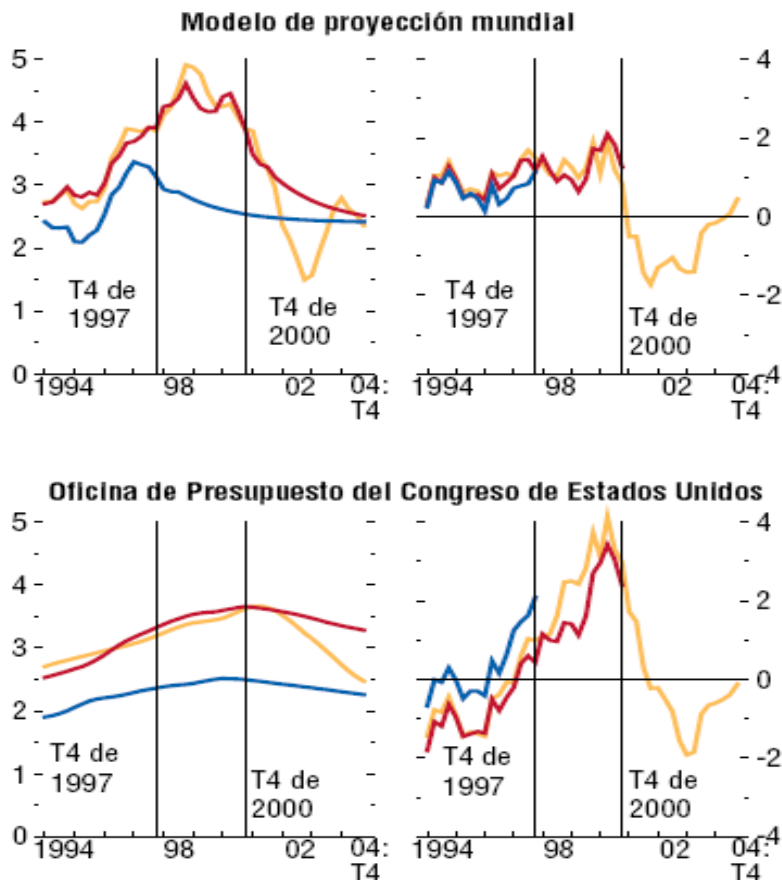
**EVOLUCIÓN DE LAS ESTIMACIONES EN TIEMPO REAL DEL PRODUCTO POTENCIAL EN ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA A FINALES DE LOS AÑOS NOVENTA**

Generaciones:

— Enero de 1998 — Enero de 2001 — Más reciente

**Crecimiento efectivo del PIB potencial (variación porcentual con respecto al año anterior)**

**Brecha del producto (desviación porcentual con respecto al potencial)**



FUENTE: Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos de Norteamérica y cálculos del personal técnico del FMI.

El análisis de este período resulta interesante porque sabemos, retrospectivamente, que el auge estuvo impulsado por shocks persistentes de la productividad<sup>8/</sup>. Se muestran tres generaciones de datos: una antes de que el auge se manifestara, una en el punto máximo del auge y la más reciente<sup>9/</sup>.

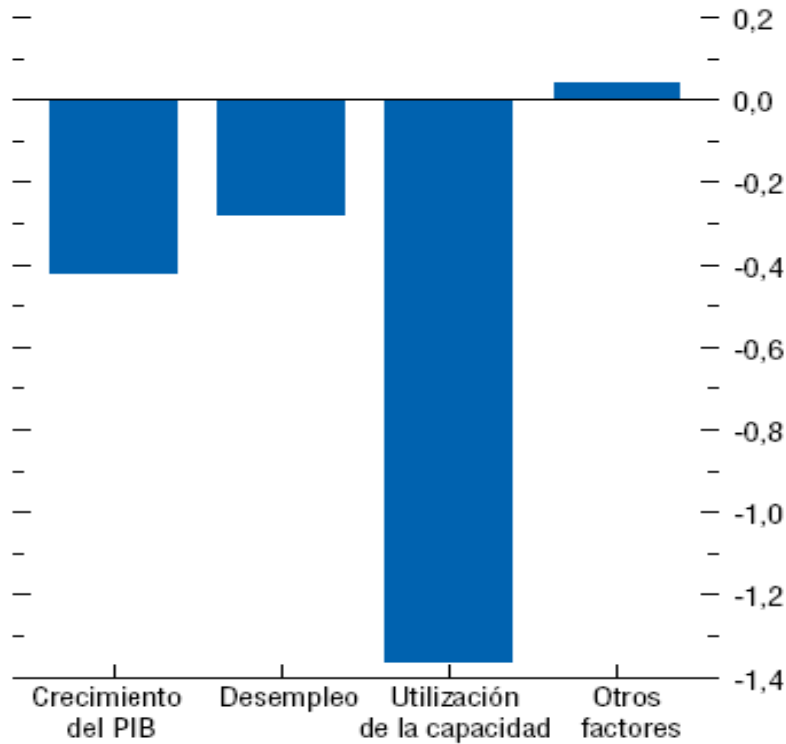
Un principio de la economía monetaria es que el banco central debe combatir los shocks de la demanda y adaptarse a los shocks de la oferta. Cabe analizar la forma en que ambos modelos evaluaron los datos entrantes y si se efectuaron revisiones importantes en el registro histórico. Como era de esperar, en ambos modelos las estimaciones del crecimiento potencial fueron revisadas al alza significativamente. Sin embargo, la CBO (panel inferior izquierdo) en general modificó el crecimiento potencial de manera más o menos uniforme; es decir, las revisiones afectaron el crecimiento pronosticado y retrospectivo. En cambio, las revisiones del GPM (panel superior izquierdo) variaron más de una fecha a otra y afectaron más al crecimiento pronosticado que al retrospectivo. Las implicaciones consiguientes para las brechas del producto en tiempo real (paneles de la derecha) indican que las estimaciones de la brecha del producto según el GPM variaron solo moderadamente con el ingreso de datos nuevos, mientras que las brechas según la CBO variaron sustancialmente, con revisiones que se remontaban a varios años. Ésta es una observación que merece la pena destacar en la medida en que la formulación de las políticas dependa de estimaciones fiables en tiempo real del exceso de demanda<sup>10/</sup>.

Ya hemos señalado las variaciones importantes del crecimiento potencial estimado registradas desde el inicio de la crisis. En el siguiente gráfico se descomponen los factores que contribuyeron a las variaciones en el segundo trimestre de 2010, en comparación con el período previo a la crisis correspondiente al segundo trimestre de 2007.



**DESCOMPOSICIÓN DE LAS REVISIONES DEL CRECIMIENTO EFECTIVO DEL PIB POTENCIAL DE ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA, AL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2010**

-Porcentaje interanual; GPM más reciente frente a tercer trimestre de 2007-



FUENTE: Cálculos del personal técnico del FMI.

Como era de esperar, el crecimiento del producto potencial ha descendido, y un factor que contribuyó al cambio observado fue el colapso del crecimiento del PIB. Los datos sobre desempleo en realidad reducen el producto potencial, y por lo tanto contraen levemente la brecha del producto absoluta, porque se considera que la disminución del desempleo con respecto al nivel máximo registrado previamente en el año ocurrió antes; por lo tanto, el modelo infiere que la contracción del producto debe originarse en el lado de la oferta. Con un cierto grado de manipulación, las primeras dos barras del gráfico pueden usarse para extraer la contribución de cada trabajador al producto, un cálculo que reviste cierto interés dado el fuerte crecimiento del producto por trabajador observado en 2009.

La contribución del crecimiento del PIB y la contribución del (des)empleo prácticamente se anulan mutuamente, lo que equivale a decir que para el modelo el producto por trabajador en 2009 es un fenómeno cíclico<sup>11/</sup>. Una observación quizá más interesante, dada su pequeña proporción dentro del PIB de Estados Unidos de Norteamérica, es la notable merma del crecimiento potencial derivada de la utilización de la capacidad, a raíz de la cual la brecha del producto resulta menos negativa de lo que sería en otras circunstancias. El mecanismo en este caso es el que se describió anteriormente: la crisis financiera reduce la inversión fija de las empresas, y por ende la capacidad industrial total, con lo cual la utilización de la capacidad no fue tan baja como se habría esperado si el shock hubiera afectado únicamente a la demanda.

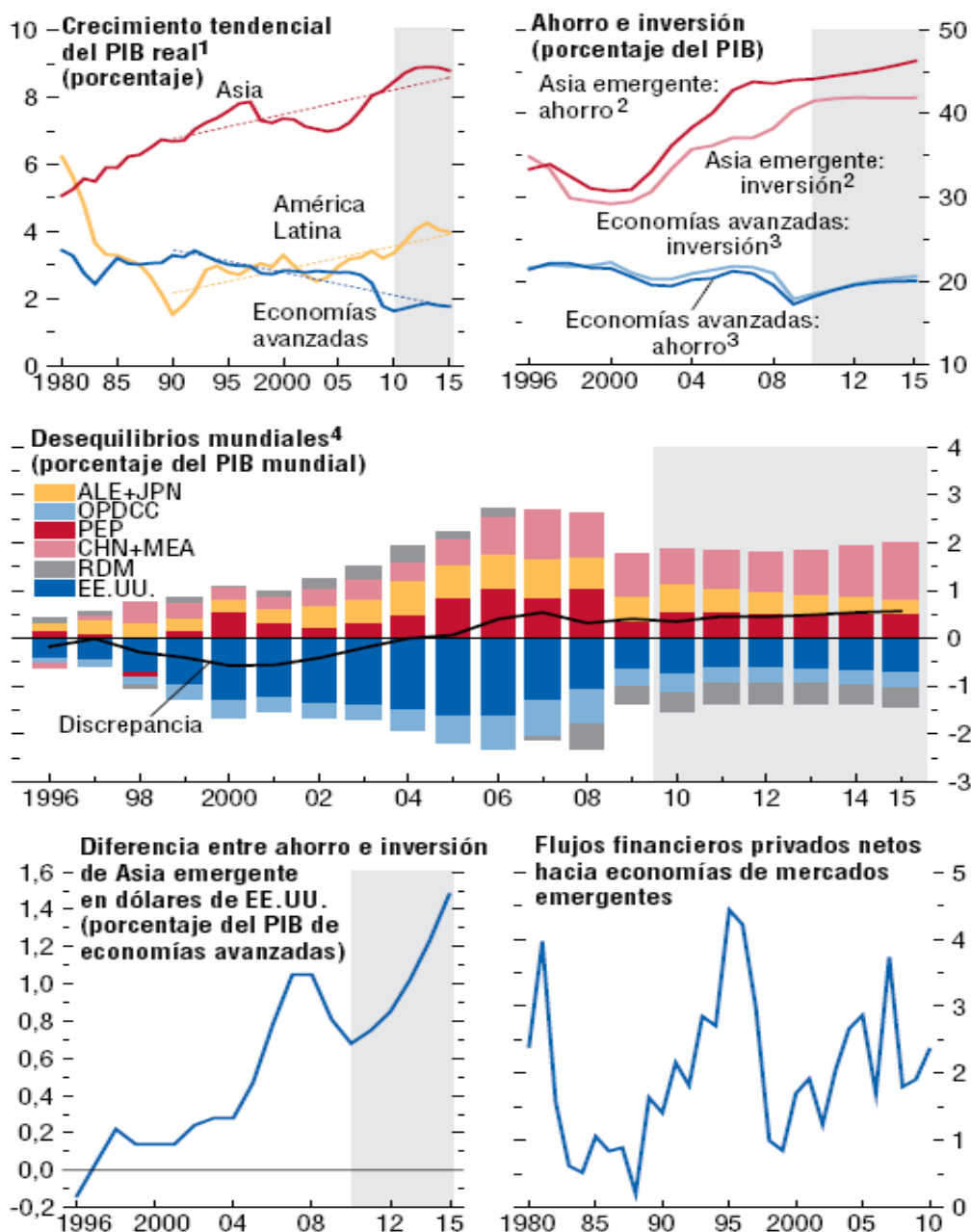
El autor principal de este recuadro es Robert Tetlow. Petar Manchev colaboró en la investigación.

- 1/ En el recuadro de la edición de octubre de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial* se analiza el problema de fin de la muestra relacionado con, por ejemplo, el filtro H-P.
- 2/ Un filtro univariante sólo reconoce un ciclo cuando ya ha concluido. En los métodos multivariantes, cuanto más capaces sean los co-movimientos de las variables de detectar inflexiones del ciclo en tiempo real, menor será la incidencia de las observaciones nuevas en las estimaciones previas.
- 3/ El bloque se estima utilizando un enfoque de sistemas con métodos bayesianos y el filtro de Kalman. Esto permite estimar el producto potencial en forma simultánea con otras dos variables no observables: la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación y la tasa de equilibrio capacidad-utilización. En los gráficos, la trayectoria del crecimiento potencial es la estimación de los dos lados del suavizador de Kalman. Los intervalos de confianza dentro de la muestra son estimaciones asintóticas calculadas a partir del inverso de la matriz de Hessian del modelo.
- 4/ Se presentan dos casos opuestos mediante una tendencia cronológica simple que representa la tesis altamente keynesiana que sostiene que los shocks de la oferta no inciden significativamente en el ciclo económico y la tesis que sostiene que todas las fluctuaciones del producto son fenómenos de equilibrio, teniendo en cuenta la tesis del ciclo económico de que todos los shocks son shocks de la oferta.
- 5/ Cerra y Saxena (2008) y Reinhart y Rogoff (2009) presentan datos que indican que las crisis financieras pueden provocar reducciones del producto muy persistentes. Véase también el capítulo 4 de la edición de octubre de 2009 de *Perspectivas de la economía mundial*.
- 6/ En el período previo a la crisis, las estimaciones históricas y los pronósticos de la OCDE, *Perspectivas de la economía mundial*, la CBO y la CE tienen una trayectoria similar a la de la línea de tendencia aplicable del filtro H-P, de color azul oscuro en el gráfico.
- 7/ Aún corriendo el riesgo de simplificar demasiado, se puede decir que los métodos de la CBO para medir el producto potencial pertenecen al ámbito de las metodologías de filtro, salvo que se aplican a las partes constitutivas del producto potencial para posteriormente integrarlas. Véanse detalles en Arnold (2009) y las referencias respectivas.
- 8/ Tetlow & Ironside (2007) documentan las dificultades que enfrentó el personal de la Junta de la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica al hacer un seguimiento del crecimiento del producto potencial a finales de los años noventa. A otros pronosticadores les resultó igualmente difícil estudiar ese período.

- 9/ El fin del período de la muestra correspondiente a cada generación de datos se señala con la correspondiente línea vertical. En realidad, el GPM ha estado en funcionamiento solo unos pocos meses. Para elaborar las estimaciones en tiempo real del GPM para los gráficos de este recuadro descargamos conjuntos de datos en tiempo real de la base de datos ALFRED del Banco de la Reserva Federal de San Luis y estimamos el modelo para cada generación de datos. Siempre existe la posibilidad de que el modelo que se hubiera usado en el pasado fuera diferente del modelo usado ahora. Las estimaciones de la CBO son estimaciones genuinas en tiempo real elaboradas con la metodología utilizada por la CBO en el respectivo momento.
- 10/ Existen numerosos estudios sobre los riesgos que implica el uso de estimaciones no fiables en tiempo real de la brecha del producto. Véase, por ejemplo, Orphanides (1999).
- 11/ En realidad, en trimestres recientes el crecimiento del producto por trabajador en Estados Unidos de Norteamérica ha disminuido sustancialmente.

### DESEQUILIBRIOS MUNDIALES

La evolución del crecimiento ha mejorado en las economías emergentes, mientras que en las economías avanzadas se ha deteriorado en los últimos veinte años. Esta situación seguirá impulsando los flujos de capital hacia las economías emergentes. No obstante, no se proyecta una reducción de los desequilibrios mundiales a mediano plazo, porque estas economías tienen dificultades para absorber estos flujos de manera productiva y están acumulando reservas para protegerse frente a cambios de dirección de los flujos, como ha ocurrido con frecuencia en el pasado. Por lo tanto, los superávits de ahorro en Asia aumentarán con respecto al PIB de las economías avanzadas. Esto limitará la subida de las tasas de interés a largo plazo en respuesta al aumento de la deuda pública.



1/ Los datos sobre el crecimiento del PIB real entre 1980 y 2015 se desestacionalizan como promedios móviles de 10 años hacia atrás. Las líneas punteadas corresponden a las tendencias de cada grupo entre 1990 y 2015.

2/ China, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán y Tailandia.

3/ Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos de Norteamérica, Israel, Japón, Noruega, Nueva Zelandia, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong, el Reino Unido, Singapur, Suecia, Suiza y la zona del euro.

4/ CHN+MEA: China, Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong y Tailandia; ALE+JPN: Alemania y Japón; Estados Unidos de Norteamérica; OPDCC: Bulgaria, Croacia, Eslovenia, España, Estonia, Grecia, Hungría, Irlanda, Letonia, Lituania, Polonia, Portugal, el Reino Unido, la República Checa, la República Eslovaca, Rumania y Turquía; PEP: Países exportadores de petróleo; RDM: Resto del mundo.

FUENTE: Estimaciones del personal técnico del FMI.

La mejor manera de inferir la trayectoria del producto potencial, que es por naturaleza una variable no observable, es analizando el comportamiento conjunto de variables observables que son influenciadas por el producto potencial (crecimiento del producto, inflación, desempleo, utilización de la capacidad) o que influyen en el producto potencial (crecimiento de la fuerza laboral, inversión de capital, aumento de la productividad). Por ejemplo, la drástica disminución de la inversión fija de las empresas durante la recesión ha reducido la capacidad manufacturera (véase gráfico de Dinámica de la Recuperación). Esto apunta a un menor producto potencial y, por ende, a una menor brecha del producto. Por el otro lado, hasta hace poco la productividad de la fuerza laboral de Estados Unidos de Norteamérica ha sido muy sólida.

El producto potencial se puede estimar de varias maneras, cada una con sus ventajas e inconvenientes. Las estimaciones más creíbles, teniendo en cuenta los datos actuales, indican un descenso sustancial de la trayectoria del producto potencial de Estados Unidos de Norteamérica y la zona del euro. En el recuadro anterior, se comparan las estimaciones más recientes sobre el crecimiento del producto potencial y las brechas del producto realizadas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, la Oficina de Presupuesto del Congreso de Estados Unidos de Norteamérica y la Comisión Europea con las estimaciones obtenidas por el personal técnico del FMI según el modelo de proyección mundial (GPM, por sus siglas en inglés) y *Perspectivas de la economía mundial*. Estas estimaciones permiten llegar a tres conclusiones: 1) una reducción fuerte y persistente del producto potencial en relación con su tendencia previa a la crisis, 2) una sobreoferta importante -es decir, amplias brechas negativas del producto- en ambas regiones<sup>11</sup> y 3) un grado considerable de imprecisión de las

---

<sup>11</sup> Además, un análisis más profundo de la evolución de la productividad de la fuerza laboral en Estados Unidos de Norteamérica señala que el reciente aumento de esa variable es, al menos en parte, un fenómeno cíclico debido, por ejemplo, a que los trabajadores menos productivos tienden a ser los primeros en ser despedidos.

estimaciones, lo que hace pensar que la distribución de los posibles resultados reviste importancia para las autoridades.

A primera vista, las estimaciones más bajas de los niveles del producto tendencial en las economías avanzadas tienen implicaciones significativas para las políticas. Una de esas implicaciones es que se debe suponer que una proporción importante de las pérdidas de ingresos fiscales en relación con las tendencias previas a la crisis será permanente. Esto a su vez significa que habría que recortar los programas de gasto público (o subir los impuestos), porque de lo contrario los déficits fiscales y la deuda seguirán creciendo rápidamente a mediano plazo. Un aspecto más fundamental es la necesidad de reasignar el capital y la mano de obra desde los sectores en recesión hacia los sectores en expansión, algo que entraña considerables desafíos sociales. A escala mundial, el Capítulo 4 del Informe “Perspectivas de la economía mundial: Recuperación, Riesgo y Reequilibrio”, deja claro que la demanda de importaciones por parte de las economías avanzadas se situará por debajo de las tendencias previas a la crisis, dada la fuerte proporción de los bienes duraderos de consumo y los bienes de inversión en el comercio. Por lo tanto, las economías emergentes que dependían mucho de la demanda proveniente de estas economías avanzadas tendrán que concentrarse más en las fuentes internas de crecimiento para lograr tasas de crecimiento similares a las registradas antes de la crisis.

### ***Limitaciones para el aumento de la demanda interna en las economías emergentes***

Pese a las perspectivas de crecimiento relativamente sólidas, es poco probable que las economías emergentes puedan compensar totalmente la disminución de la demanda proveniente de las economías avanzadas a mediano plazo. Concretamente, la evolución reciente de las economías con superávit excesivos no deja vislumbrar una aceleración significativa de la demanda interna en relación con

las tasas de crecimiento previas a la crisis (véase gráfico de Saldos fiscales en gobierno general y deuda pública). Según las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*, en las economías en desarrollo de Asia las tasas de ahorro aumentarán de aproximadamente 44.5% del PIB en 2010 a cerca de 45.5% en 2012–15, en tanto que el coeficiente de inversión muestra desplazamientos laterales<sup>12</sup>. Por lo tanto, no se proyecta que continúen reduciéndose los desequilibrios mundiales. Esto obedece principalmente a cuatro factores:

- Limitaciones estructurales: Recientemente, alrededor de dos tercios del ahorro nacional bruto de la región corresponden a China. Sin embargo, aun en el mejor de los casos, China compensará solo parcialmente la desaceleración de la demanda de las economías avanzadas, dado el volumen relativamente pequeño del consumo chino y de las importaciones chinas de bienes de consumo<sup>13</sup>. Además, en muchas economías emergentes de Asia la inversión en el sector de servicios es escasa, con la notable excepción de India. Las políticas se han centrado en fomentar la competencia en el sector de los servicios relacionados con la infraestructura, liberalizar más los sectores minorista y financiero y eliminar las restricciones sobre la participación en servicios sociales, como la salud y la educación. Sin embargo, estos esfuerzos demorarán en rendir fruto.
- Restricciones sobre las entradas de capital: Aquí conviene distinguir entre las restricciones vigentes antes del último episodio de crisis y recuperación y las restricciones impuestas recientemente en respuesta a las entradas de capital. Las primeras quizá tengan efectos importantes en las entradas pero solo pueden reducirse gradualmente, a la par con reformas de los mercados de

---

<sup>12</sup> En la otra región con nivel fuerte de ahorro -Oriente Medio- se proyecta que la tasa de ahorro aumentará durante el período 2009–15. En este caso, el aumento se debe a una corrección moderada tras una caída importante relacionada con el precio del petróleo y el estímulo fiscal durante 2008–09.

<sup>13</sup> Véase FMI (2010). Según FMI (2009), pese a que las tasas de crecimiento de las importaciones chinas superaron el promedio en los últimos 15 años, las importaciones chinas de bienes de consumo representaron apenas un 3% de las importaciones mundiales en 2008.

bienes y servicios, los sistemas financieros y las políticas y prácticas prudenciales. Los controles impuestos recientemente se examinan en más detalle en el Capítulo 2. del Informe “Perspectivas de la Economía Mundial: Recuperación, Riesgo y Reequilibrio”. En este caso también pueden diferenciarse dos tipos: 1) los controles que afectan tanto a residentes como a inversionistas extranjeros, como las medidas macroprudenciales (la mayoría de las medidas adoptadas en Asia emergente están en esta categoría), y 2) los controles que se centran específicamente en los inversionistas extranjeros (controles de capital clásicos), a los que algunos países de América Latina (Brasil) han recurrido como medida primaria. Dada la naturaleza de las medidas adoptadas recientemente, sus efectos a mediano plazo en el reequilibrio de la demanda mundial probablemente no serán considerables.

- Preocupación en torno a apreciaciones cambiarias desestabilizadoras y las consiguientes pérdidas de competitividad: Esta preocupación ha inducido a las principales economías emergentes a acumular reservas más que a permitir la apreciación del tipo de cambio nominal en respuesta a los superávits comerciales y las entradas de capital (véase gráfico de Evolución Externa). La acumulación de reservas ofrece un seguro contra las interrupciones repentinas de flujos, pero su uso para mitigar las presiones de apreciación de la moneda en respuesta a superávits persistentes en cuenta corriente probablemente frenará la demanda interna y provocará un aumento gradual de la inflación. Además, creará una carga para los presupuestos de las economías emergentes, dada la diferencia entre las tasas de interés internas y las tasas de interés de los activos de reserva.
- Orientación de la política fiscal: Casi todas las principales economías de mercados emergentes están llevando a cabo consolidaciones fiscales, y solo unas pocas han mantenido el apoyo invariable en términos generales (por



ejemplo, Brasil e Indonesia). La diferencia del ritmo de consolidación durante 2011 entre las economías con superávit y las economías con déficit externos excesivos es pequeña (véase gráfico de saldos fiscales del gobierno general y deuda pública). Las proyecciones a mediano plazo corroboran esta tesis.

