

---

---

## **IV. POSTCRISIS FINANCIERA MUNDIAL**

---

---

### **Comunicado del Comité para el Desarrollo (FMI)**

El 12 de octubre de 2013, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó el comunicado del Comité Ministerial Conjunto de las Juntas de Gobernadores del Banco y del Fondo para la Transferencia de Recursos Reales a los Países en Desarrollo. A continuación se presenta la información.

1. El Comité para el Desarrollo se reunió el 12 de octubre de 2013, en la ciudad de Washington.
2. Las recientes señales de recuperación de las economías desarrolladas, por muy alentadoras que sean, siguen siendo disparejas, y el ritmo de crecimiento de algunas economías emergentes se está desacelerando. Para abordar el problema de una mayor volatilidad y lograr un crecimiento sólido, equilibrado y sostenible en todo el mundo, habrá que continuar adoptando medidas de política y reformas adecuadas en los países, cualquiera sea su nivel de ingreso. El Grupo del Banco Mundial (GBM) y el FMI deben mantenerse atentos al surgimiento de nuevas fuentes de volatilidad y de riesgos que pudieran deteriorar la situación. Expresamos nuestro beneplácito por la mayor atención prestada por el FMI al crecimiento y la creación de empleo, así como al análisis de los riesgos y las vulnerabilidades y a la evaluación del impacto a nivel mundial de las reformas de las políticas en los países de importancia sistémica. Salvaguardar y continuar fomentando la apertura y la equidad del sistema internacional de comercio sigue siendo fundamental para el crecimiento mundial y, en este contexto, confiamos en que se logren avances en la Conferencia Ministerial de la Organización Mundial del Comercio que se celebrará próximamente en Bali.

3. Los enormes progresos de las últimas dos décadas han reconfigurado el panorama del desarrollo. Se han creado nuevas oportunidades para ayudar a reducir la pobreza y promover la prosperidad compartida, pero también han surgido nuevos riesgos que podrían afectar el avance sostenido. Si bien la tasa mundial de pobreza se ha reducido a la mitad desde 1990, los progresos en el mundo en desarrollo han sido muy desparejos. Aproximadamente la mitad de los países de ingreso bajo se encuentran en situación de fragilidad y conflicto. En esos lugares se plantean desafíos específicos y vive un porcentaje creciente de la población extremadamente pobre de todo el mundo.
  
4. En muchos países en desarrollo, el crecimiento se ha visto acompañado de un aumento de la desigualdad. La transición a la categoría de países de ingreso mediano no es indicación de que éstos hayan acabado con la pobreza ya que, todavía, la mayor parte de los pobres que existen en el mundo vive en países de ingreso mediano. Tarde o temprano, la falta de progresos sostenidos en la promoción de la prosperidad compartida puede obstaculizar el crecimiento, al generar inestabilidad, distorsionar los incentivos y reducir la movilidad ascendente. La creación de empleo, especialmente para los jóvenes y las mujeres, y el desarrollo del sector privado son fundamentales para lograr un crecimiento inclusivo.
  
5. Los dos ambiciosos objetivos del GBM —poner fin a la pobreza extrema a más tardar en 2030 y promover la prosperidad compartida en forma sostenible desde el punto de vista ambiental, social y económico— que respaldamos en nuestra última reunión son un aporte importante al programa de desarrollo con posterioridad a 2015. Para alcanzarlos, respaldamos decididamente la nueva estrategia del GBM. Celebramos el reposicionamiento de la institución como un Grupo del Banco Mundial unificado que trabaja en asociación con los sectores público y privado, contribuye al programa mundial de desarrollo a través del diálogo y la acción,

brinda apoyo a los clientes proporcionándoles soluciones adaptadas a sus necesidades de desarrollo, y ayuda a promover los conocimientos acerca de lo que da resultado en el ámbito del desarrollo.