### **Se necesitan políticas más proactivas**

En resumen, las perspectivas a corto y mediano plazo siguen indicando que la recuperación será más lenta y anémica de lo que se había previsto, y continúa sujeta principalmente a riesgos a la baja. Se necesitan políticas que aceleren el reequilibrio de la demanda, desde el sector público hacia el privado en las economías avanzadas, y desde las economías con déficit externos hacia las que registran superávit externos. En muchas economías avanzadas el sector financiero sigue siendo el talón de Aquiles de las perspectivas de recuperación de la demanda privada. El insuficiente avance en el saneamiento y la reforma de dicho sector está frenando el crédito y desacelerando la normalización de las políticas monetarias y fiscales, lo cual repercute de manera adversa en las economías emergentes. Por consiguiente, acelerar la reestructuración y la reforma financieras debe ser la prioridad.

Hasta ahora, el avance ha sido penosamente lento. Es necesario que la consolidación fiscal comience en 2011. Las políticas presupuestarias públicas están en proceso de transición desde el estímulo a corto plazo a la consolidación a mediano plazo. Sin embargo, se requieren medidas fiscales que reduzcan el déficit a mediano plazo, no solo para frenar y en última instancia revertir el fuerte aumento de los coeficientes de deuda pública, sino también para ayudar a crear un mayor margen de maniobra a corto plazo. Asimismo, es preciso que el ajuste fiscal esté apoyado por reformas estructurales. Mediante políticas que corrijan las distorsiones y favorezcan la demanda interna en las economías emergentes clave se

reforzarían las perspectivas de reequilibrio de la demanda mundial, con lo cual se apoyaría una recuperación más robusta tanto en las economías emergentes como en las avanzadas. Sin embargo, muchos factores limitan lo que puede lograrse a mediano plazo, y es aconsejable que las autoridades basen sus planes en proyecciones prudentes con respecto al crecimiento.

### **Hay que seguir avanzando en el saneamiento y la reforma del sector financiero**

Las políticas del sector financiero son cruciales para apoyar una recuperación vigorosa. Las dificultades aparentemente aisladas en unos pocos sectores pueden tener fuertes efectos secundarios a través de nexos financieros complejos y del deterioro de la confianza, ya frágil. Si no se resuelven, reestructuran o consolidan con rapidez los bancos debilitados y se reconstituyen los mercados mayoristas, se plantea la necesidad de seguir proporcionando respaldo fiscal y de mantener bajas las tasas de interés para apuntalar la recuperación, lo cual puede acarrear otros problemas, incluidos los efectos de contagio en las economías emergentes. Por esa razón la prioridad máxima para las economías avanzadas es seguir avanzando en el saneamiento y la reforma del sector financiero.

Según se explica en la edición de octubre de 2010 de *GFSR*, el insuficiente avance para corregir los problemas heredados de la crisis ha dejado al sistema vulnerable a riesgos de financiamiento y a una pérdida de confianza en los mercados. Se requiere con urgencia corregir la situación de los bancos debilitados:

- Los bancos de Estados Unidos de Norteamérica han logrado progresos considerables en el reconocimiento de las pérdidas y la reconstitución de su capital. Sin embargo, persisten importantes riesgos en torno a la exposición al mercado inmobiliario, especialmente para los bancos pequeños y medianos, que son los principales proveedores de crédito a la pequeña y mediana

empresa. Estas empresas concentran una gran parte del empleo total en la economía. Además, el persistente debilitamiento de los mercados de titulización de etiqueta privada está limitando la capacidad de los bancos para transferir riesgos de sus balances. Las reformas del sistema de financiamiento de la vivienda son cruciales pero siguen inconclusas.

- Los bancos europeos confrontan desafíos derivados de la fragilidad del financiamiento y la rentabilidad, la exposición a la deuda soberana y los préstamos hipotecarios. Se están tomando medidas decisivas en algunos países (por ejemplo, España, Irlanda, el Reino Unido), pero es mucho lo que queda por hacer para que los balances vuelvan a una situación sostenible. En otros países (por ejemplo, Alemania), aún se deben abordar problemas de larga data. Deberían considerarse una variedad de medidas, entre ellas medidas para forzar a los bancos debilitados a captar capital adicional, obtener financiamiento estable y sanear de manera más decidida sus balances. En los casos en que no puedan establecer modelos operativos viables, los reguladores deberían contar con la facultad para reestructurar o resolver con rapidez la situación de las instituciones en problemas.

En el ínterin, el sector público seguirá participando intensamente en la intermediación financiera. En Estados Unidos de Norteamérica, por ejemplo, el financiamiento hipotecario está respaldado por las compras de obligaciones de las entidades hipotecarias semipúblicas por parte del gobierno. En Europa, varios bancos siguen dependiendo de los servicios de financiamiento del BCE o de diversas formas de respaldo oficial. Asimismo, como se subraya en la edición de octubre de 2010 de *GFSR*, en las economías avanzadas sigue haciéndose un uso sustancial de programas estatales de recapitalización y garantía de deudas, si bien la demanda de este tipo de programas se ha reducido. De hecho, si bien en algunas economías avanzadas se cerraron dichos programas, en muchas economías

europas debió prorrogarse su aplicación. Considerando la concentración de vencimientos de deudas bancarias, es posible que los gobiernos y los bancos centrales tengan que seguir proporcionando garantías de financiamiento y servicios de liquidez extraordinarios (o asegurarse de poder suministrar seguro de liquidez por algún otro medio en caso necesario) hasta que los bancos demuestren de manera clara su capacidad para autofinanciarse sin necesidad de ayuda.

Más allá de atender los problemas heredados, las autoridades se enfrentan al desafío de establecer marcos prudenciales que promuevan un sistema financiero mundial más seguro y sólido. Las reformas regulatorias se han centrado principalmente en mejorar las perspectivas de las instituciones y sectores individualmente considerados, y ahora es necesario adoptar una visión de mayor alcance mundial. Por consiguiente, la mira no debe ponerse tanto en fortalecer la regulación microprudencial como en desarrollar un enfoque más macroprudencial a fin de limitar los riesgos sistémicos creados por instituciones demasiado grandes para quebrar, que, según se reconoce actualmente, pueden ser instituciones no bancarias.

En este contexto, las propuestas recientes del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea son muy positivas ya que representan una mejora sustancial de la calidad y la cantidad del capital en comparación con la situación anterior a la crisis. Específicamente, las acciones ordinarias representarán una proporción mayor del capital, lo cual ampliará la capacidad de absorción de pérdidas. Asimismo, la cantidad de activos intangibles y activos calificados se limitará al 15%<sup>14</sup>. Se han establecido mecanismos de transición para permitir que los bancos se adapten a estas normas más rigurosas, principalmente mediante la acumulación de utilidades no distribuidas. A medida que el sistema financiero mundial se estabilice y la

---

<sup>14</sup> Entre estos se incluyen los activos sujetos a impuestos diferidos, los derechos de servicio de créditos hipotecarios, las inversiones de montos significativos en acciones ordinarias de instituciones financieras, y otros activos intangibles.

recuperación económica mundial se arraigue con firmeza, debería considerarse eliminar gradualmente los activos intangibles y acelerar el período de transición. De esa manera se reforzaría aún más la capacidad de resistencia del sector bancario para absorber los shocks que pudieran producirse en el futuro. Según el escenario de referencia, un período de transición más corto no hubiera ejercido excesiva presión sobre el sistema bancario y la economía. De hecho, cuanto mayor sea el período durante el cual las instituciones financieras funcionen con bajos niveles de reservas, mayor será el riesgo de que surjan focos de vulnerabilidad, y mayor será la carga para los supervisores.

Un desafío importante es eliminar la posibilidad de que empresas financieras de envergadura, del sector público o privado, puedan recurrir (implícita o explícitamente) al apalancamiento mediante préstamos subvencionados por los contribuyentes. Esto se aplica a una amplia gama de empresas, como las entidades semipúblicas de crédito hipotecario, muchos bancos del sector público en Alemania y en otros países, y muchas instituciones “demasiado importantes para quebrar”. También es necesario mitigar la toma excesiva de riesgos en el sistema financiero asegurando una sólida capitalización y gestión de riesgos en las instituciones no bancarias importantes y reduciendo los beneficios tributarios sobre las deudas contraídas por los particulares o las empresas. También se plantean otros desafíos de políticas, que van desde las reformas en materia de exposición a operaciones en derivados extrabursátiles hasta el establecimiento de mecanismos más efectivos de resolución de instituciones financieras de alcance transfronterizo, y desde mejores prácticas de remuneración hasta el perfeccionamiento de las normas de contabilidad.

Resulta difícil determinar qué efectos podrían tener todo este conjunto de reformas en el crédito y en el crecimiento económico. Mucho dependerá de su diseño y de la secuencia en que se adopten: probablemente afecten a la actividad en el corto plazo

pero generen beneficios a largo plazo. Las evaluaciones realizadas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en base a modelos indican que una regulación más rigurosa en materia de capitales afectará a la actividad macroeconómica, principalmente al incrementar el costo del crédito bancario<sup>15</sup>. Se espera que la nueva reglamentación reduzca la volatilidad macroeconómica al reducir la vulnerabilidad bancaria durante las crisis y limitar la expansión del crédito en los períodos de reactivación. Sin embargo, la eficacia de estas medidas centradas en los bancos dependerá de manera crucial del rigor con que se las implemente y de la posibilidad de transferir actividades hacia intermediarios financieros no bancarios o mercados menos regulados<sup>16</sup>.

Las necesidades son diferentes en las economías emergentes. Algunas lograron evitar excesos financieros antes de la crisis mediante la adopción de políticas y prácticas prudenciales más rigurosas que las aplicadas en los grandes centros financieros, un enfoque que ha quedado reivindicado. El desafío al que se enfrentan estas economías consiste en seguir profundizando la intermediación financiera, a fin de promover una actividad sana de concesión de préstamos a los particulares y a la pequeña y mediana empresa. En algunos casos, para ello se requerirá una reforma más amplia del régimen jurídico, incluidas las leyes de quiebras. Al mismo tiempo, las políticas y prácticas prudenciales deberán mantenerse un paso por delante del desarrollo de los sistemas financieros nacionales.

---

<sup>15</sup> Según las estimaciones disponibles, en estado estable, un aumento de 2 puntos porcentuales en el capital exigido a los bancos reducirá de manera permanente el nivel del producto en alrededor de 0.2 a 0.3 puntos porcentuales. Sin embargo, los riesgos en torno a esta estimación indican un impacto más significativo, de hasta 0.7 puntos porcentuales del producto según algunas especificaciones. En cualquier caso, deberá reconsiderarse la calibración teniendo en cuenta las últimas propuestas en materia de coeficientes de capital y liquidez. Véase un análisis más detallado en BCBS (2010) y MAC y BCBS (2010).

<sup>16</sup> Véanse también el capítulo 3 de la edición de abril de 2009 de *GFSR*; Claessens *et al.* (2010), y Viñals y Fiechter (2010).

## **Todavía faltan planes de consolidación fiscal a mediano plazo que favorezcan el crecimiento**

La consolidación fiscal debe iniciarse con firmeza en 2011. Revisten extrema importancia los firmes compromisos de aplicar estrategias ambiciosas y creíbles para reducir los déficit fiscales a mediano plazo, preferentemente legislando reformas en materia de impuestos y gastos que entren en vigor en el futuro y que fomenten la inversión y la oferta de trabajo a mediano plazo. Esta tarea ahora es más urgente que hace seis meses, ya que podría ser necesario un mayor grado de acomodación fiscal en el corto plazo si la actividad mundial se desacelera notoriamente más de lo previsto. Sin embargo, la ausencia de planes creíbles para reducir los déficit a mediano plazo podría generar nuevas turbulencias en los mercados de deuda soberana que podrían menoscabar la eficacia de cualquier medida de apoyo.

Los planes deben hacer hincapié en medidas de política que reformen los principales programas de gasto de rápido crecimiento, tales como los sistemas de pensiones y de salud pública, e introducir reducciones permanentes en los gastos en prestaciones que no constituyen derechos adquiridos<sup>17</sup>. También existe un amplio margen para mejorar las estructuras tributarias, por ejemplo, trasladando la carga tributaria desde las ganancias al gasto de consumo o a la propiedad. Las reformas tributarias y del gasto bien concebidas pueden ayudar a recuperar la confianza reduciendo la carga fiscal en el futuro y promoviendo la oferta potencial de la economía. Entre los planes también se podría incluir la sanción de leyes para fortalecer las instituciones fiscales e introducir metas plurianuales de carácter vinculante. Las medidas que mejoren las perspectivas de acelerar el crecimiento de los ingresos en el futuro inmediato también pueden mitigar los efectos adversos a corto plazo que comúnmente ha tenido la consolidación fiscal en el pasado. Al

---

<sup>17</sup> El valor presente neto de los futuros aumentos del gasto en salud y pensiones es muchas veces mayor que el aumento de la deuda pública resultante de la crisis.

mismo tiempo, los gobiernos deberían tratar de ampliar el plazo medio de vencimiento de su deuda, lo cual reduce el riesgo de refinanciamiento en forma proactiva.

A corto plazo, el alcance y tipo de ajuste fiscal deberían depender de las circunstancias de cada país, especialmente del ritmo de recuperación y del riesgo de perder credibilidad fiscal.

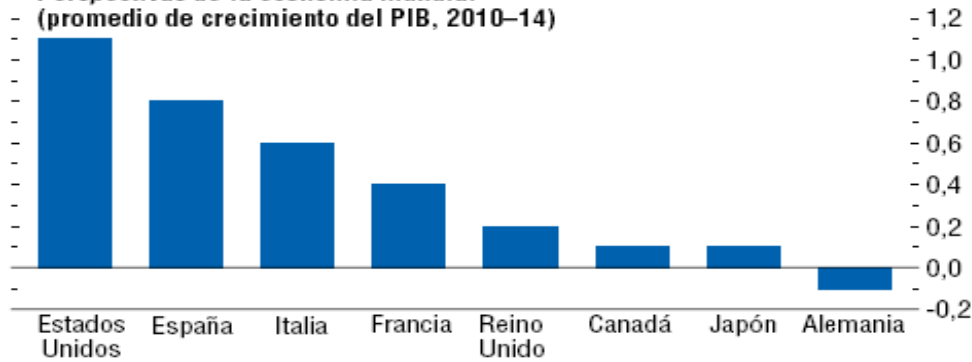
- Considerando la ausencia generalizada de planes sólidos y creíbles de consolidación a mediano plazo y la reciente turbulencia en los mercados de deuda soberana, los planes de consolidación fiscal para 2011 establecen un equilibrio en general apropiado entre el avance hacia la estabilización de la deuda pública y el apoyo constante a la recuperación (véase el gráfico siguiente). Los países que afrontan graves presiones de financiamiento externo ya se han visto obligados a realizar ajustes; en estas economías siguen siendo necesarias fuertes señales de compromiso.

### **POLÍTICAS FISCALES A MEDIANO PLAZO**

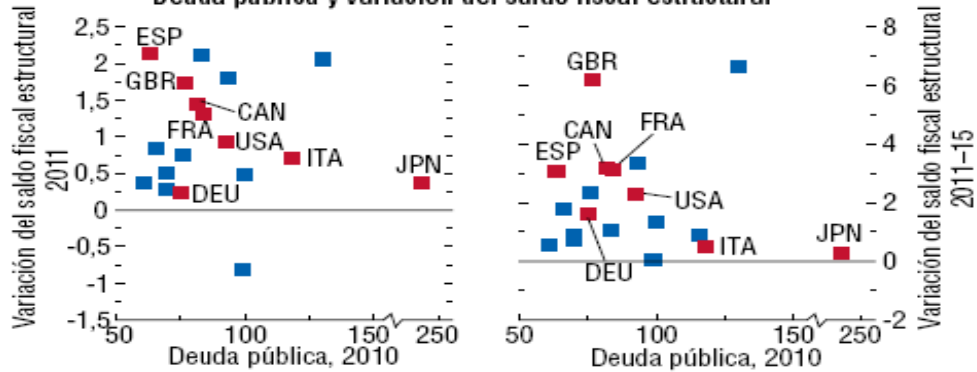
Las proyecciones del crecimiento económico a mediano plazo de algunas economías parecen optimistas y plantean riesgos para sus planes de consolidación. Estos planes con frecuencia hacen hincapié en las reducciones del gasto. No obstante, las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* parecen indicar que no todas las economías reducirán el coeficiente de gasto a un nivel considerablemente inferior al registrado antes de la crisis, lo que sugiere que existe margen para nuevas reducciones.



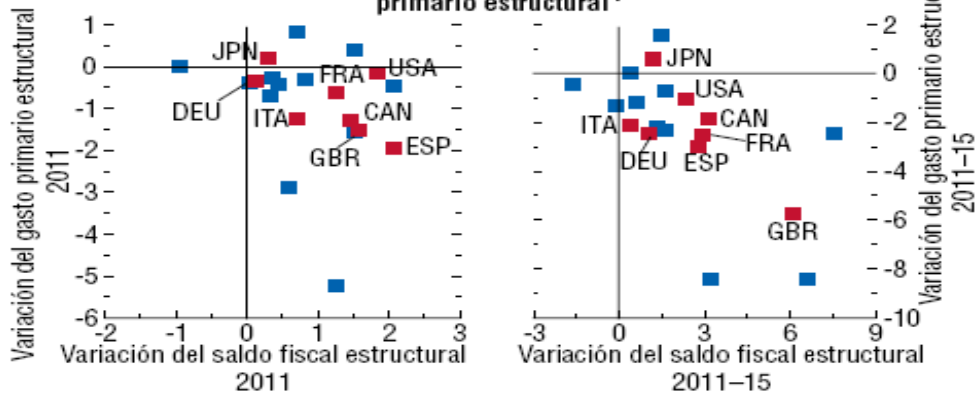
**Diferencia entre las proyecciones del crecimiento real de los países y de *Perspectivas de la economía mundial* (promedio de crecimiento del PIB, 2010-14)**



**Deuda pública y variación del saldo fiscal estructural<sup>1</sup>**



**Variación del saldo fiscal estructural y del gasto primario estructural<sup>1</sup>**



<sup>1/</sup> Porcentaje del PIB, salvo el saldo fiscal estructural, que se presenta como porcentaje del PIB potencial. Todas las economías avanzadas con un nivel de deuda pública en 2010 superior al 60% del PIB; CAN: Canadá; FRA: Francia; DEU: Alemania; ITA: Italia; JPN: Japón; ESP: España; GBR: Reino Unido; USA: Estados Unidos de Norteamérica.

FUENTE: Estimaciones del personal técnico del FMI.

- En las economías con excesivos superávits externos y un nivel de deuda pública relativamente bajo, el endurecimiento de la política fiscal debe quedar relegado a segundo plano con respecto a la restricción monetaria y al ajuste

cambiarlo. Esto ayudaría a apoyar la demanda interna al debilitarse temporalmente la demanda externa. En otras economías emergentes, el endurecimiento de la política fiscal puede comenzar inmediatamente porque la recuperación ya está bien encaminada. La adopción de una política fiscal más restrictiva debe ser la máxima prioridad en las economías emergentes cuya deuda pública es relativamente elevada y tienen dificultades para absorber grandes flujos de capital en forma productiva.

- Si la actividad amenaza con debilitarse sensiblemente más de lo previsto, los países con margen fiscal deberían permitir que los estabilizadores automáticos actuaran plenamente; en algunos países con estabilizadores pequeños, se debería seguir brindando apoyo temporal mediante la ampliación de las prestaciones por desempleo o subsidios salariales. Además, si resultara necesario para que la recuperación continuara, también tendrían que posponerse parte de los planes de consolidación previstos para 2011.

A más largo plazo, los gobiernos de las economías avanzadas deben comenzar a legislar las medidas de consolidación que prevén implementar en el futuro para lograr sus objetivos fiscales a mediano plazo. La mayoría de los gobiernos de las economías avanzadas apuntan a estabilizar o disminuir la relación deuda/PIB en el transcurso de 2015 o antes; los objetivos posteriores a 2015 en general no han sido detallados<sup>18</sup>. Las proyecciones que se presentan en *Perspectivas de la economía mundial* señalan que muchos lograrán este objetivo, aunque, por lo general, uno o dos años después de lo planificado. Sus gobiernos deberían adoptar medidas adicionales lo antes posible para reducir la probabilidad de desviaciones. Entre las

---

<sup>18</sup> En la publicación del FMI *Fiscal Monitor* de noviembre de 2010 se brindará una evaluación detallada de los desafíos y objetivos de la política fiscal. En teoría, los países muy endeudados deberían tratar de reducir sus coeficientes de endeudamiento a la mediana del 60% del PIB previa a la crisis: para lograrlo hacia 2030, sería necesario mejorar los saldos primarios estructurales de las economías avanzadas en más de 8 puntos porcentuales del PIB con respecto al nivel de 2010. En el caso de las economías emergentes, el empleo de una metodología similar pero suponiendo una meta de endeudamiento menor (40%, un umbral tras el cual frecuentemente se considera que el riesgo fiscal crece en las economías emergentes), el ajuste alcanza un promedio inferior a los 3 puntos porcentuales del PIB.

principales economías avanzadas cuyas deudas son elevadas o crecen rápidamente, España y Estados Unidos de Norteamérica no lograrían estabilizar sus deudas para 2015. Una razón fundamental por la cual las proyecciones indican una cifra superior es que el crecimiento del PIB real previsto por las autoridades es sensiblemente mayor que el que muestran las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*<sup>19</sup>. Asimismo, estos gobiernos deberían especificar sin demora medidas de ajuste importantes para lograr la estabilización de la deuda hacia 2015. Japón tiene previsto reducir su relación deuda pública/PIB a partir del ejercicio 2021; las autoridades deberán delinear las medidas fundamentales de su estrategia en materia de ingreso y gasto a los efectos de fortalecer su credibilidad.

Como ya se explicó, el ajuste fiscal que se está gestando probablemente afecte negativamente a la demanda. Los actuales planes fiscales para 2011 y años subsiguientes no apuntan a una diferenciación importante entre países según su posición externa y de deuda pública (véase gráfico de saldos fiscales del gobierno general y deuda pública). En el Capítulo 3 del informe de referencia, se sugiere que dicho ajuste sincronizado hará que la consolidación sea más penosa. Sin embargo, resulta alentador que alrededor de dos tercios del ajuste planificado se está efectuando sobre el gasto (en particular, disminuyendo el gasto en salarios, pensiones y la administración pública), lo que parece deprimir el producto en menor medida que los aumentos de la recaudación fiscal, según se analiza en el Capítulo antes señalado. Además, los impuestos indirectos aportan más que los directos a las medidas de recaudación de ingresos, lo cual debería limitar las distorsiones en lo que respecta a la oferta de trabajo y a la inversión y, a largo plazo, acelerar el aumento del producto.

---

<sup>19</sup> Esto refleja el hecho de que en *Perspectivas de la economía mundial* se estima una mayor reducción del producto potencial con respecto a la tendencia del producto antes de la crisis debido a que los fuertes shocks financieros e inmobiliarios continúan repercutiendo durante cierto tiempo.

Sería útil que las medidas adicionales se centraran en disminuir el gasto y eliminar buena parte de las exoneraciones tributarias y los subsidios, especialmente los que favorecen el endeudamiento en lugar del financiamiento mediante emisión de acciones, y en algunas economías en elevar los impuestos sobre la propiedad<sup>20</sup>. Además, podrían tomarse más medidas para garantizar la sostenibilidad fiscal a largo plazo. Esto puede ayudar a reforzar la confianza en las finanzas públicas sin afectar necesariamente la demanda actual. Dichas medidas consisten, por ejemplo, en vincular la edad de retiro obligatorio a la expectativa de vida y mejorar la eficiencia del gasto en atención de la salud. Hasta ahora, solo unos pocos gobiernos han dado pasos recientemente en este sentido. Al reducir los déficit, los gobiernos deberán proteger a los segmentos más vulnerables de la sociedad<sup>21</sup>.

La consolidación fiscal debería atenuar las eventuales presiones excesivas para que suban las tasas de interés a más largo plazo a medida que la economía mundial se acerca al pleno potencial de producción. Los datos empíricos indican que un coeficiente de endeudamiento más bajo en las economías avanzadas, equivalente a 10 puntos porcentuales del PIB, a largo plazo podría hacer disminuir las tasas de interés de equilibrio en 30 puntos básicos como mínimo, e incluso llegar a 100 puntos básicos según algunas estimaciones. Las estimaciones del personal técnico del FMI que se presentan en el Capítulo 3 ya referido, se aproximan al límite inferior de este rango. Con altos niveles de capacidad excedentaria, en este momento las tasas de interés reales no constituyen una limitación relevante sobre la inversión privada. Sin embargo, esto podría cambiar, aunque dista mucho de ser

---

<sup>20</sup> No se espera que la proporción del gasto de varias economías avanzadas muy endeudadas disminuya muy por debajo de los niveles previos a la crisis, y por lo tanto todavía parece quedar más margen para reducir el gasto. Las medidas a considerar en materia de ingresos son, entre otras, mejorar la recaudación del impuesto al valor agregado (IVA), eliminando por ejemplo las exenciones y tasas reducidas; aumentar en algunos países las tasas de los impuestos específicos sobre el consumo de tabaco y alcohol al promedio de los países avanzados del G-20, y elevar los impuestos sobre la propiedad en los países europeos al nivel de otras economías avanzadas. En el caso de Estados Unidos de Norteamérica y Japón, establecer un IVA y elevar la tasa, respectivamente, podrían resultar fuentes significativas de ingreso adicional.

<sup>21</sup> Véanse detalles sobre las medidas para apoyar a los desempleados, entre ellas, su reinserción en los mercados laborales, en el capítulo 3 de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*.

evidente que haya razones para fuertes aumentos de las tasas, impulsados por la deuda pública, más allá de los promedios previos a la crisis, si se consideran los siguientes factores<sup>22</sup>:

- En muchas economías avanzadas, sin iniciativas políticas importantes para elevar el producto potencial, es probable que las tasas de ahorro de los hogares sean mayores que antes de la crisis y que la inversión sea menor, en consonancia con el producto potencial.
- En las economías emergentes clave, se prevé que los superávits de ahorro continúen creciendo (véase gráfico de Desequilibrios Mundiales). La brecha entre el ahorro y la inversión en las economías emergentes de Asia, luego de una reciente contracción, se ampliaría hasta superar los niveles previos a la crisis, si se miden como proporción del PIB de las economías avanzadas.

Por lo tanto, en cierta medida, se mantendrán las características de saturación del ahorro que imperaban antes de la crisis. Sin embargo, esto no debería inducir a las economías avanzadas a posponer la adopción de medidas que reduzcan los déficits fiscales a mediano plazo. Si se pospone la consolidación fiscal en las economías avanzadas hasta que las economías emergentes hayan reactivado la demanda interna, se incrementa el riesgo de deterioro de la situación, según se ilustra con el modelo GIMF del FMI (véase el recuadro siguiente).

---

<sup>22</sup> La medición de las tasas de interés reales plantea una serie de problemas. Las estimaciones del personal técnico del FMI indican que las tasas de interés reales a largo plazo estaban un tanto por debajo del promedio histórico a largo plazo -normalmente estimado en alrededor del 2.5%- durante la década previa a la crisis.

### Reequilibramiento desigual

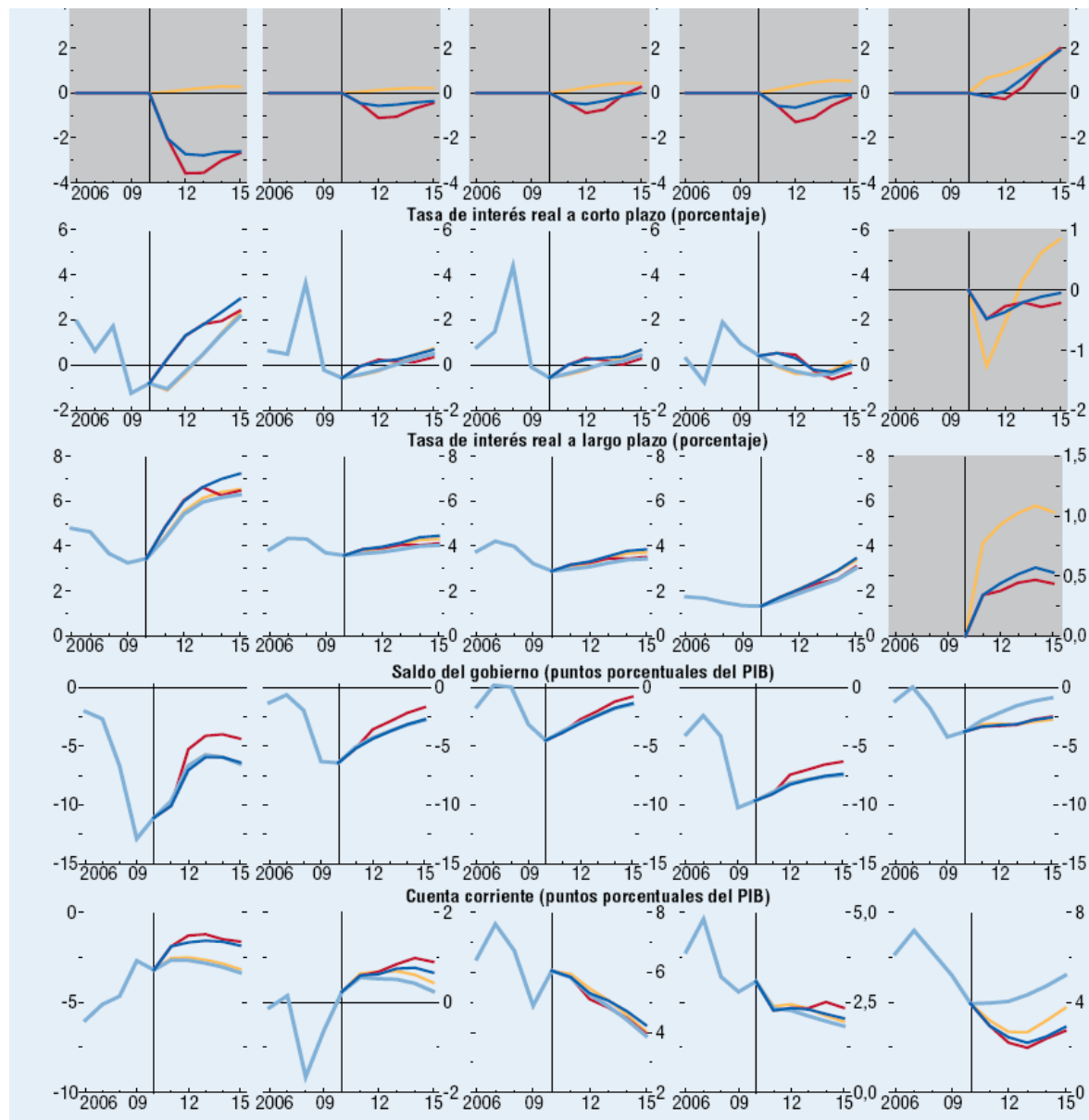
El escenario a la baja que se presenta en este recuadro se basa en simulaciones realizadas con el Modelo Global Monetario y Fiscal del FMI (GIMF, por sus siglas en inglés), un modelo multirregional de equilibrio general dinámico<sup>1/</sup>. El escenario, que comienza en 2011, demuestra que la postergación de la consolidación fiscal en las economías avanzadas hasta que las economías emergentes hayan reforzado su demanda interna agudiza los riesgos a la baja, al provocar una reacción desfavorable del mercado que desemboca en un aumento de los diferenciales soberanos y de las empresas de las economías avanzadas. Esto a su vez llevaría a estas economías a realizar consolidaciones fiscales de gran magnitud, con ajustes concentrados en el período inicial y mal focalizadas, y que además demoran muchos años en tornarse creíbles y en lograr que los diferenciales vuelvan a disminuir. A lo largo del proceso, se supone que las tasas de interés permanecen constantes durante dos años en las economías avanzadas y durante un año en el resto de las economías, y que las economías emergentes de Asia tienen un régimen de tipo de cambio flexible. En el gráfico, los escenarios de referencia de *Perspectivas de la economía mundial* se denotan con una línea de color celeste (en los paneles sombreados con gris se indican las desviaciones con respecto a dichos escenarios de referencia).

### REEQUILIBRAMIENTO DESIGUAL<sup>1/</sup>

- Años en el eje de la ordenada -

Estados Unidos de Norteamérica      Zona del euro, excluida Alemania      Alemania      Japón      Economías emergentes de Asia

- PIB real (desviación porcentual con respecto al escenario de referencia de *Perspectivas de la economía mundial* -



1/ Los paneles con fondo oscuro muestran la desviación de las series con respecto al escenario de referencia de *Perspectivas de la economía mundial*; los paneles con fondo claro muestran los niveles de las series observados en los escenarios de referencia y alternativos.

2/ Proceso de Evaluación Mutua del G-20 (G-20, 2010b).

FUENTE: Simulaciones del Modelo Global Monetario y Fiscal del FMI (GIMF).

En la primera parte del escenario (líneas anaranjadas) se supone que las economías emergentes de Asia utilizan políticas fiscales y estructurales para estimular la demanda interna. Se supone que la inversión pública y las transferencias focalizadas a personas con una fuerte tendencia a consumir aumentan el equivalente a 2 puntos porcentuales del PIB de referencia, con financiamiento proveniente, en partes iguales, de aumentos del déficit e impuestos al consumo. Para 2014, las políticas estructurales internas en la región generan un aumento adicional del PIB de un 1% en relación con el nivel de referencia. Para 2015, las políticas combinadas producen una expansión acumulada del producto interno del 2%. Además, generan repercusiones comerciales positivas, particularmente en los países con fuertes sectores exportadores, como Japón y Alemania.

En circunstancias normales, estas medidas se verían solo parcialmente compensadas con aumentos de las tasas de interés de política monetaria en las economías avanzadas, en respuesta a presiones inflacionarias creadas por la demanda. Pero al reducir los superávits externos de las economías emergentes de Asia, las políticas también reducen la demanda regional de deuda pública de las economías avanzadas (las economías emergentes de Asia han realizado inversiones especialmente fuertes en deuda de Estados Unidos de Norteamérica). Este shock de cartera, sobre todo si fuera acompañado de una percepción entre los inversionistas de que las economías avanzadas no cuentan con planes creíbles de consolidación a mediano plazo, podría provocar un aumento de los diferenciales soberanos y de las empresas (líneas azules), particularmente en Estados Unidos de Norteamérica. Se supone que el impacto del shock provoca un aumento del diferencial soberano de 225 puntos básicos (que se reduce permanentemente a 175 puntos básicos al cabo de cinco años), con un aumento adicional y temporal de 150 puntos básicos en el sector empresarial.



En las otras economías avanzadas el aumento de los diferenciales es de aproximadamente la mitad. El resultado es una reducción del producto de aproximadamente 3% en Estados Unidos de Norteamérica, con una recuperación posterior muy lenta, y de alrededor de 0.5% en las otras economías avanzadas.

El aumento de los diferenciales de endeudamiento obliga a las economías avanzadas a realizar consolidaciones fiscales de gran magnitud, anticipadas y fuertemente contractivas a partir de 2012. Las consolidaciones equivalen a 2 puntos porcentuales del PIB en Estados Unidos de Norteamérica y la mitad de esa cifra en las otras economías avanzadas (líneas rojas). Los efectos multiplicadores negativos, como las repercusiones en regiones que no realizan consolidaciones fiscales, son fuertes por dos razones. En primer lugar, se supone que el tipo de ajuste se selecciona en función de la rapidez de implementación y no en función de su probable impacto en el producto; un 40% consiste en un aumento de los impuestos sobre la renta del trabajo, otro 40% consiste en recortes de las transferencias a personas con fuerte propensión al consumo y un 20% consiste en recortes de la inversión pública. En segundo lugar, se supone que las consolidaciones repentinas y forzosas adquirirán credibilidad solo a partir de 2014, por lo que su efecto positivo en las primas de riesgo será muy gradual. Para 2015, la mayoría de las regiones ya están encaminadas hacia una plena recuperación, con la excepción de Estados Unidos de Norteamérica, que demora varios años más en recuperarse.

Las pérdidas máximas del producto en relación con el nivel de referencia de este escenario equivalen a casi 4% en Estados Unidos de Norteamérica y aproximadamente 1% en las otras economías avanzadas, con contracciones del producto muy pequeñas en las economías emergentes de Asia en 2011 y 2012. El desequilibrio en cuenta corriente entre Estados Unidos de Norteamérica y las economías emergentes de Asia mejora considerablemente.

Obviamente, estos resultados son sensibles a nuestros supuestos acerca de la magnitud de los shocks. Si bien hay una coincidencia aceptable de opiniones con respecto a la magnitud y los efectos probables de las medidas fiscales, la magnitud probable de los shocks relacionados con los diferenciales está sujeta a un grado considerable de incertidumbre. Pero parece claro que los efectos negativos en el crecimiento derivados de un aumento generalizado de las primas de riesgo en todas las economías avanzadas deberían ser mayores que los efectos positivos en el crecimiento derivados del aumento de la demanda de Asia emergente, salvo en las propias economías de esa región, lógicamente. La razón es que las economías avanzadas representan una proporción muy importante de la economía mundial. En el caso de Estados Unidos de Norteamérica, la diferencia entre los dos efectos es aún mayor, dados los limitados flujos de exportaciones de Estados Unidos de Norteamérica a las economías emergentes de Asia.

En materia de política, la conclusión que se desprende de este análisis es que la transición de la demanda pública a la privada en las economías avanzadas y la transición de la demanda externa a la interna en las principales economías emergentes están estrechamente vinculadas, y que es necesario que estos reequilibramientos avancen de manera coordinada para que la recuperación sea vigorosa.

El autor principal de este recuadro es Michael Kumhof.

<sup>1/</sup> El GIMF divide a la economía mundial en seis regiones, como se indica en el gráfico: Estados Unidos de Norteamérica, la zona del euro (excluida Alemania), Alemania, Japón, las economías emergentes de Asia y el resto de los países (este último grupo no aparece en el gráfico).

### **En muchas economías debería mantenerse una política monetaria acomodaticia**

Dadas la baja inflación y las perspectivas de consolidación fiscal, en la mayoría de las economías avanzadas las condiciones monetarias deberían seguir siendo sumamente acomodaticias en el futuro inmediato. Si se materializan los riesgos

para el crecimiento, las políticas monetarias deberían ser la primera línea de defensa. En la actualidad, debido a que las tasas de política monetaria son cercanas a cero, los bancos centrales de las economías avanzadas importantes tendrían que recurrir nuevamente a la expansión de sus balances o a cambios en la composición de sus balances para flexibilizar las condiciones financieras. Si bien es difícil predecirlo con mucha certeza, es probable que las medidas de expansión cualitativas sean más eficaces que las cuantitativas, dadas la persistente debilidad de los bancos, la mala situación de algunos mercados financieros y la elevada volatilidad general. Dicho de otro modo, es probable que las primas por riesgo de los distintos mercados preocupen más a las autoridades que los niveles de las tasas a largo plazo de los bonos del gobierno. Los bancos centrales de las economías emergentes tienen un mayor margen de maniobra para recortar las tasas de interés, si fuera necesario.

De cara al futuro, la política monetaria debería considerar cuidadosamente las repercusiones de la consolidación fiscal y las tendencias fundamentales del sector financiero en la inflación. Varios gobiernos tienen previsto incrementar sus ingresos fiscales, principalmente por medio de impuestos indirectos. La experiencia de las economías avanzadas indica que en general los bancos centrales dieron menor cabida a las medidas del lado del ingreso que del gasto para recortar el déficit (véase el Capítulo 3 del Informe “Perspectivas de la economía mundial: Recuperación, Riesgo y Reequilibrio”). En el contexto del debilitamiento de los mercados de trabajo en las economías avanzadas, una tendencia a largo plazo hacia mecanismos de determinación salarial que favorezcan el empleo y algunas reformas del mercado laboral, parece improbable en el actual entorno económico que el aumento de los impuestos sobre las ventas tenga efectos inflacionarios significativos sobre los salarios, por lo cual los bancos centrales pueden permitirse adoptar una postura más acomodaticia. Al mismo tiempo, cabe prever que las primas de riesgo y los costos de intermediación financiera se mantengan en niveles

más elevados después de la crisis. De no modificarse el resto de las condiciones, ambas tendencias harían necesaria una mayor acomodación monetaria.

Las necesidades en materia de política monetaria son diferentes para las economías emergentes y en desarrollo. Algunas de las economías emergentes más grandes y en rápido crecimiento, confrontadas con un aumento de la inflación o presiones sobre los precios de los activos, han establecido, acertadamente, condiciones monetarias más restrictivas, y los mercados ya están reflejando en los precios algunas medidas futuras (véase gráfico Medidas de política monetaria y liquidez de algunas economías avanzadas). En las economías emergentes y en desarrollo, los bancos centrales deben permanecer alertas a los efectos de segunda ronda que puedan tener sobre los salarios el alza de precios de los alimentos o un aumento sorpresivo de los precios de la energía. Los riesgos son mayores en las economías que tienen un historial de inflación inestable o que están operando a un nivel cercano a su plena capacidad. Análogamente, si los riesgos que pesan sobre el crecimiento mundial se materializan, posiblemente sea necesario cambiar rápidamente la orientación de las políticas. A más largo plazo, una disminución de las primas de riesgo exigiría que la política monetaria adoptara una tónica más restrictiva, de no modificarse el resto de las condiciones.

### **Las políticas cambiarias deben respaldar el reequilibrio de la demanda mundial**

En las economías emergentes con superávit externos excesivos, el endurecimiento de la política monetaria debe estar respaldado por la apreciación de la moneda a medida que aumentan las presiones de demanda. A este respecto, para muchas economías emergentes la inestabilidad cambiaria y el reajuste excesivo del tipo de cambio siguen siendo preocupaciones importantes. Sin embargo, las mejoras en las variables fundamentales de muchas de estas economías en relación con las de las

economías avanzadas resultan coherentes con una apreciación de sus monedas a largo plazo.

El desafío para las economías emergentes es determinar en qué medida las variaciones en los tipos de cambios hacen que estos sean más congruentes con los fundamentos económicos. Esta evaluación deberá realizarse teniendo en cuenta las circunstancias de cada caso.

- Si el reajuste excesivo del tipo de cambio y el deterioro de la competitividad pasan a ser una preocupación, los países deberían considerar la posibilidad de reducir el déficit fiscal para aliviar la presión sobre las tasas de interés, reconstituir en cierta medida las reservas, y posiblemente imponer algunas restricciones a la entrada de capitales o eliminar los controles a la salida de capitales. Como se analiza con mayor detalle en el Capítulo 2 del informe de referencia del FMI, algunos países de América Latina se encuentran en esta categoría. Sin embargo, las restricciones a las salidas de capitales parecen ser una respuesta subóptima, y será importante implementar medidas de regulación y supervisión adecuadas, como lo están haciendo algunos países, a fin de obtener una protección más duradera frente a los excesos especulativos.
- Si los tipos de cambio están desfasados desde una perspectiva de mediano plazo, la apreciación nominal debería ser parte de la respuesta de política frente a la entrada de capitales. Esto es válido para varias economías emergentes de Asia (tal como se analiza con más detenimiento en el Capítulo 2 antes referido) y, en algunos aspectos, plantea un problema que podría abordarse mejor mediante la acción colectiva emprendida de manera coordinada. No obstante, en los casos en que la entrada de capitales está asociada al recalentamiento de determinados sectores, sería útil como solución

complementaria adoptar medidas macroprudenciales focalizadas para contrarrestar los riesgos específicos.

Desde una perspectiva a mediano plazo, las economías deberían seguir fortaleciendo sus marcos prudenciales y abriendo determinados sectores a la inversión directa, del país y del exterior, con miras a crear oportunidades para la utilización productiva de la entrada de capitales. Esto ayudaría a combatir los excesos especulativos y a reducir la necesidad de intervenciones macroprudenciales, incluidas las restricciones a la entrada de capitales. En lo que respecta a estas últimas, su objetivo debe ser asegurar el uso productivo del capital. Sin embargo, determinar qué usos son productivos y cuáles no lo son puede plantear un desafío. Asimismo, se sabe relativamente poco sobre la eficacia y la eficiencia de las medidas macroprudenciales y los controles de capital más allá del muy corto plazo.

### **Se necesitan reformas estructurales para apuntalar el crecimiento y el reequilibrio de la demanda**

Para forjar una recuperación sostenible es esencial adoptar políticas estructurales orientadas a desarrollar el potencial productivo y apuntalar el reequilibrio de la demanda mundial. El análisis detallado de estos desafíos, que son muy complejos, va más allá del alcance de este informe<sup>23</sup>. Las necesidades serán diferentes en los distintos grupos de economías avanzadas y emergentes y dentro de cada grupo.

En muchas economías avanzadas la persistencia de un alto nivel de desempleo representa un gran desafío de política económica. Para aumentar el empleo son esenciales las políticas macroeconómicas acomodaticias y el saneamiento del sector financiero (lo cual facilitaría el acceso al crédito para las pequeñas y medianas empresas, que absorben la mayor parte del empleo). Además, a mediano

---

<sup>23</sup> Véase un análisis más profundo, por ejemplo, en OCDE (2010) o BM (2010a y años anteriores).

plazo es posible promover el crecimiento y la creación de empleo, y reducir el alto desempleo, mediante políticas relativas a los mercados de trabajo y de productos. Entre las reformas del mercado de trabajo que podrían incrementar el empleo cabe mencionar las siguientes: 1) medidas que eliminen el mercado de trabajo de dos niveles reduciendo la protección de que gozan los trabajadores con contratos permanentes a la vez que se refuerza la protección de aquellos con contratos temporarios; 2) medidas para facilitar la búsqueda de empleo, la adecuación de las capacidades y la movilidad laboral; 3) mejor acceso a la capacitación y educación a fin de apoyar los cambios en curso en los distintos sectores; 4) subsidios de desempleo adecuadamente diseñados para los grupos vulnerables (las personas desempleadas por períodos prolongados o los jóvenes) para facilitar la reinserción en el mercado laboral. Mediante reformas complementarias de los mercados de productos podrían reforzarse los efectos en el empleo al fomentar la demanda de trabajo y mejorar los salarios reales a través de una mayor competencia y la reducción de los márgenes de ganancia sobre los precios.

Muchas economías emergentes y en desarrollo ya han concluido con éxito la reforma de primera generación que mejoró sus marcos de política macroeconómica, fortaleciendo su capacidad de resistencia a shocks macroeconómicos. Sin embargo, a fin de incrementar su potencial de crecimiento y de empleo, sería útil que los esfuerzos se centraran en simplificar la regulación de los mercados de productos y de servicios, desarrollar el capital humano y crear la infraestructura fundamental.

En economías emergentes clave de Asia, la eliminación de las distorsiones que favorecen el alto nivel de las tasas de ahorro de los hogares y las empresas y desalientan la inversión en sectores de bienes no transables podría estimular un crecimiento impulsado por fuerzas internas, en un contexto en que la demanda de las grandes economías avanzadas se mantiene por debajo de las tendencias

anteriores a la crisis. Podría facilitarse esta tarea mediante una mayor desregulación y reforma de los sectores financieros y del gobierno corporativo, y mediante el fortalecimiento de las redes de protección social. Incluso con el rápido progreso en curso, se requeriría cierto tiempo para que las reformas encaminadas a tal fin dieran frutos sustanciales<sup>24</sup>.

### **Ayudar a las economías en desarrollo a hacer frente a la posibilidad de limitaciones de financiamiento más rigurosas**

Gracias al fortalecimiento de sus marcos de política económica, se proyecta que en las economías más pobres del mundo el crecimiento regrese a un nivel de alrededor del 6% durante 2010–11, que es apreciablemente más alto que el registrado durante los años noventa. Es alentador que los inversionistas extranjeros no hayan decidido abandonar en masa las economías en desarrollo, como queda evidenciado, por ejemplo, en la recuperación de los mercados de renta fija, el retorno de los diferenciales de la deuda soberana a los niveles anteriores a la crisis, y el éxito de varias emisiones de bonos (por ejemplo, la realizada por Senegal en diciembre de 2009).

Sin embargo, algunos países en desarrollo podrían enfrentarse a la perspectiva de menor disponibilidad y mayor costo del capital. Dada la mayor restricción de los mercados de capital, estas economías necesitarán recurrir cada vez más a fuentes internas de financiamiento, lo cual hace que sea esencial fomentar el desarrollo financiero. Asimismo, es necesario suplementar el financiamiento tradicional con modalidades innovadoras de financiamiento, como las garantías de mitigación de riesgos, las asociaciones público-privadas y las inversiones Sur-Sur<sup>25</sup>. Por otra parte, es necesario llevar adelante iniciativas que mejoren el acceso de los países pobres a los mercados, por ejemplo ampliando al 100% el acceso de los países

---

<sup>24</sup> Véase más información con respecto a Asia en la edición de abril de 2010 de la publicación del FMI *Regional Economic Outlook*, y con respecto a China específicamente en el informe IMF Country Report No. 10/238.

<sup>25</sup> Véase Banco Mundial (2010b).



menos adelantados libre de derechos y sin sujeción a cuotas, con normas de origen flexibles. La ampliación del acceso de los países de bajo ingreso a los mercados debería complementarse con el fortalecimiento de los programas de facilitación del comercio y de ayuda para el comercio, a fin de reforzar la capacidad comercial de estos países.

### **La coordinación de las políticas conlleva grandes beneficios**

Mediante la coordinación se han logrado importantes progresos encaminados a aliviar las limitaciones de liquidez y reconstituir la confianza. La coordinación internacional de las políticas consistió en las siguientes medidas clave: fuertes recortes de las tasas de interés y medidas monetarias no convencionales, respaldo financiero del FMI y de otras instituciones financieras internacionales y un estímulo fiscal de alcance mundial.

Ahora será preciso un cambio cualitativo en la coordinación. Las políticas macroeconómicas acomodaticias y el respaldo al sector financiero fueron necesarios para evitar ajustes caóticos de alto costo en respuesta a shocks estructurales que, en última instancia, requerirán reformas fundamentales. El desafío por delante consiste en llevar a la práctica dichas reformas de manera coordinada. A diferencia de la situación en el punto más candente de la crisis, las medidas que se requieren ahora son diferentes para cada país. Será necesario alentar una reducción de la demanda pública en las economías avanzadas, un aumento de la demanda privada en las economías emergentes clave, y un mayor saneamiento y reforma del sector financiero. Según se señala en un informe específico del FMI sobre el Programa de Evaluación Mutua del G-20, mediante la adopción por parte de las economías avanzadas de programas de consolidación fiscal a mediano plazo que favorezcan el crecimiento, políticas para reequilibrar la demanda en las economías emergentes, y reformas estructurales que estimulen el

potencial productivo en todos los países se incrementaría el PIB mundial un 2.5% en el mediano plazo<sup>26</sup>. Por consiguiente, la coordinación de las políticas puede generar grandes beneficios, tal como lo hizo en el apogeo de la crisis.