6. Al GBM le cabe una función importante en generar resultados para el desarrollo a nivel mundial, brindar apoyo a los países para que puedan enfrentar sus desafíos específicos en materia de desarrollo, y ayudarlos a acabar con la pobreza y a desarrollar la capacidad de recuperación frente a futuros desafíos financieros, económicos, sociales y ambientales. Subrayamos la importancia de seguir orientando decididamente nuestra labor a los clientes, reconociendo la diversidad y las necesidades de desarrollo de los países. Se debe prestar atención especial a los países y a las regiones con mayor incidencia de pobreza y a las situaciones de fragilidad y conflicto, así como a los desafíos particulares que encaran los pequeños Estados. Asimismo, reafirmamos la función fundamental que cumple el GBM en ayudar a la comunidad internacional a abordar importantes problemas de alcance mundial, como el cambio climático. Para generar el máximo impacto, el GBM debe ser selectivo en sus iniciativas y, al mismo tiempo, colaborar con las organizaciones asociadas y con el sector privado a nivel tanto nacional como mundial, y facilitar la cooperación sur-sur y la integración regional en la consecución de sus objetivos.
7. Para que la estrategia surta efecto, su implementación debe hacerse de manera eficaz y oportuna y estar bien administrada, con un orden de secuencia de las reformas bien definido, además de indicadores específicos de los cambios más importantes, y una comunicación periódica con las partes interesadas del GBM. Lo siguiente revestirá vital importancia: un modelo para la participación del GBM en los países con base empírica; la reforma de la organización y los sistemas, procesos y procedimientos internos del GBM para apoyar la estrategia, y la gestión de los recursos humanos y de los cargos directivos para promover y

modelar el cambio de cultura necesario. Pedimos al GBM que continúe cumpliendo su mandato durante el período de transición y que afine el marco de seguimiento y evaluación para medir los progresos y evaluar el desempeño, ajustar las medidas adoptadas y mostrar resultados que satisfagan de mejor manera las necesidades de los clientes. Para nuestras próximas reuniones de la primavera boreal se deberá haber actualizado el sistema de calificaciones institucionales, de manera que guarde relación con la nueva estrategia.

8. Para que la estrategia del GBM sea eficaz, se requiere una sólida decimoséptima reposición de los recursos de la Asociación Internacional de Fomento (AIF-17), con una decidida participación de todos los países miembros. Las necesidades y requerimientos de los países clientes de la AIF siguen siendo considerables, y tenemos que lograr una reposición de recursos cuyo volumen, calidad y contenido en materia de políticas permitan a la AIF obtener resultados importantes.
9. Acogemos con beneplácito las medidas orientadas a hacer mejor uso de los recursos existentes y a fortalecer la capacidad financiera del GBM para que esta guarde relación con el amplio alcance de su estrategia. Exhortamos al GBM a llevar adelante un programa financiero que contemple aumentar la tendencia de los ingresos al crecimiento, ajustar los gastos conforme a una base de costos más reducida mediante la mejora de la eficiencia orgánica y operativa, y movilizar de manera más eficaz los recursos internos y externos a fin de aumentar la capacidad del GBM para brindar más asistencia para el desarrollo, prestando al mismo tiempo la debida atención al riesgo. Expresamos nuestra satisfacción por la labor del GBM relacionada con planteamientos innovadores para movilizar y catalizar financiamiento adicional a largo plazo para la infraestructura, que es fundamental para el crecimiento, la prosperidad y la reducción de la pobreza en los países emergentes y de ingreso bajo.

10. Insistimos en la importancia de continuar incorporando la igualdad de género en las actividades habituales del GBM y fortaleciendo el apoyo prestado por el Grupo a estas cuestiones a través de análisis más adecuados, la adopción de medidas focalizadas y una labor de seguimiento y evaluación más sólida. La igualdad de género es importante, por sí misma y como un medio para lograr los objetivos primordiales de reducir la pobreza y promover la prosperidad compartida. Aplaudimos la constante actualización y renovación de la estrategia del GBM para promover la igualdad de género, y esperamos con interés un informe de situación dentro de un año.
  