### **Apéndices mencionados en este capítulo:**

#### **Apéndice 1.1: Evolución y perspectivas del mercado de materias primas**

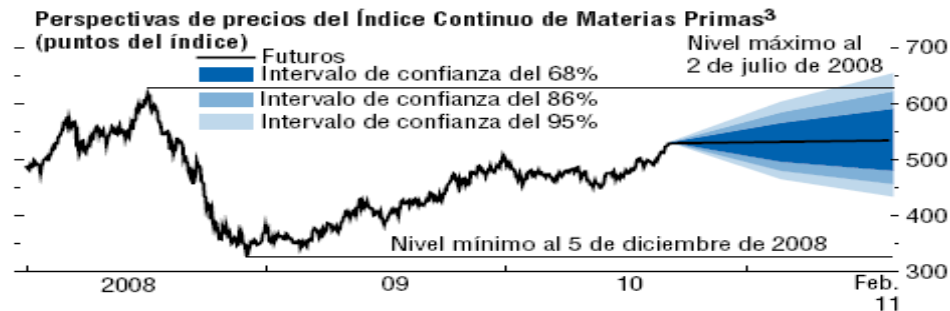
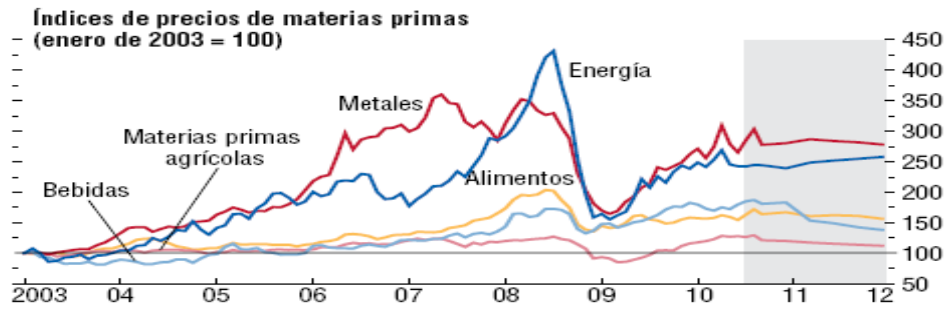
*Los autores de este apéndice son Thomas Helbling, Shaun Roache, Nese Erbil y Marina Rousset*

Tras aumentar hasta principios de mayo de 2010, los precios de las materias primas disminuyeron durante el resto del segundo trimestre, luego de un incremento de la volatilidad de los mercados financieros a causa de los temores sobre las economías de la zona del euro (véase el gráfico siguiente, panel superior). Desde entonces, los precios recuperaron gran parte de sus pérdidas del segundo trimestre, pero solo los precios de las materias primas alimentarias, las bebidas y las materias primas agrícolas han aumentado por encima de los máximos registrados a principios de mayo. El desempeño superior al previsto de estos productos obedece principalmente a la caída de las expectativas derivada de las condiciones climáticas desfavorables. Dicha caída fue particularmente importante en el caso del trigo, debido a las sequías y los incendios que tuvieron lugar en Rusia y otros de los principales países exportadores, y los precios del trigo repuntaron en julio y agosto. En general, en agosto, el índice de precios de materias primas del FMI estaba aproximadamente un 6% por encima de su nivel de diciembre de 2009.

---

<sup>26</sup> Véase Grupo de los Veinte (2010b).

### PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS Y PETRÓLEO



1/ Los datos son estimaciones aportadas por Barclays Capital.  
 2/ Entradas de capital hacia productos cotizados en bolsa y pagarés a mediano plazo.  
 3/ El Índice Continuo de Materias Primas es un contrato de futuros sobre una combinación de 17 precios de futuros sobre materias primas (igualmente ponderados) que se negocian en la Cámara de Comercio de Nueva York. Las perspectivas de precio se basan en el precio de las opciones sobre futuros al 21 de septiembre de 2010.  
 FUENTE: Barclays Capital, Bloomberg Financial Markets y estimaciones del personal técnico del FMI.

La recuperación de los mercados mundiales de materias primas continuó durante agosto, a pesar de las fluctuaciones de precios debidas a los cambios de las expectativas sobre las perspectivas de corto plazo de la economía mundial. Los nuevos datos sobre el mercado de materias primas han corroborado las expectativas de una demanda robusta o creciente, en vista de los pronósticos de crecimiento mundial. El nivel máximo que alcanzó el exceso de existencias de muchas materias primas cuyos precios tienen un comportamiento cíclico fue otra señal de normalización.

La evolución reciente del precio de las materias primas fue un recordatorio del mercado efecto que produjo la volatilidad del mercado financiero en general en dicho precio durante la crisis financiera mundial y el inicio de la recuperación. Tal propagación de la volatilidad del mercado financiero en general al mercado de materias primas no es anormal, aunque su potencia ha variado según los factores subyacentes. Cuando su impulso proviene del rápido cambio de las expectativas sobre las perspectivas futuras de la economía mundial, como sucedió en mayo y junio de este año, cabe esperar una fuerte propagación de la volatilidad potente, dado que las materias primas son tanto bienes como activos físicos y que la demanda de existencias es prospectiva. Del mismo modo, el aumento de la volatilidad del mercado de divisas suele culminar en el incremento de la volatilidad del precio de las materias primas.

En las últimas semanas, la situación del mercado financiero mundial se ha estabilizado, ya que las correcciones efectuadas en las políticas económicas redujeron los riesgos de variación extrema. La demanda debería seguir apuntalando los precios de las materias primas a medida que la recuperación mundial avanza según las proyecciones de referencia presentadas en esta edición de *Perspectivas de la economía mundial*. En muchos casos, no obstante, es probable que las nuevas presiones alcistas sobre los precios mantengan un carácter

moderado y que otros factores las contrarresten. Cabe esperar que el crecimiento de la demanda se desacelere en el caso de las materias primas cuyo precio es más susceptible de experimentar variaciones cíclicas, especialmente de los metales, a medida que el impulso del ciclo de existencias sobre la actividad manufacturera mundial decae. En el contexto mundial en general, las perspectivas de la actividad en China tienen particular importancia para muchas materias primas, dado el rápido incremento durante la década pasada de la participación de dicha economía en el total de la demanda mundial de materias primas. Por ende, es probable que la moderación del crecimiento chino sirva de freno a la expansión de la demanda de materias primas. Del lado de la oferta, aún existen considerables reservas de capacidad y existencias. El efecto específico que esta diversidad de influencias opera en las materias primas variará según factores tales como la exposición a la demanda china, la vulnerabilidad a la actividad manufacturera mundial y la elasticidad de la oferta ante las señales de precio y demanda.

La reciente alza del precio del trigo no ha alterado este panorama de corto plazo relativamente propicio. Este repunte culminó en revisiones al alza de las proyecciones sobre el precio del trigo hasta 2011 inclusive, pero debido al aumento de las existencias mundiales actuales de trigo frente al período 2006–07, el mercado debería estar en mejores condiciones de absorber este shock temporal de la oferta. En este contexto y hasta la fecha, el efecto de derrame de los precios en los demás cultivos alimentarios principales —a través de mecanismos de sustitución del lado del consumo y la oferta— ha sido limitado.

Las expectativas del mercado reflejan las perspectivas de corto plazo propicias para el mercado de materias primas. Las distribuciones de probabilidades de los precios de futuros al contado obtenidas de los contratos de opciones indican que los riesgos siguen inclinándose al alza, si bien en el corto plazo la probabilidad de que el precio de las materias primas registre otro pico generalizado que se acerque

a los máximos alcanzados en 2008 o los supere aún es limitada (véase el gráfico anterior, tercer panel). El riesgo de que se registren picos extraordinarios de precios se vincula principalmente a la ocurrencia de perturbaciones importantes en la demanda, inclusive por razones de índole geopolítica o climática. Otros factores de riesgo incluyen cambios imprevistos en el ritmo de la recuperación económica mundial, así como la reanudación de las presiones y la volatilidad en el mercado financiero. En este panorama de conjunto, la vulnerabilidad del mercado del trigo a nuevas perturbaciones de la oferta ha aumentado con los shocks de oferta de este verano boreal, y es probable que cualquier otro shock significativo que ocurra durante el resto de la temporada de cosecha también provoque una propagación importante al precio de otros principales cultivos.

Si bien el panorama de corto plazo del mercado de materias primas es propicio, habida cuenta de las condiciones cíclicas en el plano mundial, se proyecta que en el mediano plazo el precio de las materias primas siga siendo alto frente a los niveles históricos, y que el riesgo se incline al alza. Se espera que la variación ascendente del crecimiento de la demanda de materias primas, iniciada hace unos 10 años, se mantenga, mientras las economías emergentes y en desarrollo sigan impulsando el crecimiento mundial. Una variación alcista sostenida de la demanda de materias primas puede culminar en largos períodos de tendencia ascendente del precio real de las materias primas debido a la lenta respuesta de la oferta por los retrasos prolongados que suponen la exploración y la inversión. Tal como se examina en el recuadro siguiente, existen indicios de que los metales básicos se encuentran en medio de una tendencia alcista de esta índole tras 20 años de tendencia descendente.

### **¿Cómo influiría una mayor escasez de metales en los precios?**

Las economías emergentes han sido el motor del crecimiento durante la actual recuperación de la economía mundial y es probable que sigan impulsando el crecimiento en los próximos años. En estas economías, el crecimiento depende más de las materias primas que en las economías avanzadas, y por eso se prevé que el rápido aumento de la demanda de materias primas continuará. ¿Podrá la oferta mantenerse a la par del crecimiento de la demanda con un nivel de precios semejante al actual? ¿O exigirá la creciente escasez de materias primas que los precios sigan subiendo a largo plazo? En este recuadro se abordan estas preguntas en el caso de los metales básicos, evaluando un indicador de la escasez ampliamente aceptado: el comportamiento de los precios reales a largo plazo.

¿Cómo deberían evolucionar los precios de las materias primas a largo plazo según la teoría económica? Hotelling (1931) demostró que el precio de un recurso no renovable debería reflejar el costo marginal de la extracción y el valor in situ; es decir, el valor marginal de mantener las reservas en el suelo. Según esta conocida teoría, el precio del recurso debería aumentar a una tasa igual que la tasa de interés si los costos marginales de extracción no varían. En equilibrio, el rendimiento que se obtiene al mantener las reservas en el suelo es justo igual a lo que se podría ganar en intereses, con lo cual al propietario del recurso le es indiferente extraer una unidad adicional de la materia prima. Por lo tanto, el aumento del precio puede interpretarse como una “renta de escasez”, y cabe esperar que el precio seguirá subiendo hasta que la demanda se asfixie y el recurso se agote efectivamente.

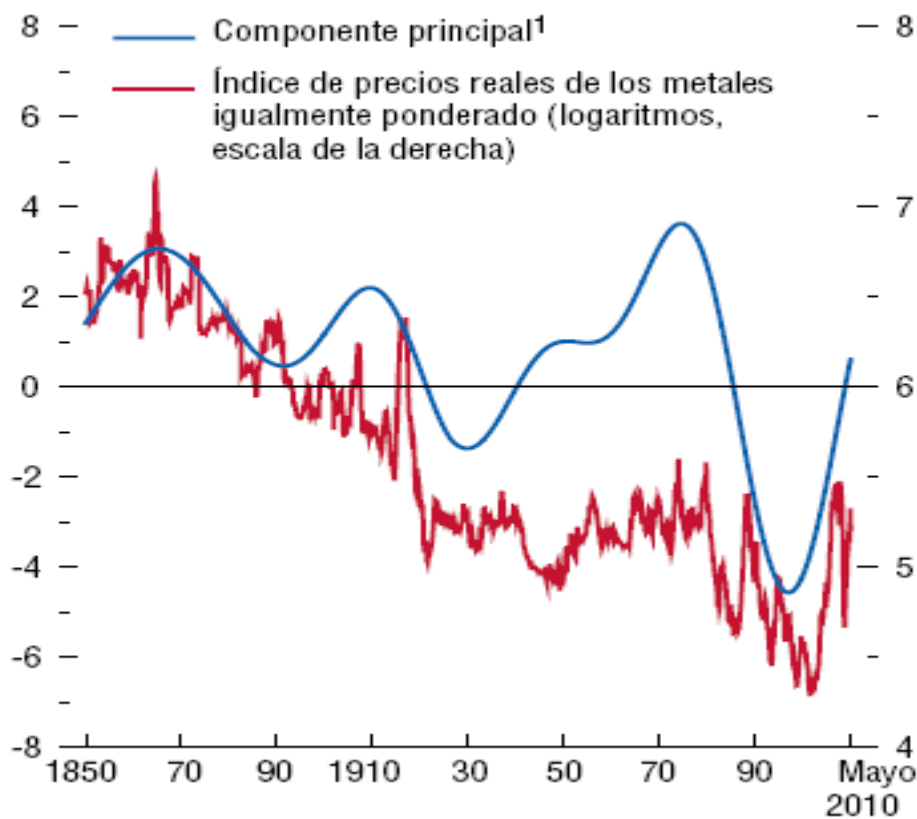
Las variaciones de la escasez pueden significar que los precios no observan esta regla en la práctica. Los precios pueden aumentar más rápido que las tasas de interés, debido a cambios permanentes en la demanda que no pueden compensarse con cambios en la oferta debido a limitaciones físicas o tecnológicas (por ejemplo, la disponibilidad finita de las reservas o el deterioro de la calidad del mineral bruto). También es posible que los precios permanezcan en general invariables o que incluso bajen si los costos marginales de extracción disminuyen (y si la oferta aumenta) o si los usuarios finales encuentran sustitutos de menor costo, en ambos casos gracias a avances tecnológicos. Esto hace pensar que el comportamiento a largo plazo de los precios de las materias primas puede aportar información útil para evaluar la evolución de las características de la escasez.

Un índice de los precios reales de los metales básicos desde 1850 indica que la oferta de metales aumentó durante el siglo XIX a medida que descendieron los precios reales, con un crecimiento algo más equilibrado de la oferta y la demanda a partir de 1900 que dio lugar a precios reales en general más constantes (primer gráfico). La predicción de Hotelling de que los precios bajarían a raíz de una reducción de los costos marginales se ha cumplido en gran medida gracias a la innovación tecnológica, que ha ayudado a reducir los costos de extracción y a descubrir nuevos yacimientos de mineral bruto. A muy largo plazo, este proceso se ha visto interrumpido por alzas y bajas que a veces han durado decenios. Una manera de analizar la variación temporal del comportamiento de los precios a largo plazo consiste en examinar el denominado componente de baja frecuencia de las series. Este componente puede extraerse aplicando un filtro de paso bajo, que elimina la influencia de fluctuaciones en las frecuencias de ciclos estacionales o económicos, las cuales inciden en el comportamiento de los precios de las materias primas (Cashin, McDermott y Scott, 2002).



En el caso de las materias primas, a diferencia de muchas variables macroeconómicas, es posible que también sea adecuado eliminar mediante filtración incluso las fluctuaciones periódicas más largas que no están relacionadas con la escasez a largo plazo.

**PRECIOS DE LOS METALES SOMETIDOS A FILTRO  
DE PASO BAJO: PRIMER COMPONENTE PRINCIPAL**



<sup>1</sup>/ Componente principal combinado que incorpora el mayor número de metales en cada fecha de acuerdo con la disponibilidad de datos.

FUENTE: Bloomberg Financial Markets, Bolsa de Metales de Londres y cálculos del personal técnico del FMI.

Algunos estudios anteriores señalan la posibilidad de que las materias primas atraviesen “superciclos” (Cuddington y Jerrett, 2008), y hay observaciones empíricas que corroboran esta tesis. Por ejemplo, algo que contribuye mucho a la variación total de los precios reales son los componentes lentos (o de baja frecuencia), entre los que están no solo los efectos de la escasez a largo plazo, sino también la existencia de superciclos a mediano plazo<sup>1/</sup>. Las causas subyacentes de estos superciclos son los prolongados desfases de implementación relacionados con el descubrimiento, la exploración y la inversión de capital en las industrias mineras, y no tanto la verdadera escasez a largo plazo. Por ejemplo, en el caso de los metales básicos y preciosos, el tiempo medio necesario para confirmar un descubrimiento tras la exploración inicial puede ser de hasta 20 años, con un tiempo medio estimado de aproximadamente 9 años desde el descubrimiento hasta la producción (Sillitoe, 2000). La lenta respuesta de la oferta a los cambios en la demanda puede dar origen a ciclos de precios que duran más que los típicos ciclos económicos de dos a ocho años (Slade, 1982).

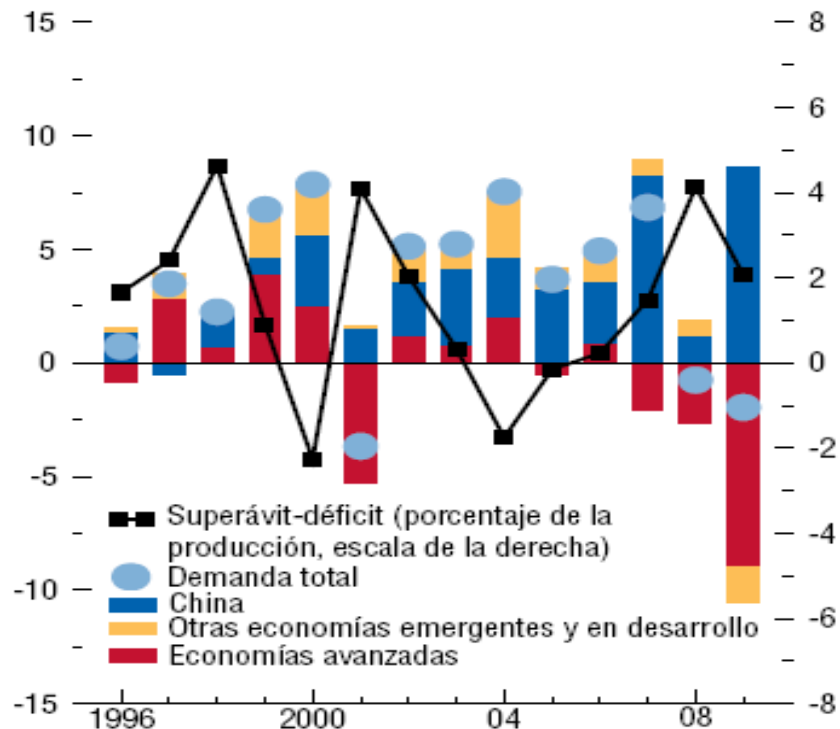
Para fines de este recuadro, los indicadores del componente a largo plazo de los precios de los metales básicos se extrajeron con un filtro de paso bajo que excluye todas las fluctuaciones con una frecuencia cíclica de menos de 30 años (incluidos los ciclos económicos y los superciclos)<sup>2/</sup>. Para destilar el factor común de los indicadores de los precios a largo plazo de cada metal, se calculó el primer componente principal de diferentes grupos de ellos, según el orden cronológico de disponibilidad de datos sobre precios. El primer componente principal representó entre el 70 y el 80% de la varianza total en todo los casos, dependiendo de los metales que consideraran.

Estos indicadores muestran un comportamiento muy similar del componente a largo plazo de los precios reales de los metales básicos, que tocaron mínimos entre 1996 (aluminio) y 2000 (zinc); desde entonces, los precios de todos los metales han subido. Esto ocurrió después de un período de aproximadamente 25 años, durante el cual el componente tendencial de los precios reales se redujo significativamente. El indicador del factor común de los precios reales de los metales básicos a largo plazo llegó a un mínimo en diciembre de 1998, y posteriormente registró su mayor aumento en por lo menos un siglo a lo largo de los últimos 12 años (primer gráfico). El aumento no fue interrumpido por la crisis financiera mundial ni por la Gran Recesión. Más bien, el descenso y la recuperación de los precios de los metales ocurridos desde 2007 son atribuibles en gran medida a fluctuaciones en el componente de los precios relacionado con el ciclo económico.

La explicación más importante de los datos que indican una mayor escasez de los metales básicos es el aumento de la demanda de materias primas proveniente de las economías emergentes, especialmente China, y la respuesta relativamente lenta de la oferta (segundo gráfico). Entre 1998 y 2009, la demanda mundial de metales básicos aumentó, en cifras medias anuales, aproximadamente un 4%, es decir un poco más que el aumento de la producción primaria<sup>3/</sup>. Por consiguiente, la mayoría de los mercados de metales han entrado o se han acercado mucho a una situación de déficit, medido como la diferencia entre la producción primaria y el consumo. Los déficit se han cubierto reduciendo las existencias o recurriendo a los desechos de metal, pero estas fuentes son limitadas.

### CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA DEMANDA Y EQUILIBRIOS DE MERCADO

-Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario-



FUENTE: Oficina Mundial de Estadísticas de Metales y cálculos del personal técnico del FMI.

La oferta ha dado ciertas señales de que está reaccionado al alza de los precios, y en 2007 la producción primaria mundial registró su tasa anual de crecimiento más rápida en por lo menos 10 años; sin embargo, aun en el período posterior a la Gran Recesión sigue agravándose la preocupación con respecto a la capacidad de la oferta para mantenerse a la par del aumento del consumo en el futuro. Esta preocupación obedece solo en parte a la falta de inversión de capital. En los casos de ciertos metales, limitaciones tecnológicas y geológicas han reducido la productividad de las minas, especialmente de cobre y estaño. En otros casos, las limitaciones sobre las actuales tecnologías de producción impuestas por políticas medioambientales también pueden haber restringido la oferta, particularmente de plomo y, en menor medida, de aluminio.

¿Significa la mayor escasez que indican los datos que el equilibrio demanda-oferta generará aumentos de los precios en el futuro? Según el indicador de escasez utilizado en este análisis, los precios de los metales básicos están aproximadamente solo en el tramo intermedio del actual período de aumentos tendenciales de los precios. De acuerdo con el promedio desde 1850, el factor común del componente a largo plazo de los precios de los metales ha demorado alrededor de 20 años en pasar del punto mínimo al máximo, aunque la duración de estos repuntes varía y depende del ritmo de innovación tecnológica<sup>4/</sup>.

Hasta ahora se han observado pocas señales convincentes de un aumento persistente del crecimiento de la oferta de metales, y la recuperación mundial en curso impedirá que los factores cíclicos ofrezcan un contrapeso considerable. Esto significa que, si el crecimiento de la demanda se mantiene en las tasas observadas en el último decenio, el actual período -caracterizado por una mayor escasez, aumentos de las tendencias de los precios de los metales y una balanza de riesgos de precios inclinada al alza- se prologará algún tiempo.

El autor de este recuadro es Shaun Roache.

<sup>1/</sup> Para la mayoría de los metales considerados en este análisis, los periodogramas -que descomponen la varianza de los precios reales en ciclos de las diferentes frecuencias- muestran que los ciclos con duraciones significativamente más largas que el ciclo económico constituyen una proporción particularmente importante de la variación.

<sup>2/</sup> En este análisis se utilizan índices de precios en dólares estadounidenses deflactados en función del índice de precios al consumidor de Estados Unidos de Norteamérica y un filtro asimétrico Christiano-Fitzgerald, con ajustes para la serie I(1), incluidos el aluminio, cobre, mineral de hierro y plomo.

<sup>3/</sup> Medido como el promedio ponderado en función del índice del FMI de aluminio, cobre, estaño, hierro, mineral de plomo, níquel y zinc.

<sup>4/</sup> Según la metodología Bry-Boschan para detectar los puntos de inflexión. La duración media de los ciclos de baja frecuencia -ciclos de máximo a máximo-, usando el filtro de paso bajo, es de aproximadamente 35 años.

## **Petróleo y otros mercados de fuentes de energía**

El precio al contado de un barril de petróleo crudo en el mercado mundial, en líneas generales, se ha mantenido dentro de la banda de 70 a 80 dólares que tuvo su

origen en el otoño boreal de 2009, aunque esporádicamente se ha negociado por encima y debajo de dicha banda. Desde mayo, cuando la preocupación por la posición fiscal y la competitividad de las economías vulnerables de la zona del euro se intensificó, los precios han presentado una volatilidad relativamente alta dentro de los límites de la banda.

La normalización del mercado físico al contado de petróleo perdura desde la publicación de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*. La demanda de petróleo se fortaleció más que lo esperado durante el primer semestre de 2010, lo que denota principalmente una actividad mundial más vigorosa que la proyectada, así como un aumento de la demanda china de petróleo superior a lo que cabía esperar en función de la actividad. Los datos actuales indican que en el primer semestre del año, la demanda mundial de petróleo aumentó en un 2.7% sobre una base anual, lo que representa el aumento más fuerte respecto a igual período del año anterior registrado desde 2004 (cuadro siguiente). Si bien la demanda ha crecido más que lo previsto en las economías avanzadas, así como en las emergentes y en desarrollo, estas últimas siguen dando cuenta de prácticamente el total del crecimiento de la demanda (véase el gráfico siguiente, panel superior izquierdo). En particular, la demanda china de petróleo se incrementó en un 14% durante el primer semestre del año, lo que superó el crecimiento del PIB real en unos 3 puntos porcentuales. Tales divergencias entre la demanda de petróleo y el crecimiento general de la actividad en China ya se habían observado, especialmente a inicios de 2004, pero parecían obedecer a factores especiales, y solo fueron pasajeras. No obstante, frente a otras materias primas susceptibles a las variaciones cíclicas de los precios, especialmente los metales básicos, las economías avanzadas aún representan una proporción relativamente mayor del consumo final de petróleo.

## DEMANDA Y PRODUCCIÓN MUNDIAL DE PETRÓLEO POR REGIÓN

-Millones de barriles diarios-

	2008	2009	2010 Proy.	2009 S2	2010 S1	Variación porcentual con respecto al período del año anterior							
						2003- 2005 Prom.	2006	2007	2008	2009	2010 Proy.	2009 S2	2010 S1
<b>Demanda</b>													
Economías avanzadas	46.8	44.8	45.0	44.8	45.1	1.2	-0.6	-0.4	-3.5	-4.1	0.4	-2.7	0.4
<i>De las cuales:</i>													
Estados Unidos de Norteamérica	19.8	19.1	19.3	19.1	19.3	1.7	-0.5	-0.1	-5.9	-3.7	1.1	-1.4	1.6
Zona del euro	11.2	10.5	10.4	10.4	10.3	0.5	-0.3	-1.5	-0.6	-6.0	-1.2	-7.5	-2.7
Japón	4.8	4.4	4.3	4.4	4.4	0.1	-2.4	-3.1	-4.9	-8.8	-1.4	-4.0	0.5
Economías asiáticas recientemente industrializadas	4.5	4.5	4.7	4.6	4.7	1.0	2.1	4.5	-1.3	1.9	3.3	5.5	4.2
Economías emergentes y en desarrollo	39.2	39.9	41.6	40.6	41.3	4.1	3.7	4.2	3.0	1.8	4.2	3.6	5.4
<i>De las cuales:</i>													
América	5.6	5.6	5.8	5.7	5.8	2.5	3.8	5.7	5.4	0.0	4.2	0.7	4.4
Comunidad de Estados Independientes	4.2	4.0	4.2	4.1	4.2	0.9	3.3	2.5	2.6	-5.5	4.7	-5.0	5.9
Oriente Medio y Norte de África	8.3	8.5	8.8	8.7	8.7	5.1	3.5	3.6	5.1	3.5	3.4	4.0	4.0
Países en desarrollo de Asia	22.3	23.5	24.5	23.7	24.7	5.1	4.4	5.1	1.8	5.2	4.2	8.7	5.8
China	7.7	8.4	9.1	8.7	9.1	10.3	7.6	4.4	2.5	8.0	9.0	13.3	14.5
India	3.1	3.3	3.3	3.2	3.4	2.4	8.3	6.5	4.0	5.7	2.5	6.1	2.6
Mundo	86.0	84.7	86.6	85.4	86.4	2.4	1.2	1.6	-0.6	-1.4	2.2	0.2	2.7
<b>Producción</b>													
OPEP (composición actual) <sup>1/2/</sup>	35.6	33.3	34.0	33.6	34.0	6.2	0.8	-1.0	2.9	-6.4	2.0	-5.3	2.8
<i>De la cual:</i>													
Arabia Saudita	10.4	9.3	..	9.3	9.4	7.5	-1.2	-4.7	4.2	-10.6	..	-10.6	0.8
Nigeria	2.1	2.1	..	2.2	2.3	6.0	-4.4	-4.7	-8.2	-0.4	..	2.9	16.3
Venezuela	2.6	2.4	..	2.4	2.4	1.6	-5.8	-7.8	-2.0	-7.8	..	-5.9	4.7
Irak	2.4	2.5	..	2.5	2.4	2.5	4.9	9.9	14.3	2.5	..	6.1	-0.3
Países no miembros de la OPEP	50.9	51.7	52.6	52.0	52.6	1.0	1.0	0.8	0.0	1.6	1.7	2.7	2.4
<i>De los cuales:</i>													
América del Norte	13.3	13.6	13.8	13.7	14.0	-1.1	0.4	-0.5	-3.8	2.2	..	5.0	3.6
Mar del Norte	4.3	4.1	3.9	4.0	4.0	-5.7	-7.6	-5.0	-5.1	-4.5	..	-6.1	-7.2
Rusia	10.0	10.2	10.5	10.3	10.4	7.7	2.2	2.4	-0.7	2.0	..	2.8	3.0
Otros países de la ex Unión Soviética <sup>3/</sup>	2.8	3.1	3.2	3.1	3.1	7.6	11.2	11.5	3.2	9.2	..	15.2	2.4
Otros países no miembros de la OPEP	20.4	20.6	21.3	20.8	21.2	1.2	2.0	1.0	3.8	1.3	..	1.4	3.3
Mundo	86.5	85.1	..	85.6	86.7	3.0	0.9	0.1	1.2	-1.7	...	-0.6	2.6
<b>Demanda neta<sup>4/</sup></b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.3</b>	<b>..</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.4</b>	<b>1.2</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.4</b>	<b>..</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.4</b>

1/ OPEP = Organización de Países Exportadores de Petróleo. Incluye Angola (que se unió a la OPEP en enero de 2007) y Ecuador (que regresó en noviembre de 2007, tras haber suspendido su calidad de miembro entre diciembre de 1992 y octubre de 2007).

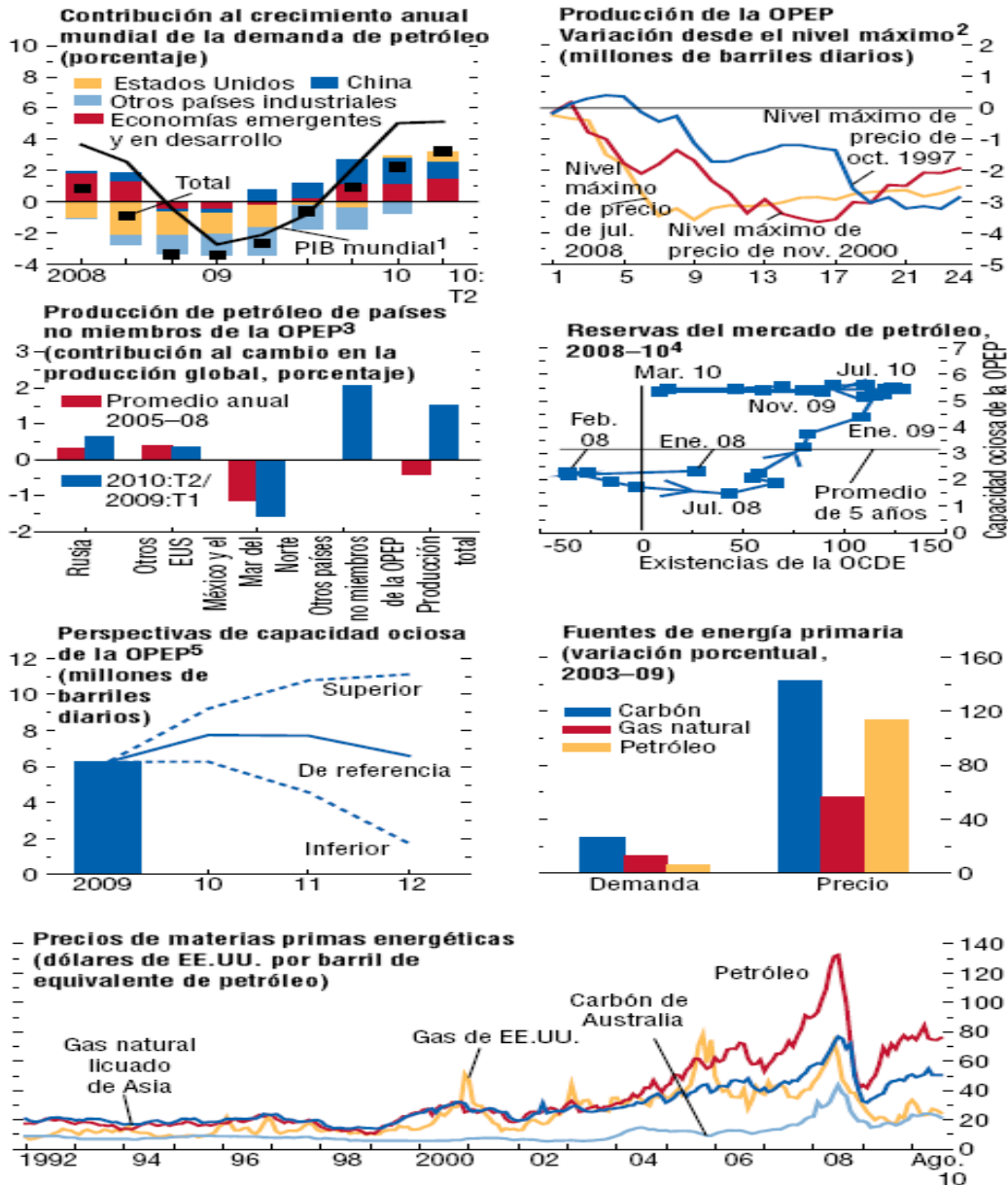
2/ Los totales se refieren al total de petróleo crudo, petróleo condensado y LGN.

3/ Países de la ex Unión Soviética incluye Azerbaiyán, Bielorrusia, Georgia, Kazajstán, Kirguistán, Tayikistán, Turkmenistán, Ucrania y Uzbekistán.

4/ Diferencia entre demanda y producción. En las columnas de variación porcentual, las cifras representan el porcentaje de la demanda mundial.

FUENTE: *Oil Market Report*, Agencia Internacional de Energía, septiembre de 2010; y cálculos del personal técnico del FMI.

## EVOLUCIÓN DEL MERCADO MUNDIAL DE ENERGÍA



1/ Porcentaje de variación anual.

2/ Países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) al primer mes de cada episodio. Meses desde el nivel máximo del precio del petróleo en el eje de las abscisas.

3/ Mar del Norte: Noruega y Reino Unido. Otros EUS: otros países de la ex Unión Soviética.

4/ Existencias de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), desviaciones del promedio de cinco años (millones de barriles) en el eje de las abscisas, capacidad disponible de la OPEP (millones de barriles diarios) en el eje de las ordenadas.

5/ El gráfico muestra la capacidad ociosa prevista basada en los pronósticos de oferta de la Agencia Internacional de Energía y en simulaciones estocásticas de las ecuaciones de la demanda de petróleo regional (estimada a lo largo del período 1981–2008) en torno a las previsiones del PIB de *Perspectivas de la economía mundial*. Las líneas “inferior” y “superior” muestran los percentiles 14° y 86° que implican las simulaciones estocásticas.

FUENTE: Sistema de Precios de Productos Primarios del FMI; Agencia Internacional de Energía, edición de septiembre de 2010 de *Oil Market Report*, y cálculos del personal técnico del FMI.



La producción de petróleo aumentó lentamente durante el primer semestre de 2010 hasta casi igualar el aumento de la demanda. Aproximadamente la mitad del incremento de la oferta puede atribuirse al aumento de la producción total de países no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), a pesar de la creciente disminución de la producción en el Mar del Norte y México (panel central izquierdo). El cambio de tendencia de la producción global de los países no miembros de la OPEP obedeció a la generalización de los beneficios, en parte debida a los incentivos de precios altos para aumentar la producción, inclusive a través de una mayor utilización de técnicas de recuperación mejorada en los casos viables. Estos incentivos se han visto reforzados por las condiciones de costos del sector de servicios de petróleo, que siguen mostrándose favorables.

Los aumentos de la producción de gas natural licuado de la OPEP, no sometida a una cuota de producción, también representan una proporción considerable del aumento de la producción de 2010 (panel superior derecho). Por el contrario, la producción de petróleo crudo de la OPEP ha aumentado solo en forma insignificante, a pesar de la baja utilización de la capacidad de algunos principales productores, lo que destaca la necesidad constante de contener la producción para mantener los precios dentro de la banda de 70 a 80 dólares.

En términos generales, sin embargo, el mercado de petróleo aún no ha alcanzado una situación de plena normalización de su ciclo. Al registrarse una expansión globalmente equilibrada de la demanda y la oferta, la corrección del exceso de existencias cíclicas (aquellas que superan el promedio estacional de cinco años) en los países de la OCDE sigue siendo parcial (panel central derecho). Además, las reservas de capacidad disponible de los países de la OPEP siguen siendo elevadas, a pesar de cierto aumento de la producción de petróleo crudo, debido a que la capacidad se incrementó en mayor grado. La pendiente ascendente ininterrumpida

de los futuros de petróleo (“contango”) es otro reflejo del carácter inconcluso de la normalización del mercado de petróleo.

La demanda de petróleo seguirá aumentando a medida que la recuperación mundial avanza; este dinamismo en parte está determinado por la solidez de la expansión de la actividad. En función de patrones anteriores seguidos por las etapas iniciales de expansión tras recesiones globales, es probable que parte de la reciente intensificación del ímpetu de la demanda de petróleo en las economías emergentes y en desarrollo se prolongue durante 2011. Si bien el ímpetu ejercerá una presión alcista sobre los precios, los datos sobre los futuros del petróleo indican que la magnitud de dichas presiones de precios solo será limitada (ver gráfico de Precios de materias primas y petróleo, panel inferior). Del lado de la demanda, a pesar de la rápida expansión de la demanda de las economías emergentes y en desarrollo, se espera que el estancamiento y el tenue aumento de las economías avanzadas moderen el crecimiento de la demanda mundial de petróleo. Tales expectativas coinciden con las tendencias recientes en materia de eficiencia en el consumo de combustibles y con los vínculos estimados entre la demanda de petróleo, el crecimiento de la actividad y el precio real del petróleo en las economías avanzadas. En segundo lugar, la información sobre proyectos de inversión en la etapa de exploración y producción analizados por la Agencia Internacional de Energía señala que, en el marco de los actuales planes de ejecución, estos proyectos contemplarán una expansión constante de la producción primaria del orden del 1% anual. Si bien su carácter es moderado, este ritmo de expansión puede satisfacer un crecimiento rápido de la demanda de las economías emergentes y en desarrollo sin reducir en forma considerable la capacidad disponible de la OPEP en gran parte de la gama de resultados posibles en materia de demanda (véase el gráfico anterior, panel inferior izquierdo).

En ese marco relativamente propicio de las condiciones de la oferta, las políticas de producción de la OPEP seguirían siendo un factor importante en materia de determinación de precios. En particular, la trayectoria de los precios dependerá de: 1) el precio objetivo al que los países miembros de la OPEP atenderán una demanda creciente de su capacidad disponible; 2) el precio de reserva al que se reduciría la oferta suplementaria, y 3) la aplicación por parte de los miembros de las cantidades acordadas.

Los principales riesgos al alza que afronta este panorama de referencia de estabilidad relativa en el mercado del petróleo provienen del lado de la oferta, mientras que del lado de la demanda parecen limitarse a importantes sorpresas alcistas. Del lado negativo, los riesgos de demanda vinculados a los riesgos a los que se expone la recuperación mundial siguen siendo importantes. En cuanto a la distribución de los riesgos, los participantes del mercado de futuros de petróleo entienden que es más probable que se registren picos de precios relativamente importantes que fuertes caídas de precios, si bien tales eventualidades siguen siendo riesgos de variaciones extremas<sup>27</sup>.

Es probable que los factores de riesgo de oferta con posibles efectos sostenidos provengan de los obstáculos a los proyectos de inversión, tanto para proyectos nuevos como de reemplazo, aunque ciertos riesgos geopolíticos también pueden tener un efecto más duradero en el precio. El aumento del precio del petróleo y la reducción de los costos han contribuido a mantener el gasto de capital en niveles robustos, lo que contribuye a un incremento inesperado de la producción de los países no miembros de la OPEP, a pesar de las mermas que siguen registrándose en el Mar del Norte y México. Pero el derrame de petróleo en el Golfo de México

---

<sup>27</sup> Los precios de las opciones de futuros al 20 de septiembre de 2010, indican un nivel de precios de \$123.90 el barril en el 95% superior de la distribución esperada para fines de junio. Es probable que los factores de riesgo de oferta con posibles efectos sostenidos provengan de los de 2011 (una diferencia del 95% del precio futuro del primer mes en esa fecha) y un precio de 47.10 dólares en el 5% inferior de la distribución esperada (una diferencia del 38 por ciento).

ha puesto de relieve los riesgos que implican los proyectos de avanzada en materia tecnológica. Los efectos en la producción de la moratoria para nuevas perforaciones en aguas profundas impuesta en la parte del Golfo correspondiente a Estados Unidos de Norteamérica serán menores desde una perspectiva mundial, ya que la exploración y el desarrollo en aguas profundas han continuado en otras partes del mundo. Sin embargo, la expansión de este segmento no convencional de producción de petróleo afronta riesgos que se extienden más allá de las fronteras de Estados Unidos de Norteamérica y la intervención gubernamental vinculada a la seguridad.

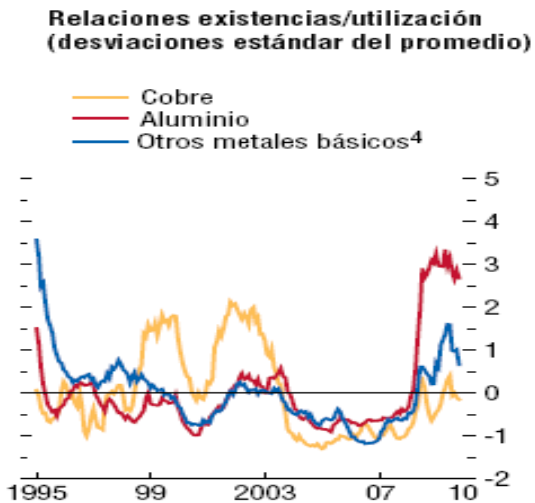
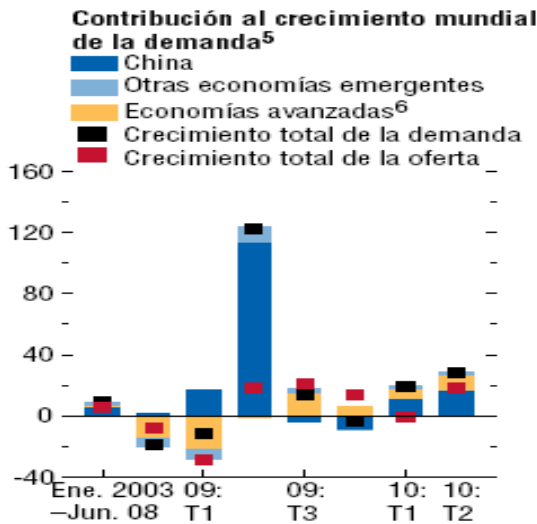
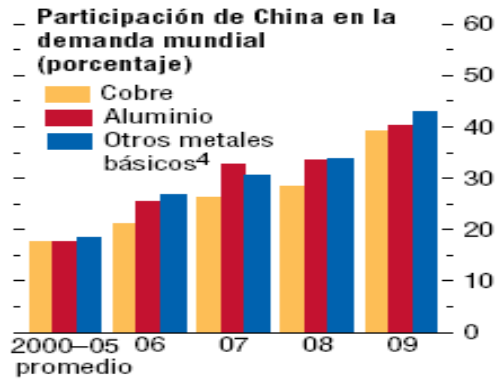
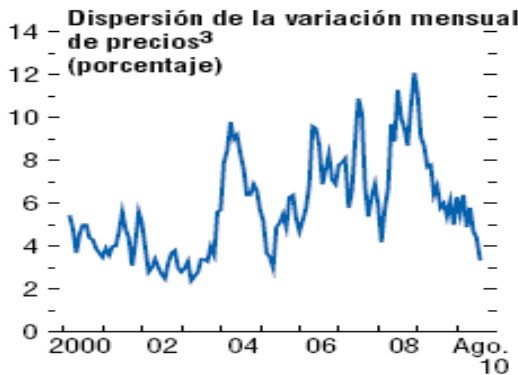
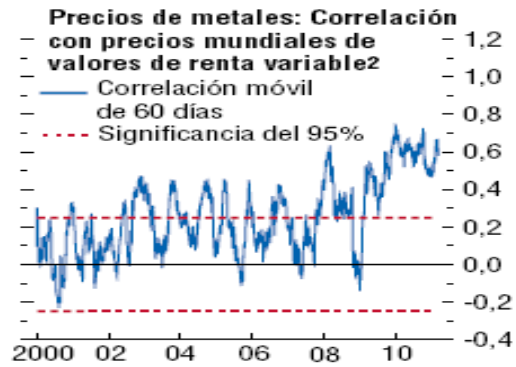
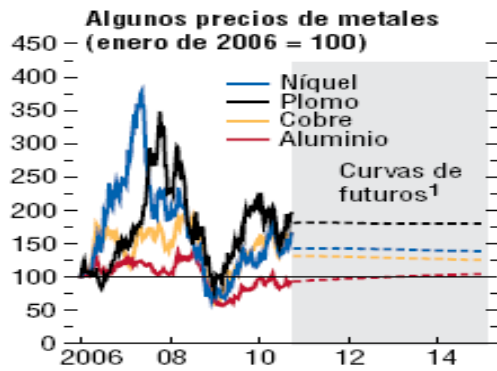
La diferenciación de precios sigue siendo una nota distintiva de la evolución general del mercado de combustibles (véase el gráfico anterior, panel inferior). En particular, los precios del gas natural en el mercado de América del Norte se han mantenido en un nivel relativamente bajo, lo que denota la debilidad de la demanda, dada la brecha del producto en la región (que aún es importante) y la “revolución” del gas de esquisto (la promesa de liberar grandes cantidades de gas natural de los depósitos de gas de esquisto gracias a los avances en materia de fractura hidráulica). Con la variación de los precios relativos de la energía que comporta, el gas natural ha recuperado parte de su anterior pérdida de competitividad como principal insumo energético, inclusive en el sector de la electricidad. La mejora de las perspectivas de largo plazo de la oferta de gas de Estados Unidos de Norteamérica también ha tenido repercusiones en los mercados de gas de otras regiones. Uno de los mecanismos de transmisión ha consistido en el desvío del transporte de gas natural licuado (GNL), evitando el pasaje por Estados Unidos de Norteamérica, en una mejora de la infraestructura mundial de distribución. Este desvío ha introducido cierta medida de arbitraje de precios entre mercados y cambios en los regímenes de precios de los mercados de gas europeos, en particular respecto a la indexación de los precios de los contratos de gas a los mercados de petróleo. La duración de los cambios en los regímenes de precios y de

la presión para seguir reduciendo los importantes diferenciales de precios entre las regiones, dependerá de varios factores. Los más importantes de ellos son las perspectivas de desarrollo de la producción de gas de esquisto en otros continentes y los precios a los que es posible incrementar la producción de ese gas en forma sostenible. Los mismos factores también determinarán si la participación del gas natural en el mercado mundial como fuente de energía primaria aumenta de manera sostenida.

### **Evolución del mercado de metales**

Hasta el momento, el precio de los metales ha mostrado una fuerte respuesta a las expectativas cambiantes sobre las perspectivas de recuperación de la economía mundial. Tras el marcado aumento registrado hasta mayo inclusive, debido en gran parte a un ritmo de recuperación mayor que el esperado, los precios de los metales disminuyeron cuando la turbulencia que atravesaba por los mercados financieros ensombreció las perspectivas de crecimiento (véase el gráfico siguiente, panel superior izquierdo). Como resultado del influjo de factores macroeconómicos compartidos, a partir de la intensificación de la crisis en el tercer trimestre de 2008, los precios de los metales han evolucionado a la par de las condiciones financieras generales, especialmente con los mercados mundiales de renta variable (panel superior derecho). La evolución de la oferta de los metales específicamente influyó en cierta medida en el comportamiento del precio, pero la dispersión relativamente baja de la variación de precios registrada hasta lo que va de 2010 resalta la importancia de los factores comunes (panel central izquierdo).

### EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE METALES BÁSICOS



1/ Precios al 22 de septiembre de 2010.  
 2/ Correlación de variación logarítmica de precios.  
 3/ Promedio de tres meses de la desviación estándar del corte transversal de la variación logarítmica mensual de los precios de aluminio, cobre, estaño, níquel, plomo y zinc.  
 4/ Promedio ponderado por el índice del FMI correspondiente a: níquel, estaño, zinc y plomo.  
 5/ Variación porcentual de un trimestre al siguiente, anualizada.  
 6/ Salvo las economías asiáticas recientemente industrializadas (Corea, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong y Singapur).

FUENTE: Bloomberg Financial Markets, London Metal Exchange, Thomson Datastrea, Oficina Mundial de Estadísticas del Metal y cálculos del personal técnico del FMI.

El panorama de la demanda de metal depende en gran parte de las perspectivas de crecimiento de China, dado el rápido aumento de la participación de esta economía en la demanda mundial durante la década pasada (panel central derecho). Tras un fuerte aumento en 2009 vinculado a un importante estímulo de política macroeconómica dirigido, en gran parte, a la inversión en infraestructura, actualmente la demanda de metal de China se ha estabilizado en niveles elevados, y es probable que en los próximos trimestres dos circunstancias frenen el crecimiento de la demanda. En primer lugar, el ritmo del crecimiento chino debería seguir moderándose a medida que los efectos del estímulo decaen y los esfuerzos por desacelerar el crecimiento del crédito afectan la inversión. En segundo lugar, los usuarios finales pueden optar por agotar las existencias que se acumularon rápidamente durante 2009 para sostener el aumento de la actividad de inversión. Los stocks de metales básicos que se encuentran en los depósitos controlados por la Bolsa de Futuros de Shangai recién han empezado a retroceder de sus máximos cíclicos recientes, y en este proceso, la liquidación de existencias de cobre lleva la delantera. Es posible que la renovada apreciación del yuan chino contrarreste parcialmente la influencia de estos factores al incrementar el poder adquisitivo de los consumidores internos de metal. A principios de 2010 aparecieron señales de recuperación de la demanda de metal de las economías avanzadas, pero el ritmo gradual de expansión anticipado para estas economías indica que las economías emergentes seguirán siendo el motor del crecimiento de la demanda (panel inferior izquierdo). En definitiva, esto apunta a un ligero aumento de los precios del metal hasta fin de 2011.