11. Encomiamos al GBM y a su personal por las iniciativas relacionadas con situaciones de fragilidad y conflicto, como las de los Grandes Lagos y la región del Sahel, y por su labor con los refugiados en Oriente Medio. Igualmente, vemos con beneplácito la intensificación del apoyo del GBM a Myanmar tras la reanudación de las actividades del Grupo en ese país. Pedimos al GBM que siga intensificando su compromiso en el Sahel y en el Cuerno de África a través de iniciativas que, en coordinación con el sistema de las Naciones Unidas, aborden el problema de la vulnerabilidad y la cuestión de la capacidad de recuperación, y promuevan la integración y las oportunidades económicas. Aplaudimos el renovado apoyo del GBM a proyectos regionales transformadores, incluidas soluciones sostenibles y asequibles en materia energética. Exhortamos al GBM y al FMI a ampliar sus actividades en la región de Oriente Medio y Norte de África, a fin de incluir respaldo para la introducción de reformas económicas adecuadas, la creación de empleo, programas de fortalecimiento de la capacidad y la atención de las necesidades humanas básicas de las personas afectadas por conflictos, así como para la mitigación del impacto en los países vecinos.

12. Se prevé realizar la próxima reunión del Comité para el Desarrollo el 12 abril de 2014, en la ciudad de Washington.

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/spanish/np/cm/2013/101213as.htm>

**Comunicado del Grupo Intergubernamental de los Veinticuatro para Asuntos Monetarios Internacionales y Desarrollo (FMI)**

El 10 de octubre de 2013, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó el comunicado emitido por el Grupo Intergubernamental de los Veinticuatro para Asuntos Monetarios Internacionales y Desarrollo. A continuación se presenta la información.

1. Los Ministros del Grupo Intergubernamental de los Veinticuatro para Asuntos Monetarios Internacionales y Desarrollo celebraron su 90ª reunión en Washington el 10 de octubre de 2013. Presidió la reunión el Sr. Fernando Aportela, Subsecretario de Hacienda y Crédito Público de México, y actuaron como primer vicepresidente el Sr. Karim Wissa, de Egipto, y como segundo vicepresidente el Sr. Mohammad Safadi, Ministro de Hacienda de Líbano.

**La economía mundial y la agenda de desarrollo**

2. Los países de mercados emergentes y en desarrollo tienen un enorme potencial de crecimiento y seguirán siendo el motor de la economía mundial. Observamos, sin embargo, que las proyecciones de crecimiento mundial para 2013 y 2014 son ligeramente más bajas que en abril, en parte debido a un crecimiento más lento en las economías de mercados emergentes. Esta desaceleración del crecimiento en los mercados emergentes no resulta sorprendente considerando los altísimos niveles de crecimiento alcanzados antes de la crisis y el impacto negativo de la abrupta

desaceleración y las persistentes dificultades e incertidumbres tanto en Europa como en Estados Unidos de Norteamérica. Los países de bajo ingreso han estado más resguardados de estos riesgos y siguen registrando un fuerte crecimiento, sobre todo en África subsahariana.

3. Nos preocupa el recrudecimiento de la volatilidad de los mercados financieros mundiales tras los anuncios del abandono de las políticas monetarias no convencionales, así como la agudización de la incertidumbre en torno a las políticas de algunas economías avanzadas. Solicitamos a las economías avanzadas tener en cuenta las repercusiones negativas y comunicar claramente sus estrategias de salida. Solicitamos a las economías avanzadas con margen de maniobra tomar medidas concertadas para aumentar su contribución a la demanda mundial. Consideramos que es preciso que el FMI redoble esfuerzos para ayudar a los países a protegerse de riesgos mundiales extremos y reducir a un mínimo sus pérdidas de producto.
  