Las cuestiones relativas a la oferta no han desempeñado una función importante en la variación de los precios en los últimos meses. La excepción es el mineral de hierro: en este caso el pasaje de la determinación contractual a la determinación al contado del precio ha afectado el proceso de formación de precios y puede explicar parte de su reciente aumento. No obstante, en el mediano plazo, las limitaciones en

materia de crecimiento de la oferta pueden cobrar mayor importancia en la determinación de los equilibrios y los precios del mercado (ver recuadro anterior). El deterioro de la productividad minera (cobre y estaño) y el efecto de políticas dirigidas a reducir el efecto de la fundición del metal en el medioambiente (plomo) son algunas de las limitaciones más importantes que sufre la oferta. Las relaciones existencias/utilización aumentaron durante la recesión y aportan cierta amortiguación ante los shocks, pero han empezado a disminuir y es probable que experimenten caídas sostenidas en caso de déficit del mercado físico (panel inferior derecho). Por ende, en el mediano plazo, la balanza de riesgos para los precios debería seguir inclinándose hacia el lado positivo, especialmente en el caso del cobre.

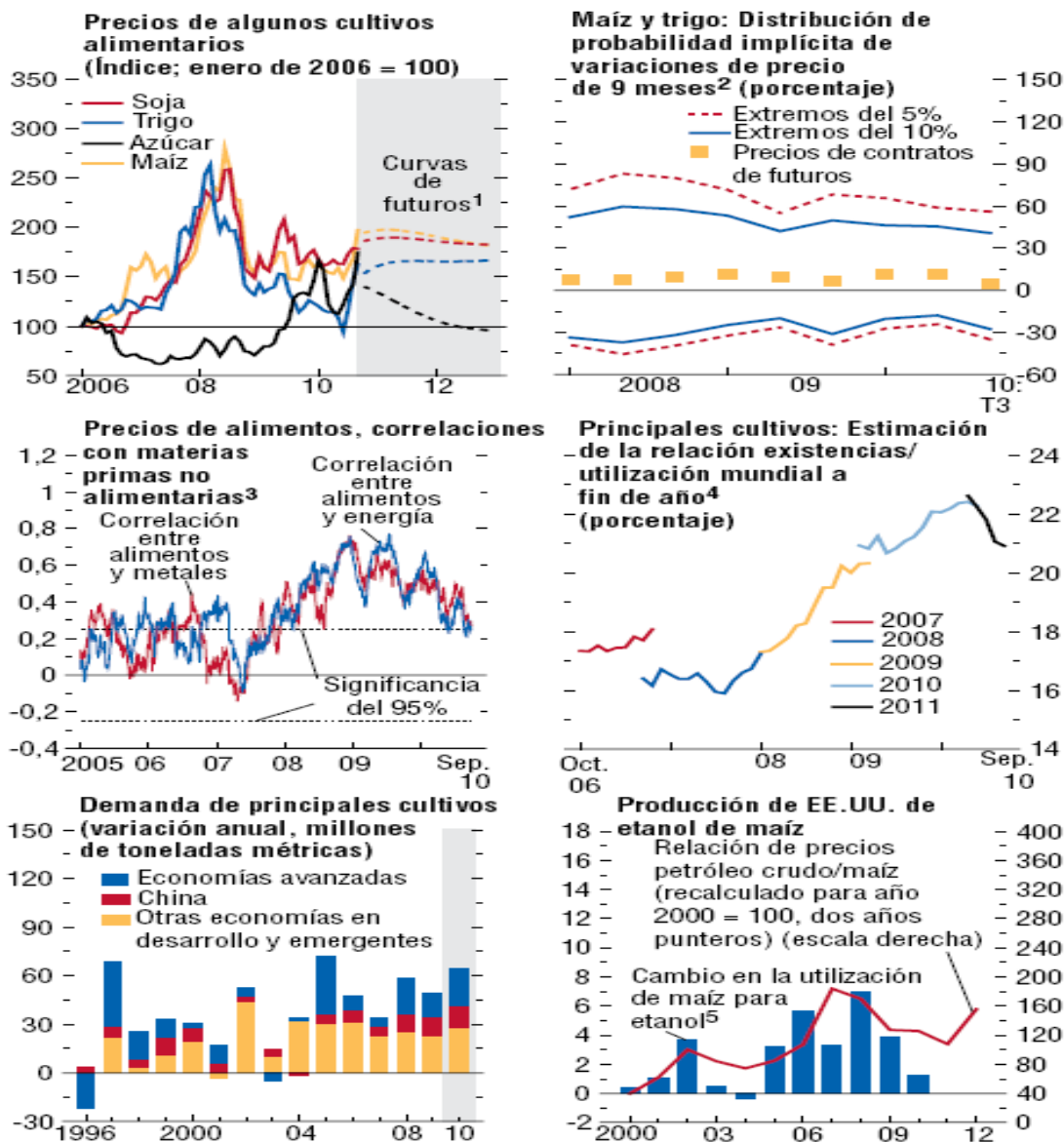
### **Evolución del mercado de alimentos**

El precio de los alimentos en términos generales disminuyó durante los dos primeros trimestres de 2010, pero se ha recuperado desde entonces, lo que determinó un incremento del índice de precios de alimentos y bebidas del FMI del orden del 20% en lo que va del año (véase el gráfico siguiente, panel superior izquierdo). En los últimos meses la volatilidad del precio repuntó en cierta medida, pero aún se mantiene en un nivel considerablemente inferior a los niveles elevados del período 2008–09, y la probabilidad de que en el futuro los precios evolucionen de forma extraordinaria, como consecuencia del precio de las opciones, ha caído ligeramente (panel superior derecho). A diferencia de otras materias primas, inclusive los metales básicos y la energía, en los últimos meses los precios de los alimentos han manifestado poca susceptibilidad a los cambios de las expectativas de crecimiento mundial o de las condiciones del mercado financiero mundial. La correlación de los precios de los alimentos con los de otras materias primas ha disminuido en forma constante desde que alcanzó su nivel máximo a principios de 2009, lo que refleja un retorno a condiciones más normales, y actualmente la



correlación se está aproximando a los niveles que caracterizaron el mercado de alimentos antes del auge y la caída de 2008–09 (panel central izquierdo).

### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MERCADOS DE LOS PRINCIPALES CULTIVOS ALIMENTARIOS



- 1/ Precios al 22 de septiembre de 2010.
- 2/ Según se desprende de los contratos de opción de vencimiento a 9 meses, y medido como promedio no ponderado de la diferencia porcentual entre los actuales precios al contado del maíz y el trigo.
- 3/ Correlación móvil de 60 días de la variación logarítmica de precios entre el índice de alimentos del FMI y los índices de metales y energía del FMI.
- 4/ Promedio mensual no ponderado correspondiente al arroz, maíz, soja y trigo
- 5/ Cambio en la proporción de la cosecha de maíz utilizado para etanol, puntos porcentuales.

FUENTE: Bloomberg Financial Markets, estimaciones del Departamento de Agricultura de Estados Unidos de Norteamérica, Datastream y estimaciones del personal técnico del FMI.

La normalización se debe en gran medida a que vuelve a predominar la influencia de los sucesos específicos de la oferta de materias primas correspondiente a los principales cultivos alimentarios. En particular, durante la primera parte de 2010, mientras los precios de otras materias primas aumentaban debido a la mejora de las *Perspectivas de la economía mundial*, los precios de los alimentos evolucionaban a la baja, ya que las proyecciones sobre la demanda se mantenían relativamente estables y las expectativas en materia de oferta mundial se corrigieron al alza (panel central derecho). La expansión de la superficie mundial sembrada ante el aumento de los precios durante 2005–08 contribuyó al incremento de la oferta, junto con los rendimientos robustos, en parte debido a patrones climáticos propicios en las principales regiones productoras. En los últimos meses, las estimaciones para 2010 en materia de oferta mundial de los principales cultivos se han empezado a recortar. El recorte más marcado correspondió a la cosecha de trigo de 2010 debido a las condiciones climáticas adversas en Rusia, Ucrania y, en menor medida, América del Norte. Hasta ahora, las repercusiones de estos shocks de la oferta en otros precios de alimentos han sido limitadas, lo que en parte obedece a la naturaleza temporal de los shocks, a las existencias de trigo relativamente abundantes. Las expectativas sobre las cosechas de otros cultivos principales se han revisado ligeramente a la baja, debido a los efectos anticipados del fenómeno climático de la Niña, que contribuye a una merma del producto en Asia. A pesar de estas revisiones, las perspectivas para este año son de una oferta relativamente pujante de posibles sustitutos del trigo, incluidos el maíz y el arroz y los cultivos a los que el aumento de los precios del trigo puede afectar en forma indirecta y en mayor medida, inclusive la soya.

El nivel relativamente menor de susceptibilidad a los ciclos de la demanda de alimentos significa que el crecimiento real y previsto de la demanda aún es reducido. Cabe esperar que las economías emergentes sigan representando gran parte del crecimiento de la demanda de los principales cultivos durante 2010–12, y

que la demanda de las economías avanzadas siga mostrándose relativamente deprimida, continuando con el patrón de los últimos años (panel inferior izquierdo). Un factor de contención del crecimiento de la demanda ha sido la desaceleración del crecimiento de la producción de biocombustibles, ya que la reducción de los precios de los combustibles dio origen a una disminución del coeficiente entre el precio de la energía y el de los alimentos, y de ese modo redujo los incentivos para consumir biocombustibles. Es posible que esta desaceleración sea temporal, no obstante, ya que los precios de la energía se han recuperado más rápido que los precios del trigo (panel inferior derecho). Algunos grandes productores de etanol de Estados Unidos de Norteamérica han salido de la bancarrota o han vuelto a poner en funcionamiento las instalaciones productivas ociosas, y en 2010 se espera que la proporción de la cosecha de maíz de este país utilizada para producir etanol aumente levemente al 35%. Las perspectivas de que la demanda de biocombustibles vuelva a incrementarse también dependerán de las políticas públicas. Los ejemplos incluyen los cambios en las exigencias y topes de utilización, inclusive el resultado del actual examen de la cantidad de etanol en la gasolina que se vende en Estados Unidos de Norteamérica, y otras modalidades de apoyo gubernamental, como los subsidios.

En términos generales, los precios de los alimentos se mantienen elevados en términos reales frente a los promedios de las últimas décadas y, en este orden, se espera que faciliten una expansión generalmente equilibrada de la demanda y la oferta. En el corto plazo, con la excepción del trigo, es posible que las relaciones existencias/utilización incluso aumenten a medida que los mercados de los principales cultivos registren un superávit en 2010 y 2011. Sin embargo, es poco probable que las relaciones existencias/utilización alcancen nuevamente sus promedios de largo plazo<sup>28</sup>. Por ende, la capacidad de algunos de los principales mercados de materias primas alimentarias de absorber los shocks de oferta puede

---

<sup>28</sup> Véase el capítulo 1 de la edición de abril de 2010 de *Perspectivas de la economía mundial*, págs. 43–44.

ser relativamente limitada, lo que indica que los precios de los alimentos seguirán expuestos a riesgos al alza en el mediano plazo.

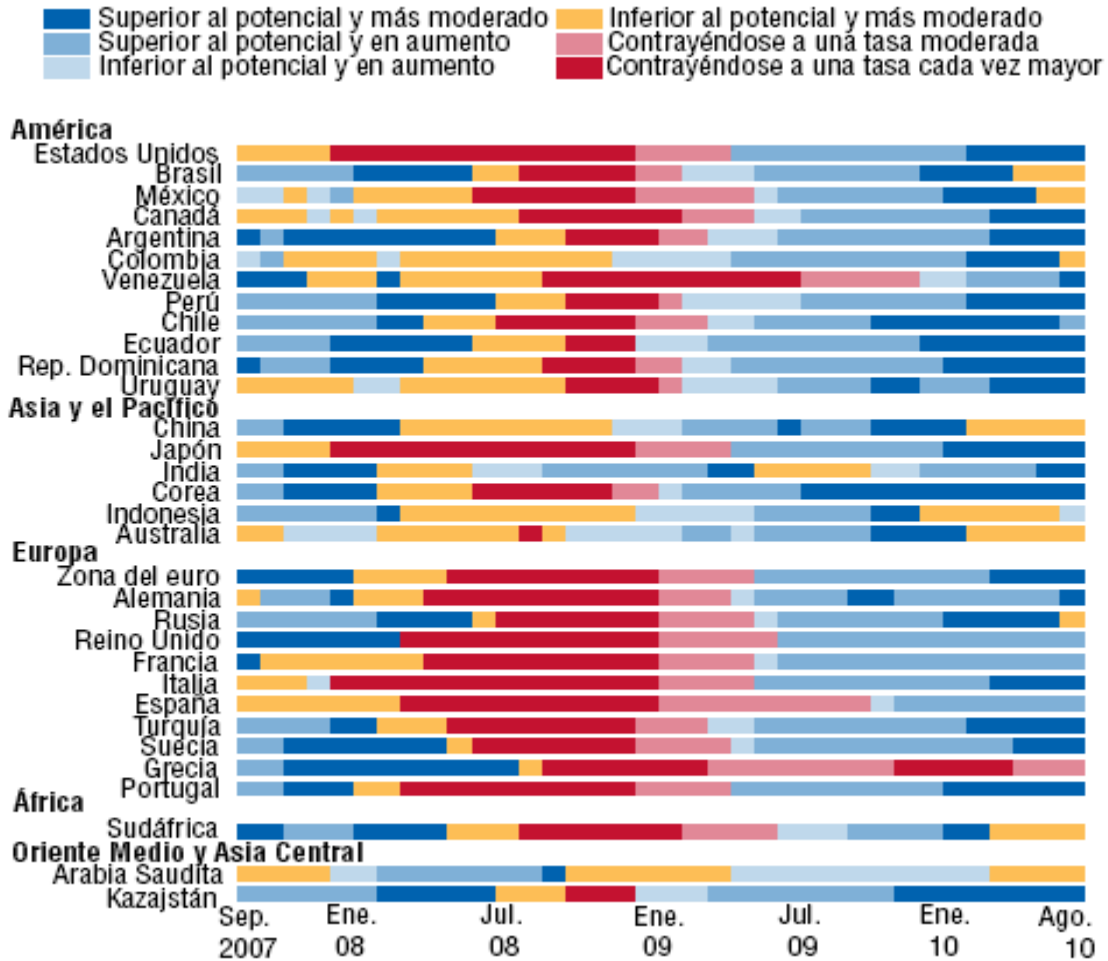
## **Apéndice 1.2. Indicadores para seguir la trayectoria del crecimiento**

*El autor de este apéndice es Troy Matheson, quien contó con la asistencia de David Reichsfeld para la investigación*

Últimamente se han elaborado indicadores de crecimiento que utilizan una amplia gama de datos de la economía. Este apéndice examina la metodología en que se basan los indicadores de crecimiento y aporta alguna información sobre los datos utilizados para calcular el indicador correspondiente a cada país. También se examina la medida en que los indicadores han tenido éxito en adaptarse al comportamiento pasado del crecimiento trimestral del PIB real y en hacer pronósticos si se los compara con un simple parámetro de referencia de series temporales.

Los colores del mapa de calor que sigue la trayectoria del crecimiento (véase el gráfico siguiente) se basan en el comportamiento de nuevos indicadores de crecimiento a lo largo del tiempo. El gráfico siguiente muestra un ejemplo estilizado de la forma de interpretar el significado de cada color en el mapa de calor: el naranja indica un crecimiento inferior a la tendencia y en caída, el rojo y el rosa indican una contracción a un ritmo creciente y en moderación, respectivamente; las dos tonalidades más claras de azul representan ritmos de crecimiento en aumento, y el azul más claro indica que el crecimiento es inferior al potencial; mientras el azul más oscuro indica que el crecimiento se está moderando pero se mantiene por encima del potencial.

SEGUIMIENTO DEL CRECIMIENTO

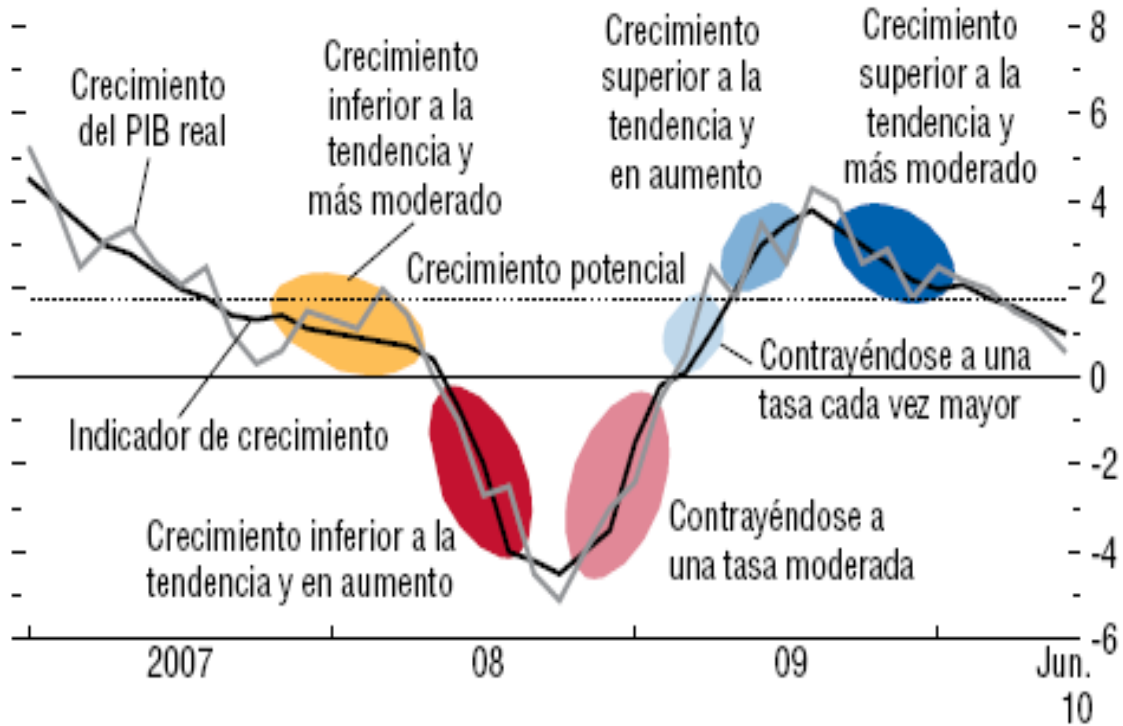


Nota: Los indicadores de crecimiento se elaboran utilizando una gran cantidad de indicadores diarios, mensuales y trimestrales y un modelo de factor dinámico que incorpora todos los datos disponibles. Los indicadores se estiman y pronostican con frecuencia mensual. Las clasificaciones representadas en el cuadro se basan en el comportamiento de un promedio móvil centrado de siete meses. Las últimas estimaciones implícitamente incluyen pronósticos y pueden variar al recibirse más datos. La tendencia es el ritmo de crecimiento del producto potencial de las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial*. Dentro de las regiones, los países figuran por orden de tamaño de su economía.

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

### EJEMPLO ESTILIZADO QUE REPRESENTA LOS COLORES DEL MAPA DE CALOR

-Porcentaje, mes a mes, anualizado-



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

Como antecedente, es importante comprender que los datos económicos suelen ser muy ruidosos y que solo están disponibles con un retraso importante. Por ende, en la práctica, la tarea de determinar las condiciones subyacentes de una economía es muy difícil, y requiere una combinación de información extraída de modelos económicos y estadísticos y, quizá lo más importante, de apreciación económica. En este marco, los indicadores de crecimiento deben considerarse como un complemento útil al conjunto de instrumentos para evaluar la actual situación de la actividad económica.

## El modelo de factor dinámico

Los indicadores de crecimiento se estiman utilizando un modelo de factor dinámico (MFD)<sup>29</sup>. El MFD es particularmente útil en este marco, ya que puede utilizar una gran cantidad de series cronológicas económicas en forma oportuna y producir pronósticos de corto plazo plausibles.

El MFD supone que el crecimiento del PIB real  $Y_t$  puede descomponerse en un componente común  $X_t$  y un componente idiosincrático  $\varepsilon_t$ . El componente común reproduce gran parte de la covarianza entre el crecimiento y una amplia gama de indicadores económicos, mientras se supone que el componente idiosincrático principalmente afecta solo al crecimiento:

$$y_t = \mu + \chi_t + \varepsilon_t, \text{ donde } \varepsilon_t \sim N(0, \psi), \quad (\text{A.1.2.1})$$

Aquí  $\mu$  es una constante  $X_t = \Lambda F_t$ , donde  $F_t = (F_{1t}, \dots, F_{rt})$  y  $\Lambda = (\lambda_1, \dots, \lambda_r)$ . Por ende, el componente común se vincula al crecimiento mediante una combinación lineal de un pequeño puñado de  $r$  factores comunes  $F_t$ . Los factores comunes, a su vez, se estiman utilizando información de un conjunto de indicadores económicos que podría llegar a ser cuantioso. Para cada país, se utiliza el componente común de crecimiento como indicador de crecimiento. La dinámica de los factores comunes se representa mediante el siguiente proceso de vectores autorregresivos:

$$F_t = \sum_{i=1}^p \beta_i F_{t-i} + Bv_t, \text{ donde } v_t \sim N(0, I_q), \quad (\text{A.1.2.2})$$

En esta ecuación, las  $\beta_i$ s son matrices  $r \times r$ ,  $p$  es el rezago del proceso,  $\beta$  es una matriz  $r \times q$ , y  $q$  es la cantidad de shocks comunes subyacentes que dan impulso a

<sup>29</sup> Véanse Giannone, Reichlin y Small (2008); Matheson (2010, de próxima publicación), y Liu, Romeu y Matheson (de próxima publicación).

la economía. En general se supone que la cantidad de factores estáticos  $r$  es grande frente a la cantidad de shocks comunes, a fin de representar los vínculos dinámicos en la economía. Los supuestos detallados que sirven de base al modelo pueden consultarse en Giannone, Reichlin y Sala (2005).

Para los indicadores de crecimiento, se elige la cantidad de factores comunes  $r$ , para cada país y en cada momento, utilizando una regla simple que procura evitar el exceso de ajuste: la cantidad de factores se elige para minimizar el criterio bayesiano de información de Schwarz (CBS) en regresiones de crecimiento trimestral del PIB real sobre los factores comunes. Luego se escoge la cantidad de shocks comunes  $q$  utilizando los criterios de información que describen Bai y Ng (2007). La cantidad  $p$  de rezagos de los factores incluidos en el modelo se determina utilizando el CBS.

Una de las principales ventajas de este marco es que los componentes comunes del crecimiento pueden estimarse cuando al final de la muestra faltan los valores de algunos indicadores debido a rezagos en materia de publicación. Esto permite que toda la información disponible se utilice en forma oportuna.

### **Selección de datos**

La selección de datos es un paso de importancia vital para elaborar los indicadores. Si se eligen series que se centren demasiado en sectores particulares de la economía, se adopta un sesgo en las estimaciones que reduce la eficacia del MFD para estimar los factores subyacentes que dan impulso al crecimiento.

Para cada país, se ha dedicado minuciosa atención para elegir datos representativos de un amplio espectro de la economía. Debido a la mala calidad de los datos, especialmente en el caso de algunas economías emergentes, se empleó un procedimiento de etapas múltiples para sanear los datos de observaciones atípicas



y faltantes. La enorme mayoría de las series se mide con una frecuencia mensual, y las series restantes se miden en forma diaria y trimestral. Todas las series se convierten a una frecuencia mensual, y en caso necesario, se transformaron para vaciarlas de tendencias de largo plazo (no estacionarias) antes de la estimación del MFD<sup>30</sup>.

En términos generales, los datos se seleccionaron para abarcar las siguientes categorías (se enumeran los tipos de datos representativos):

- Actividad (encuestas): Los índices del sector manufacturero, indicadores de confianza del consumidor y empresarial.
- Actividad (datos concretos): Ventas minoristas, producción industrial.
- Comercio: Exportación, importación, tipos de cambio.
- Condiciones financieras: Tasas de interés, precios de la renta variable, condiciones crediticias.
- Empleo e ingreso: Empleo, salarios.
- Precios y costos: Índices de precios al productor y al consumidor, expectativas de inflación.

Parte de la información sobre las series utilizadas y su clasificación aparece en el cuadro siguiente. En el caso de la mayoría de las economías avanzadas, el período de muestra empieza en 1994; las muestras para muchas de las economías de los mercados emergentes empiezan más adelante debido a la falta de datos disponibles

---

<sup>30</sup> Las series trimestrales se interpolan, mientras que las diarias se convierten a promedios mensuales. Se calculan los logaritmos naturales de las series que no pueden presentar valores negativos o se miden en porcentajes, y se calculan las diferencias trimestrales de series no estacionarias. Los datos restantes no se transforman.

y la presencia de interrupciones estructurales. La cantidad de series utilizadas también varía entre los países según los datos disponibles, y van desde 97 series para Kazajstán hasta 290 en el caso de Suecia.

## RESUMEN DE DATOS Y EVALUACIÓN DE MODELOS

-Cantidad de series en cada categoría-

País	Inicio de la muestra	Actividad (encuestas)	Actividad (datos contrastados)	Comercio	Condiciones financieras	Empleo e ingreso	Precios y costos	Total	R <sup>2</sup> (%) <sup>1</sup>	Inicio de pronóstico	ECM relativo
Alemania	1994:M01	58	31	39	18	26	15	187	84	2000:M01	0.88
Arabia Saudita	2000:M01	0	2	28	121	0	27	178	47	2005:M01	0.99
Argentina	2003:M01	0	16	46	16	10	15	103	83	2008:M01	0.89
Austria	1994:M01	32	37	42	8	20	32	171	55	2000:M01	1.20
Brasil	1996:M01	17	31	56	22	10	12	148	59	2001:M01	0.76
Canadá	1994:M01	19	57	38	12	17	18	161	73	2000:M01	0.87
Chile	2000:M01	9	29	53	30	12	17	150	47	2005:M01	0.82
China	2000:M01	23	82	29	7	34	17	192	42	2006:M01	0.80
Colombia	2000:M01	0	44	39	19	21	18	141	61	2005:M01	0.68
Corea	2000:M01	37	49	42	20	20	30	198	89	2005:M01	0.48
Ecuador	2000:M01	0	31	56	1	2	20	110	31	2005:M01	0.84
España	1994:M01	44	68	33	17	41	59	262	87	2000:M01	0.92
Estados Unidos de Norteamérica	1994:M01	15	41	15	15	21	24	131	72	2000:M01	0.64
Francia	1994:M01	60	28	20	17	24	39	188	80	2000:M01	0.80
Grecia	2000:M01	33	41	26	19	19	32	170	46	2005:M01	0.97
India	2000:M01	32	25	36	18	4	12	127	66	2007:M01	1.44
Indonesia	2004:M01	3	24	41	12	3	24	107	45	2008:M01	0.68
Italia	1994:M01	55	32	23	22	12	30	174	80	2000:M01	0.71
Japón	1994:M01	30	39	22	9	7	6	113	65	2000:M01	0.84
Kazajstán	2000:M01	0	10	51	12	5	19	97	58	2005:M01	0.87
México	2000:M01	20	33	33	10	17	16	129	67	2005:M01	0.69
Perú	2000:M01	0	48	24	18	14	20	124	68	2005:M01	0.91
Portugal	2000:M01	26	44	37	26	30	38	201	78	2005:M01	0.88
Reino Unido	1994:M01	63	58	34	22	29	36	242	88	2000:M01	0.90
Rep. Dominicana	2000:M01	0	1	96	11	30	11	149	52	2005:M01	0.83
Rusia	2000:M01	32	40	31	17	17	39	176	86	2005:M01	0.45
Sudáfrica	1994:M01	24	58	45	23	14	29	193	65	2000:M01	0.88
Suecia	1994:M01	59	60	66	14	42	49	290	58	2000:M01	0.78
Turquía	2002:M01	52	46	38	17	15	19	187	73	2007:M01	0.82
Uruguay	2001:M01	0	22	39	9	29	35	134	62	2006:M01	0.74
Venezuela	2004:M01	0	26	22	41	3	28	120	72	2008:M01	0.47
Zona del euro	1994:M01	20	27	17	17	6	29	116	91	2000:M01	0.72

<sup>1/</sup> R<sup>2</sup> Entre el crecimiento trimestral del PIB real y la estimación del modelo de factor dinámico (MFD) del componente común de crecimiento a través de toda la muestra. "Inicio de la muestra" es el inicio del período de evaluación fuera de la muestra. El error cuadrático medio (ECM) relativo es el ECM que ocurre al pronosticar la siguiente divulgación del PIB real trimestral en relación con el ECM de un modelo autorregresivo (AR). Los pronósticos del MFD se realizan con los datos que hubiesen estado disponibles al principio del tercer mes de cada trimestre.

## Evaluación de los indicadores de crecimiento

Para tener una idea de la calidad de los indicadores de crecimiento al describir el comportamiento pasado del crecimiento del PIB real trimestral, se calculó el porcentaje de la varianza de crecimiento que explican los indicadores,  $R^2$ . Estas estadísticas se presentan en el cuadro anterior. Generalmente, los indicadores explican gran parte del crecimiento de la mayoría de los países, particularmente en el caso de las economías avanzadas. Dado que los indicadores de crecimiento son estimaciones de los componentes subyacentes predominantes del crecimiento, su capacidad explicativa no suele ser tan importante en el caso de economías emergentes, donde el crecimiento tiende a ser más volátil y estar expuesto a shocks idiosincrásicos.

La evaluación de las condiciones subyacentes de la economía depende del comportamiento de los datos de que se dispone y del modelo utilizado para analizarlos. Como tales, en la medida en que los nuevos datos difieren de las estimaciones previas generadas a partir de los indicadores, es posible revisarlos a lo largo del período histórico y del período de pronóstico. Esto puede llevar a que los indicadores generen algunas señales falsas en tiempo real. Por ende, para evaluar en qué medida los indicadores tienen un buen desempeño en tiempo real, se llevó a cabo un experimento de simulación de pronóstico en tiempo real.

En concreto, a lo largo de un período de evaluación del pronóstico, los indicadores se estimaron una vez por trimestre utilizando todos los datos que hubiesen estado disponibles al principio del tercer mes de cada trimestre<sup>31</sup>. Utilizando los últimos datos disponibles para el crecimiento trimestral del PIB real como objetivo de los pronósticos, se calcularon los errores cuadráticos medios (ECM) de los indicadores

---

<sup>31</sup> Debido a la falta de datos disponibles, no se utilizan las series de datos en tiempo real de un período. En su lugar, utilizamos la serie de datos de un período más reciente para simular los datos disponibles cada vez que se hace un pronóstico.

al pronosticar la observación siguiente de crecimiento trimestral del PIB real. A efectos comparativos, también se calculan los ECM de modelos autorregresivos (AR) simples<sup>32</sup>. Los coeficientes de los ECM de los indicadores de crecimiento frente a los del modelo AR se presentan en el cuadro anterior, donde los coeficientes inferiores a 1 muestran que el indicador de crecimiento arroja mejores resultados que el modelo AR.

En el caso de casi todos los países, los indicadores de crecimiento muestran mejores resultados en la realización de pronósticos que los modelos AR, con las únicas excepciones de India y Australia. Los resultados relativamente buenos de los indicadores de crecimiento se confirman en Matheson (2010), que utiliza comparaciones con pronósticos de una gama de modelos más avanzados que los que se dan a conocer en este trabajo.

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/WEO/2010/02/pdf/texts.pdf>

**El repunte de los bonos estatales amenaza la recuperación económica, dice la OCDE (WSJ)**

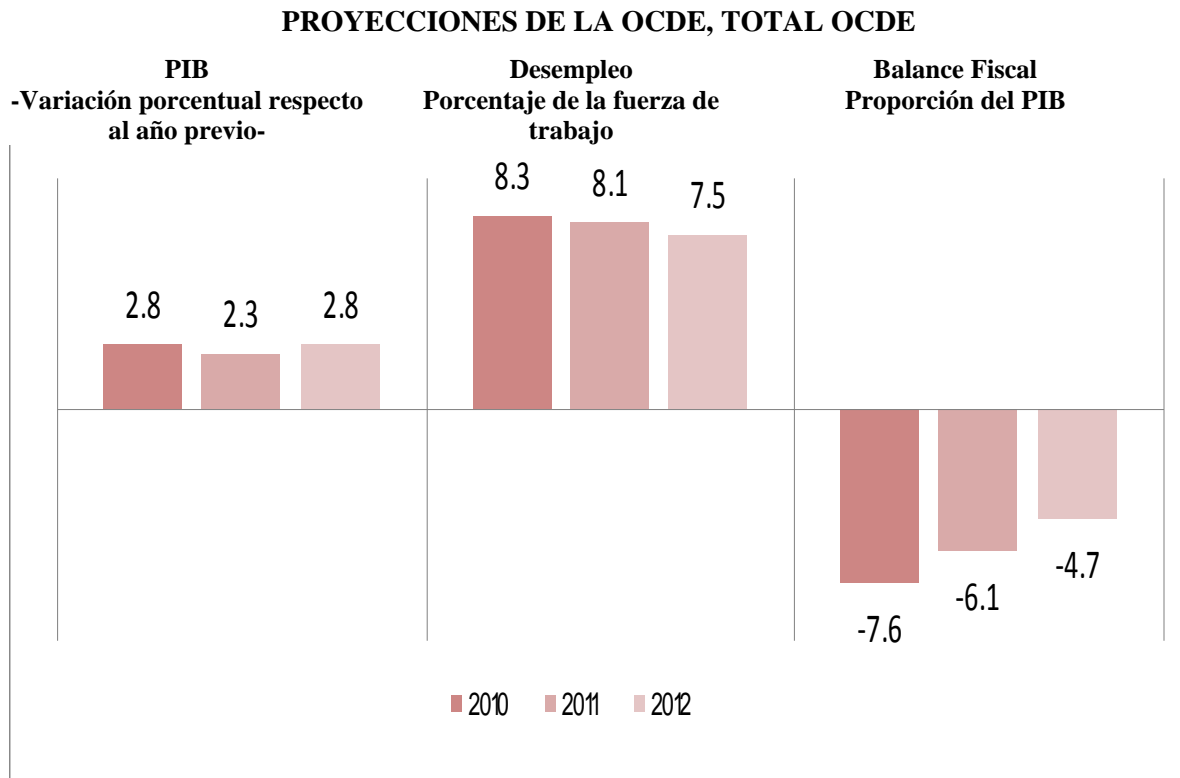
El 18 de noviembre de 2010, el periódico *The Wall Street Journal* (WSJ) y el *Dow Jones Newswires*, informaron en Londres, Reino Unido, que el repentino y fuerte repunte de la rentabilidad de los bonos estatales podría ralentizar la recuperación económica mundial, y todos los gobiernos deberían haber empezado a recortar sus déficit para el año próximo para minimizar ese riesgo, según había expresado la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

En su *Informe Semestral sobre Perspectivas Económicas*, la OCDE señaló que prevé que la economía mundial se desacelerará el año próximo, para volver a ganar ritmo en

---

<sup>32</sup> La cantidad de rezagos se selecciona utilizando el criterio bayesiano de información de Schwarz.

2012. Esto se debe principalmente, a lo que califica de un crecimiento “débil e irregular” en los 33 miembros industrializados, mientras que el crecimiento en las economías emergentes será mucho más sólido (véase el cuadro en el anexo al final).

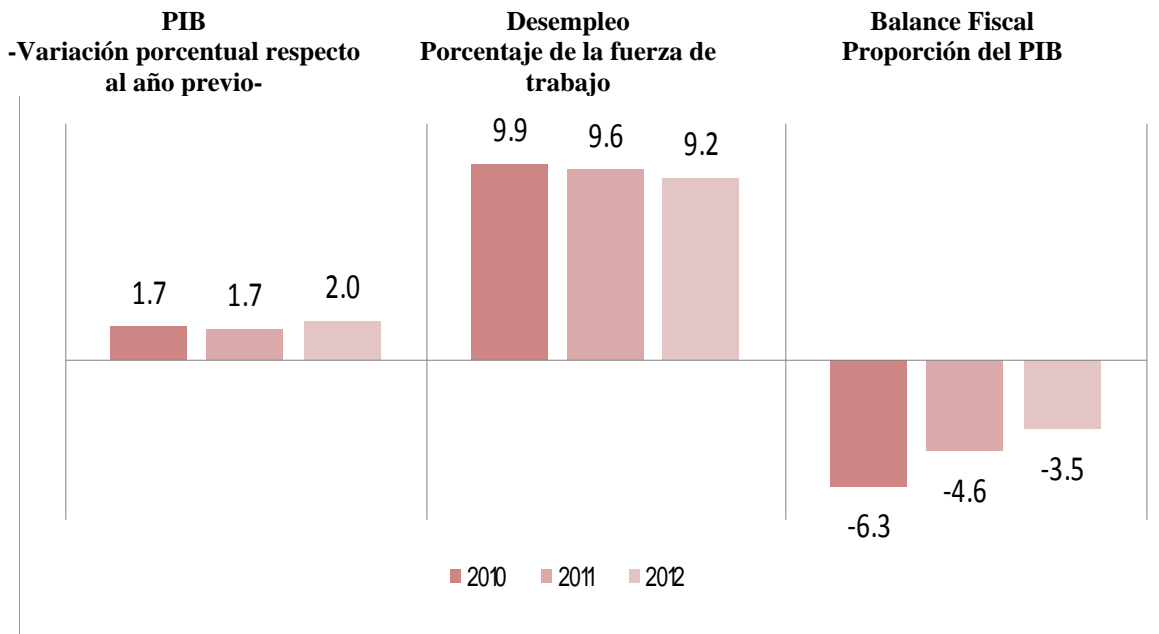


FUENTE: OCDE. <http://www.oecd.org/dataoecd/15/45/45291551.xls#Data Sheet!A1>

La OCDE destacó una serie de riesgos para la recuperación, principalmente ligados a las finanzas de los gobiernos y a su impacto en el comportamiento de los bancos, y centrados en los 16 países que comparten el euro.

“Los problemas de la eurozona son un importante riesgo bajista”, señaló Pier Carlo Padoan, economista jefe de la OCDE, en una entrevista a Dow Jones Newswires.

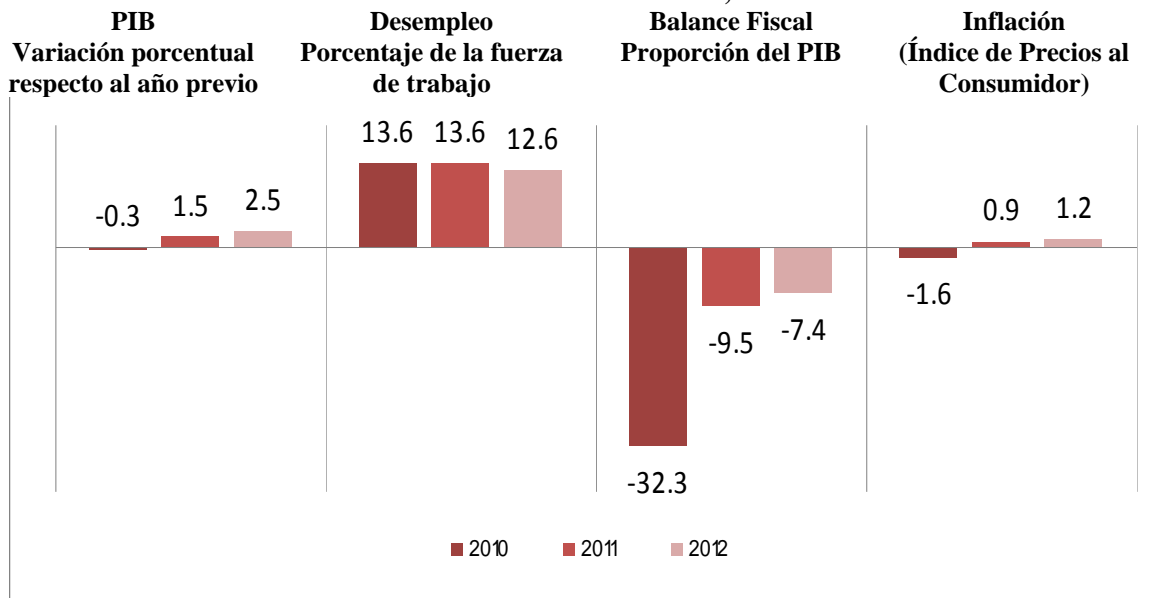
### PROYECCIONES DE LA OCDE, ZONA DEL EURO



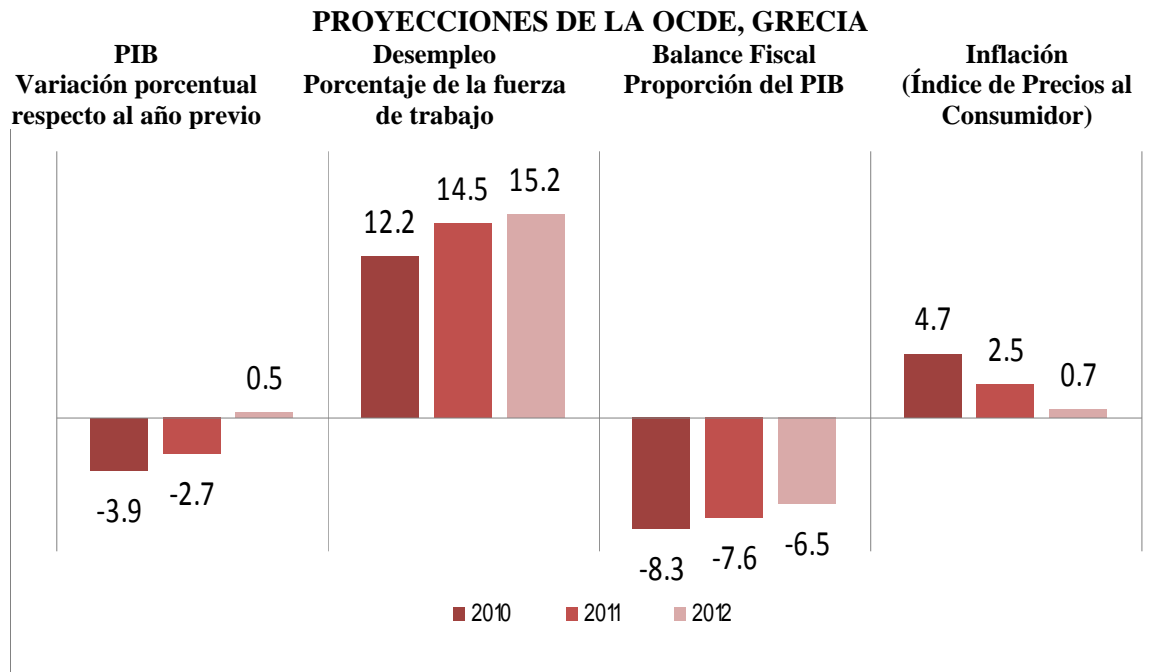
FUENTE: OCDE. <http://www.oecd.org/dataoecd/15/45/45291551.xls#Data%20Sheet'!A1>

Pero la amenaza que las débiles finanzas de los gobiernos suponen para la recuperación es mucho mayor que los efectos secundarios que se derivan de las dificultades que afrontan ahora Irlanda, Grecia y algunos miembros de la eurozona.

### PROYECCIONES DE LA OCDE, IRLANDA



FUENTE: OCDE. <http://www.oecd.org/dataoecd/15/45/45291551.xls#Data%20Sheet'!A1>



FUENTE: OCDE. <http://www.oecd.org/dataoecd/15/45/45291551.xls#Data%20Sheet%201A1>

La OCDE señaló que la rentabilidad de los bonos emitidos por muchas de las grandes economías industrializadas se encuentra en niveles muy bajos, y “difíciles de reconciliarse con las previsiones de una recuperación leve pero sostenida”. Explicó que, aunque es probable un gradual repunte, es posible un drástico regreso a tendencias históricas.

“La experiencia histórica sugiere que los ajustes podrían producirse de manera brusca”, señaló la OCDE. “Un rápido e inesperado incremento de los tipos de interés a largo plazo podría debilitar la recuperación”.

La OCDE calcula que una subida de un punto porcentual en la rentabilidad de los bonos estatales podría reducir el crecimiento económico en un cuarto de punto porcentual en cada uno de los dos próximos años.

La OCDE explicó que aunque el recorte de presupuestos ralentizaría las economías a corto plazo, los beneficios a largo plazo serán mayores.

“Implementar una consolidación fiscal decisiva y creíble evitaría el riesgo de que un círculo vicioso asocie mayores ratios (proporciones) de deuda con mayores primas de riesgo y menor crecimiento, y fomentaría en su lugar un mayor crecimiento y un círculo virtuoso”, señaló el economista jefe.

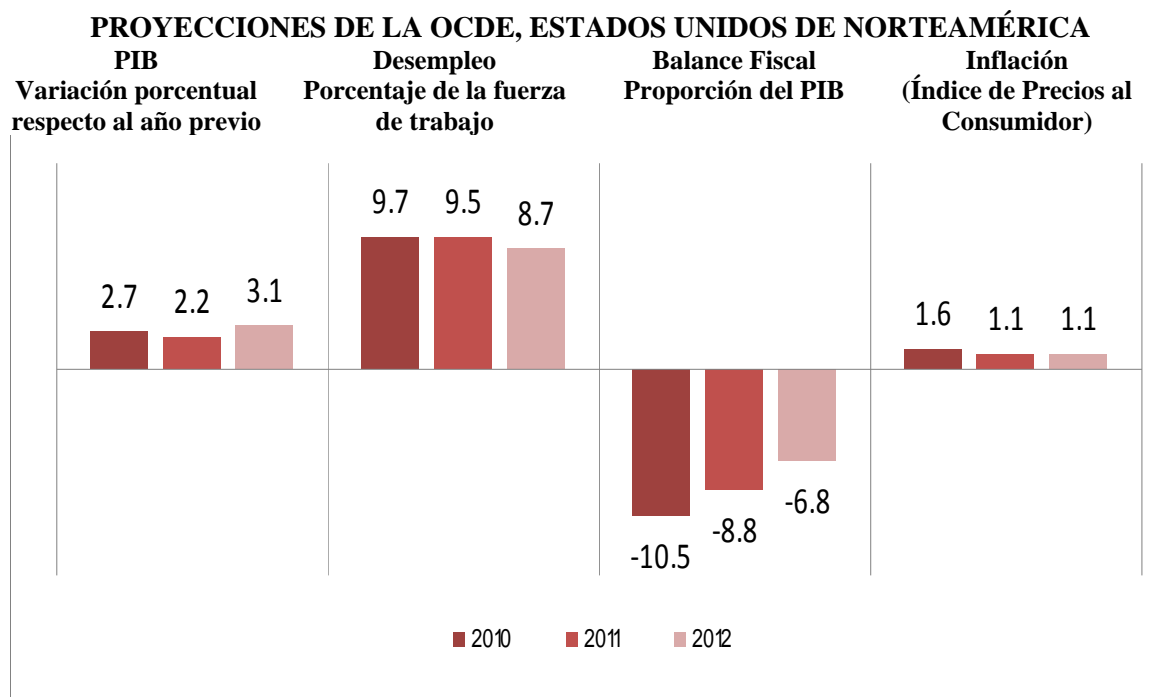
La OCDE instó a aquellos gobiernos que aún no han empezado a recortar sus déficit a que lo hagan el año próximo, y dijo que el tamaño de la consolidación será “sustancial”. “El desafío para los gobiernos es enorme”, destacó el economista de este organismo.

Pero si los inversores no creen que los gobiernos se van a comprometer, las consecuencias podrían ser muy duras, particularmente para los bancos más frágiles.

Pier Carlo Padoan señaló que para poder convencer a los inversores, los gobiernos necesitan fijar medidas concretas para recortar el déficit y tener objetivos a mediano plazo. “Los gobiernos tienen que decir cómo lo van a hacer”.

Esto afecta especialmente a Estados Unidos de Norteamérica, señaló el economista jefe. “Es uno de esos países en los que nos gustaría ver más claridad”.





FUENTE: OCDE. <http://www.oecd.org/dataoecd/15/45/45291551.xls#Data%20Sheet'!A1>

La OCDE señaló que los recortes presupuestarios serían más fáciles de implementar si estuvieran acompañados de reformas para mejorar la productividad del sector público, eliminar barreras en la creación de empleo y cambiar la estructura fiscal para reducir la carga sobre las compañías y los puestos de trabajo y centrarse más en el consumo, la propiedad y los gases de efecto invernadero.

La OCDE añadió que recortar los déficit también contribuiría a reducir los desequilibrios comerciales mundiales, que cree que perdurarán.

La OCDE acogió bien la decisión del G-20 de formular un plan para afrontar esos desequilibrios, aunque señaló que deberían mostrar una mayor urgencia.

La OCDE reiteró que la apreciación del yuan sería positiva para China y ayudaría a reducir los desequilibrios, aunque destacó que la apreciación sería gradual.