4. En vista de la nueva turbulencia financiera, es importante que las economías de mercados emergentes afectadas por la inestabilidad financiera mundial cuenten con la flexibilidad necesaria para adoptar políticas que preserven su capacidad de resistencia. Los países de bajo ingreso tendrán que sustentar un crecimiento elevado en condiciones poco propicias. En este sentido, respaldamos el renovado énfasis que está poniendo el FMI en el crecimiento dentro del marco de los programas que respalda, sobre todo en los Estados pequeños, y la propuesta de incluir explícitamente un plan de crecimiento. Reconocemos la importancia de lograr mayores aumentos de productividad y mayores niveles de transformación estructural en las economías de mercados emergentes y en desarrollo y en los países de bajo ingreso. Mantenemos nuestro compromiso con el diálogo entre pares y el aprendizaje mutuo para respaldar un crecimiento inclusivo y generador de empleo.

5. Nos preocupa profundamente la persistencia de tasas de desempleo y niveles de pobreza altos en varios países de mercados emergentes y en desarrollo. Para que los países de mercados emergentes y en desarrollo puedan lograr los objetivos de reducción de la pobreza, inclusión social y crecimiento estable a largo plazo nos comprometemos a tomar una amplia variedad de medidas para promover un empleo mejor y más extenso. Esto solo puede lograrse mediante la inversión en la enseñanza y la adquisición de aptitudes con el fin de promover la portabilidad de las aptitudes, facilitar la movilidad de la mano de obra y realzar las posibilidades de empleo.

### **El papel y la reforma del FMI**

6. Lamentamos profundamente que no se haya cumplido el plazo de octubre de 2012 acordado para la entrada en vigor de la reforma de 2010 sobre las cuotas y la estructura de gobierno y que no se haya alcanzado un acuerdo sobre una nueva fórmula de cálculo de las cuotas antes del plazo de enero de 2013. Ambas son cruciales para la legitimidad, credibilidad y eficacia del FMI. Instamos a los países a cumplir su compromiso de implementar cuanto antes la reforma de 2010 sobre la estructura de gobierno. Reiteramos la necesidad de concluir oportunamente la Decimoquinta Revisión General de Cuotas, sobre la base de una nueva fórmula. El FMI debe contar con recursos suficientes provenientes de las cuotas para desempeñar su función sistémica de manera sostenible.
7. Creemos firmemente que el objetivo fundamental de la reforma del régimen de cuotas y la estructura de gobierno debe ser potenciar la voz y la representación de los países de mercados emergentes y en desarrollo, incluidos los países pobres, así como los países vulnerables, frágiles, pequeños y de bajo y mediano ingreso. La realineación de las cuotas debe reconocer el peso creciente que tienen en la economía mundial los países dinámicos de mercados emergentes y en desarrollo,



pero dicha realineación no debe tener lugar a expensas de otros países de mercados emergentes y en desarrollo. El aumento de las cuotas relativas de los países miembros más pobres y la protección de su representación deben ser el resultado de la aplicación de la fórmula de cálculo de las cuotas. Reiteramos nuestra solicitud de larga data de que se asigne un tercer representante a África subsahariana en el Directorio Ejecutivo del FMI a fin de reforzar la representación de esta región, siempre que esto no se realice a expensas de la de otros países de mercados emergentes y en desarrollo. El diálogo encaminado a alcanzar este objetivo debe continuar, y deben considerarse todas las opciones disponibles.