**PROYECCIONES DE LA OCDE, CHINA, EXCLUÍDO HONG KONG**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PIB - % de cambio respecto al año previo	12.7	14.2	9.6	9.1	10.5	9.7	9.7
Balance Fiscal - % del PIB	0.5	1.9	0.9	-1.2	-1.9	-2.2	-2.1
Inflación (IPC)	1.7	4.8	5.9	-0.7	3.1	3.3	3.0
PIB - Deflactor – A precios de mercado	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
Balance por Cuenta Corriente – Como % del PIB	9.3	10.6	9.6	6.0	5.8	5.9	5.5

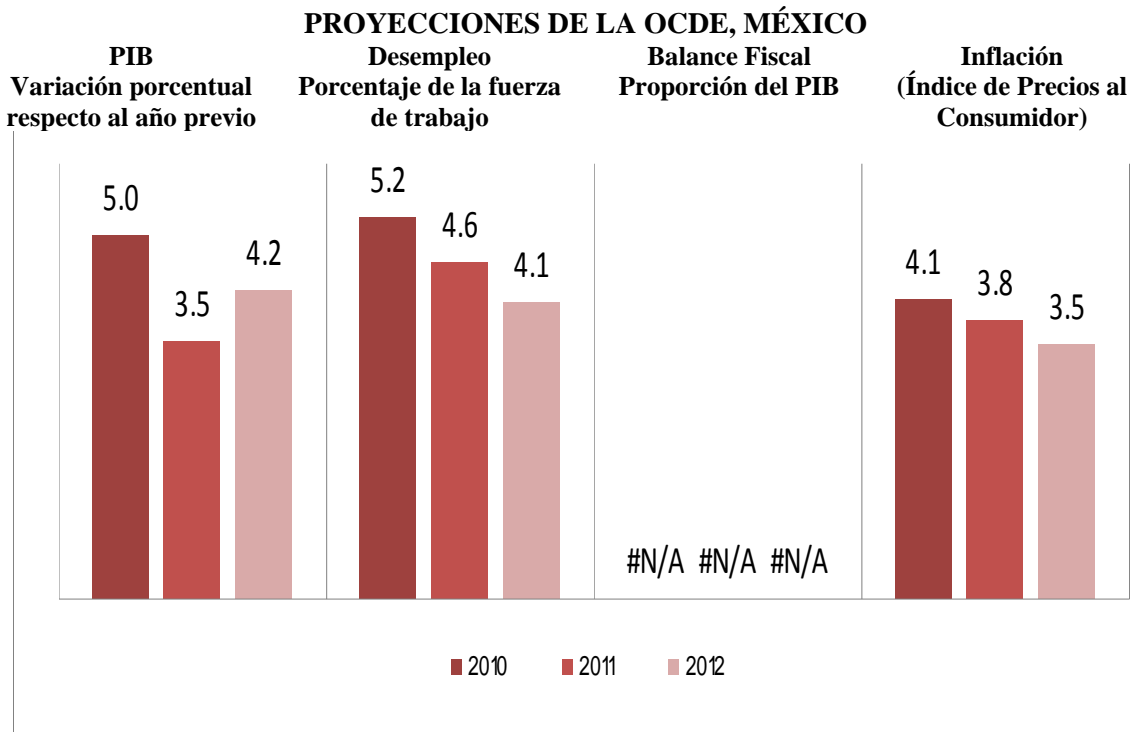
FUENTE: OCDE. <http://www.oecd.org/dataoecd/15/45/45291551.xls#Data%20Sheet%201A1>

Pero dijo que son necesarias más reformas fundamentales para fortalecer el sistema de seguridad social de China y reducir la necesidad de ahorrar.

“Otro riesgo que viene del sector bancario es la posibilidad de que, en lugar de adaptarse de manera gradual a los nuevos estándares de capital con pocos efectos adversos para el crecimiento económico, los bancos emprendan una carrera para alcanzar los nuevos estándares, bien sea reduciendo sus balances, y con ello el crédito, o emitiendo acciones, lo que eleva el costo de las acciones para la economía general”, destacó la OCDE.

**La OCDE insta a Brasil y Chile a subir sus tasas**

Por su parte, Anthony Harrup, articulista del WSJ destacó que la OCDE, había señalado que México tiene espacio para mantener bajas sus tasas de interés por un tiempo gracias a una inflación benigna, mientras que exhortó a sus pares sudamericanos Brasil y Chile, cuyas economías están creciendo algo más rápido, a controlar las presiones de precios mediante alzas a las tasas de interés.



N/A: No disponible.

FUENTE: OCDE. <http://www.oecd.org/dataoecd/15/45/45291551.xls#Data%20Sheet%201A1>

La economía de Brasil se ha desacelerado respecto de los primeros meses del año, aunque el aumento de los ingresos y la expansión del crédito deberían traducirse en un repunte respaldado por el consumo interno, con la inflación sobre la meta del banco central del 4.5% en los próximos dos años, según señala la OCDE en su informe de *Perspectivas Económicas*.

La entidad prevé que la economía de Brasil crezca un 7.5% este año.

Según la OCDE, el ajuste monetario debería reanudarse tan pronto como sea posible para disipar las crecientes presiones inflacionarias.

El Banco Central de Brasil comenzó a subir las tasas de interés a comienzos de este año, pero interrumpió su ciclo de ajuste cuando la tasa referencial Selic se ubicaba en un 10.75%, al tiempo que se observaba una leve desaceleración de la economía. Funcionarios del banco han dicho que -de ser necesario- tomarán medidas respecto de

las tasas para mantener la inflación en línea con las metas, pero estiman que la reciente alza inflacionaria sería temporal. La inflación anual actualmente es del 5.2 por ciento.

#### PROYECCIONES DE LA OCDE, BRASIL

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PIB - % de cambio respecto al año previo	3.9	6.1	5.1	-0.2	7.5	4.3	5.0
Balance Fiscal - % del PIB	-3.5	-2.7	-1.9	-3.3	-0.9	-0.5	-0.4
Inflación (IPC)	3.1	4.5	5.9	4.3	5.6	5.3	5.1
Balance por Cuenta Corriente – Como % del PIB	1.3	0.1	-1.7	-1.5	-2.6	-3.2	-4.0

FUENTE: OCDE. <http://www.oecd.org/dataoecd/15/45/45291551.xls#Data%20Sheet%201A1>

El real brasileño se ha apreciado con fuerza frente al dólar, lo que ha ayudado a reducir un poco las presiones inflacionarias al abaratar las importaciones. Aún así, el país ha adoptado medidas para contener la apreciación de la moneda local debido a la fuerte afluencia de capitales, las que incluyen la compra de dólares para aumentar las reservas y un impuesto a las operaciones de renta fija.

Los flujos de capitales también han sido impulsados por la capitalización de miles de millones de dólares de la gigante estatal Petróleo Brasileiro (PBR), o Petrobras.

La OCDE manifestó que las intervenciones y la aplicación de impuestos a los ingresos de capitales para frenar la apreciación de la moneda podrían ser ineficaces y costosas en el contexto de un alza del tipo de cambio real de equilibrio debido a los descubrimientos de petróleo.

Por su parte, el Banco de México ha mantenido su tasa de interés interbancaria en un 4.5% desde julio de 2009 y no se espera que la suba hasta principios de 2012. Funcionarios del banco central han sugerido que una reducción de la tasa podría ser una opción, junto con la acumulación de más reservas extranjeras, si la afluencia de capitales fuese permanente, lo cual fortalecería al peso.

La OCDE señaló que México puede permitirse mantener bajas sus tasas de política monetaria, por un tiempo, considerando el descenso de la inflación, y destacó que la tasa se encuentra bajo el nivel neutral.

La economía de México crecería un 5% este año, mientras que la inflación actualmente es de un 4% y se acercaría a la meta del banco central del 3% en el segundo semestre de 2011.

### PROYECCIONES DE LA OCDE, MÉXICO

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PIB - Cambio % con respecto al año previo	4.9	3.3	1.5	-6.6	5.0	3.5	4.2
Desempleo - % de la fuerza laboral	3.6	3.7	4.0	5.5	5.2	4.6	4.1
Balance Fiscal - % del PIB	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Inflación (IPC)	3.6	4.0	5.1	5.3	4.1	3.8	3.5
Gasto del Consumo Privado Final - volumen	5.6	4.0	1.9	-6.2	3.9	4.1	4.1
Gasto del Consumo del Gobierno Final - volumen	1.9	3.1	0.9	2.3	3.8	1.5	1.2
Formación Bruta de Capital Fijo - total - volumen	9.9	7.0	4.4	-10.1	1.3	5.2	7.9
Gasto Doméstico Final - volumen	6.1	4.5	2.3	-6.2	3.3	4.0	4.6
Gasto Doméstico Total - volumen	5.5	3.8	2.3	-8.0	4.4	4.3	4.6
Exportaciones de Bienes y Servicios - volumen - Base Cuentas Nacionales	11.0	5.7	0.7	-15.1	24.2	7.2	8.3
Importaciones de Bienes y Servicios - volumen - Base Cuentas Nacionales	12.7	7.0	3.1	-18.5	20.8	9.2	9.0
PIB - deflator - A Precios de Mercado	1.2	4.5	6.6	4.3	4.0	3.9	4.0
Tasa de interés a corto plazo - % por año	7.3	7.4	7.9	5.5	4.6	4.9	5.9
Balance por Cuenta Corriente - Como % del PIB	-0.5	-0.8	-1.5	-0.7	-0.9	-1.4	-1.8

N/A: No disponible.

FUENTE: OCDE. <http://www.oecd.org/dataoecd/15/45/45291551.xls#Data%20Sheet'1A1>

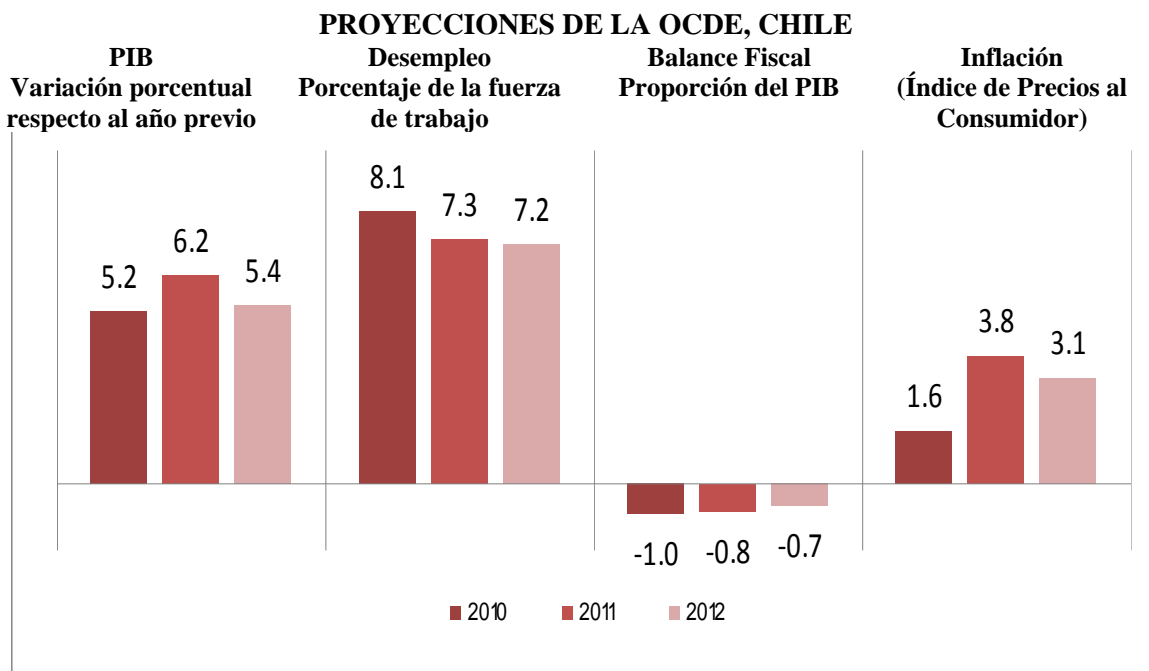
México prácticamente ha descartado medidas directas como controles cambiarios o de capital para hacer frente a la afluencia de capitales, atraídos por rendimientos más altos, al tiempo que las naciones desarrolladas adoptan políticas monetarias más flexibles.

Brasil y Chile, aunque han ajustado sus respectivas políticas monetarias este año, han debido considerar los efectos que tendrían tasas más altas sobre sus ya apreciadas monedas, dadas las preocupaciones respecto de la reducción de la competitividad de sus exportaciones.

En el caso de México, su proximidad y estrechos vínculos con Estados Unidos de Norteamérica, además de su enfoque en la exportación de manufacturas, han significado que las autoridades estén menos preocupadas por los efectos de un peso más fuerte sobre las exportaciones.

La inflación de Chile debería comenzar a disminuir a medida que el país eleva las tasas de interés, según la OCDE. El Banco Central de Chile subió el 16 de noviembre su tasa de política monetaria del 2.75 al 3.0%. La tasa se mantuvo en un mínimo histórico del 0.5% en el primer semestre del año.

La OCDE prevé que la economía chilena crecerá un 5.2% este año y que se acelere a un 6.2% el próximo.



FUENTE: OCDE. <http://www.oecd.org/dataoecd/15/45/45291551.xls#Data%20Sheet%201A1>

La entidad manifestó que si la reactivación se desarrolla según lo esperado, la política monetaria debería continuar subiendo gradualmente la tasa de política a su nivel neutral para mantener las expectativas inflacionarias bien ancladas.

La inflación llegó a un 2.8% en el período enero-octubre y está encaminada a mantenerse dentro de la meta del banco central de un 3%, con un rango de tolerancia de más/menos un punto porcentual para todo el año.

## Anexos

## RESUMEN DE PROYECCIONES

				2010		2011				2012						
	2010	2011	2012	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2010	2011	2012
<b>Porcentaje</b>																
<b>PIB Real</b>																
Estados Unidos de Norteamérica	2.7	2.2	3.1	2.0	1.9	2.1	2.5	2.8	2.9	3.2	3.3	3.5	3.7	2.3	2.6	3.4
Japón	3.7	1.7	1.3	3.9	1.0	2.7	0.6	0.8	1.2	1.3	1.5	1.7	1.8	3.3	1.3	1.6
Área Euro	1.7	1.7	2.0	1.5	1.3	1.3	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2	2.1	1.7	2.1
Total OCDE	2.8	2.3	2.8	2.2	1.7	2.2	2.4	2.5	2.6	2.8	2.9	3.1	3.2	2.7	2.4	3.0
<b>Año a año</b>																
<b>Inflación <sup>1/</sup></b>																
Estados Unidos de Norteamérica	1.7	0.9	0.9	1.4	1.0	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8			
Japón	-0.9	-0.8	-0.5	-0.8	-0.6	-1.0	-0.9	-0.7	-0.7	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4			
Área Euro	1.5	1.3	1.2	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3			
Total OCDE	1.8	1.5	1.4	1.7	1.7	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4			
<b>Tasa de desempleo <sup>2/</sup></b>																
Estados Unidos de Norteamérica	9.7	9.5	8.7	9.6	9.7	9.7	9.6	9.4	9.2	9.0	8.8	8.5	8.3			
Japón	5.1	4.9	4.5	5.1	5.0	4.9	4.9	4.8	4.8	4.6	4.5	4.4	4.3			
Área Euro	9.9	9.6	9.2	9.9	9.8	9.8	9.7	9.6	9.5	9.4	9.3	9.2	9.0			
Total OCDE	8.3	8.1	7.5	8.3	8.3	8.2	8.1	8.0	7.9	7.7	7.6	7.5	7.3			
<b>Crecimiento del comercio mundial</b>	<b>12.3</b>	<b>8.3</b>	<b>8.1</b>	<b>9.4</b>	<b>7.3</b>	<b>7.5</b>	<b>7.7</b>	<b>8.0</b>	<b>8.0</b>	<b>8.1</b>	<b>8.2</b>	<b>8.3</b>	<b>8.4</b>	<b>11.9</b>	<b>7.8</b>	<b>8.3</b>
<b>Balance por cuenta corriente <sup>3/</sup></b>																
Estados Unidos de Norteamérica	-3.4	-3.7	-3.7													
Japón	3.4	3.7	3.7													
Área Euro	-0.2	0.3	0.9													
Total OCDE	-0.7	-0.7	-0.5													
<b>Balance fiscal <sup>3/</sup></b>																
Estados Unidos de Norteamérica	-10.5	-8.8	-6.8													
Japón	-7.7	-7.5	-7.3													
Área Euro	-6.3	-4.6	-3.5													
Total OCDE	-7.6	-6.1	-4.7													
<b>Tasas de interés a corto plazo</b>																
Estados Unidos de Norteamérica	0.5	0.7	1.8	0.6	0.3	0.3	0.4	0.9	1.1	1.2	1.5	2.0	2.5			
Japón	0.2	0.2	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2			
Área Euro	0.8	1.1	1.8	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.4	1.7	1.9	2.1			

Nota: El crecimiento del PIB Real, la inflación (medidos por el incremento en el índice de precios al consumidor o el deflactor del consumo privado para el total de la OCDE) y el crecimiento del comercio mundial (el promedio aritmético del volumen mundial de exportaciones e importaciones de mercancías) están temporalmente y trabajadas diariamente (excepto la inflación) ajustadas a tasas anuales. La columna del cuarto trimestre está expresada de año a año las tasas de crecimiento cuando es apropiado y en niveles. Tasas de interés para los Estados Unidos de Norteamérica: depósitos en eurodólares a 3 meses; Japón: a 3 meses en certificados de depósitos; el área euro: a 3 meses en tasas interbancarias. La fecha de corte de los datos para la información utilizada en la compilación de las proyecciones está al 12 de noviembre de 2010.

<sup>1/</sup> Estados Unidos de Norteamérica; índice para el gasto en consumo personal, Japón; índice de precios al consumidor y el área euro; índice armonizado de precios al consumidor.

<sup>2/</sup> Porcentaje de la fuerza laboral.

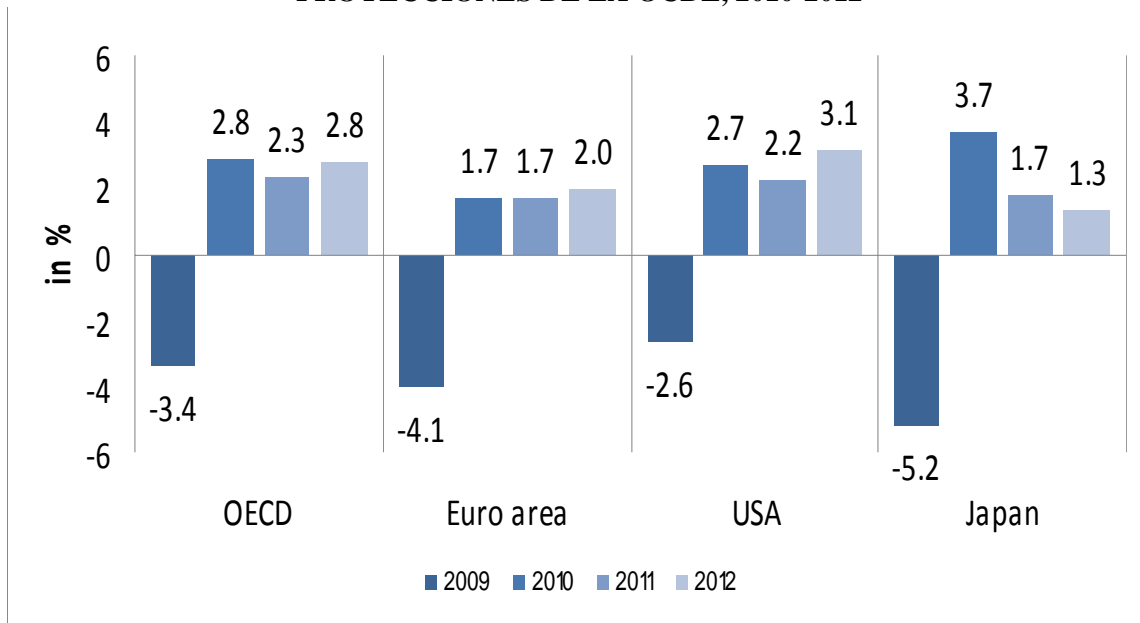
<sup>3/</sup> Porcentaje del PIB.

Q= Trimestre.

FUENTE: OECD Economic Outlook 88 database. <http://www.oecd.org/dataoecd/4/50/39739655.pdf>

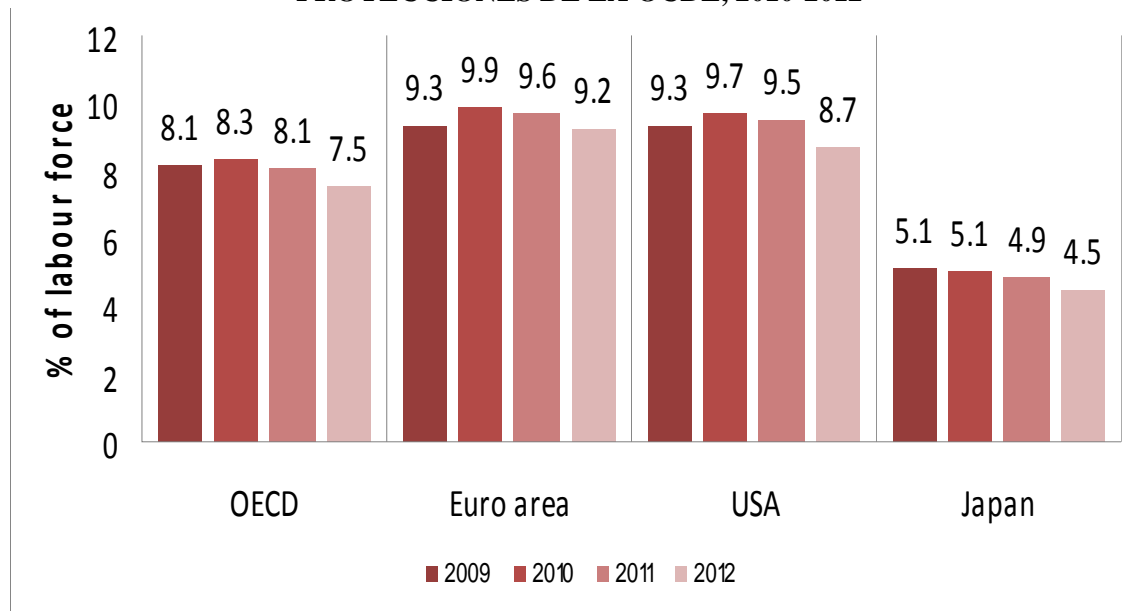


**PIB, PORCENTAJE DE CAMBIO RESPECTO AL AÑO PREVIO**  
**PROYECCIONES DE LA OCDE, 2010-2012**

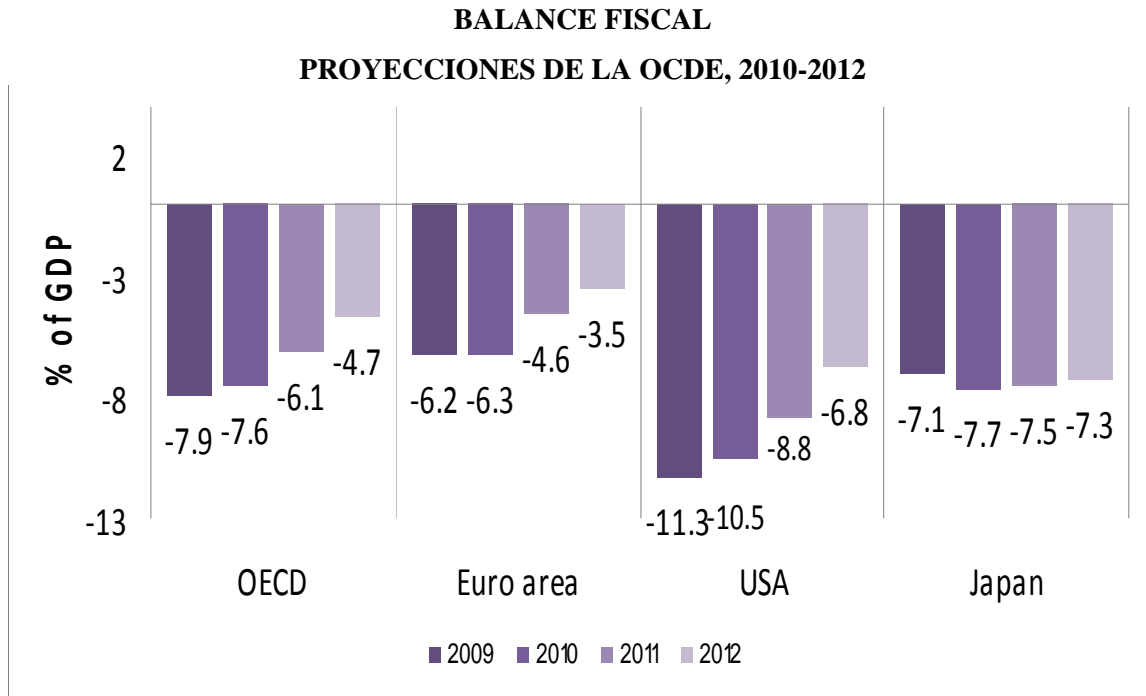


FUENT: OCDE. <http://www.oecd.org/dataoecd/15/45/45291551.xls# Data%20Sheet'!A1>

**TASA DE DESEMPLEO**  
**PROYECCIONES DE LA OCDE, 2010-2012**



FUENT: OCDE. <http://www.oecd.org/dataoecd/15/45/45291551.xls# Data%20Sheet'!A1>



FUENTE: OCDE. <http://www.oecd.org/dataoecd/15/45/45291551.xls#Data%20Sheet!A1>

**Fuentes de información:**

[http://online.wsj.com/article/SB129009304059758473.html?mod=WSJS\\_inicio\\_MiddleFirst](http://online.wsj.com/article/SB129009304059758473.html?mod=WSJS_inicio_MiddleFirst)  
[http://online.wsj.com/article/SB129009256059858433.html?mod=WSJS\\_inicio\\_LeftWhatsNews](http://online.wsj.com/article/SB129009256059858433.html?mod=WSJS_inicio_LeftWhatsNews)  
<http://www.oecd.org/dataoecd/15/45/45291551.xls#Data Sheet!A1>  
<http://www.oecd.org/dataoecd/4/50/39739655.pdf>