8. Encomiamos los esfuerzos que han realizado los países que han contribuido a reforzar los recursos del Fondo Fiduciario para el Crecimiento y la Lucha contra la Pobreza (FFCLP), entre otras formas mediante el uso de las ganancias derivadas de las ventas de oro, y reiteramos nuestro compromiso de asegurar la sostenibilidad a largo plazo del FFCLP. Solicitamos al FMI que realice un esfuerzo concertado para obtener recursos adicionales para el financiamiento del FFCLP, en particular por medio de contribuciones bilaterales.
9. Apoyamos la revisión del marco del Banco Mundial y el FMI sobre sostenibilidad de la deuda y alentamos su implementación, entre otros en los países de bajo ingreso. Solicitamos al FMI y el Banco Mundial que sigan proporcionando la asistencia técnica que necesiten los países miembros para reforzar su capacidad de gestión de la deuda. Apoyamos la propuesta de flexibilizar la política del FMI sobre límites de endeudamiento e instamos al FMI a concluir lo antes posible la revisión en curso para que los países de bajo ingreso cuenten con financiamiento suficiente para sus programas de inversión, preservando al mismo tiempo la sostenibilidad de la deuda. Celebramos los trabajos en curso en el FMI y el Grupo del Banco Mundial para revisar y actualizar las directrices para la gestión de la deuda pública y respaldamos las nuevas medidas de avance para actualizar estas

directrices. Aguardamos con ansias los nuevos trabajos del FMI y las propuestas concretas sobre las cuestiones y las deficiencias identificadas en la evaluación de las experiencias recientes con la reestructuración de la deuda soberana.

10. Nos complace que el FMI esté prestando atención a la equidad tributaria y la aplicación de impuestos con alcance internacional, dado que los países de mercados emergentes y en desarrollo necesitan preservar su base de recaudación, promover la igualdad y la creación de empleo y abordar los efectos adversos de la evasión y elusión de impuestos, que tienen lugar entre otras formas por medio de precios de transferencia y paraísos fiscales. Solicitamos que el FMI suministre asistencia técnica para fortalecer la capacidad institucional de los países de mercados emergentes y en desarrollo.

### **La agenda de desarrollo y el papel del Grupo del Banco Mundial**

11. Subrayamos la importancia crucial de perseverar en los esfuerzos por alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM) ante la proximidad de los plazos fijados, y celebramos el informe del Grupo de Alto Nivel de Personas Eminentes sobre la Agenda de Desarrollo Post-2015 y el informe del Secretario General de las Naciones Unidas, “Una vida de dignidad para todos”. Tomamos nota del énfasis en, entre otros, la erradicación de la pobreza extrema<sup>1</sup>, el desarrollo sostenible, la transformación de las economías para crear empleos y lograr un crecimiento inclusivo, y la construcción de instituciones de desarrollo eficaces, abiertas y responsables. Solicitamos al Grupo del Banco Mundial que intensifique sus esfuerzos por alcanzar los Objetivos de Desarrollo del Milenio y contribuir a la Agenda de Desarrollo Post-2015 sobre la base de su mandato y sus ventajas comparativas.

---

<sup>1</sup> Visite:

[http://www.ilo.org/global/about-the-ilo/who-we-are/ilo-director-general/statements-and-speeches/WCMS\\_224589/lang--en/index.htm?shared\\_from=media-mail](http://www.ilo.org/global/about-the-ilo/who-we-are/ilo-director-general/statements-and-speeches/WCMS_224589/lang--en/index.htm?shared_from=media-mail)

12. Creemos en la importancia de centrar la mira en un crecimiento inclusivo y generador de empleo como base para reducir la pobreza con carácter duradero. Con miras a lograr ese objetivo, respaldamos la estrategia corporativa y las metas del Grupo del Banco Mundial de contribuir a la erradicación de la pobreza extrema y promover de manera sostenible el logro de la prosperidad compartida. Aplaudimos el énfasis en apoyar a los clientes mediante soluciones adaptadas a sus necesidades de desarrollo, respaldadas por financiamiento, conocimientos y servicios especializados. Esperamos con interés un plan detallado de implementación que tenga en cuenta las perspectivas de los clientes y la diversidad, la sostenibilidad financiera y la importancia de desarrollar los recursos humanos y la capacidad de liderazgo en el Banco Mundial.

### **Financiamiento para el desarrollo**

13. Subrayamos la importancia fundamental de contar con suficiente financiamiento sostenible para la consecución de las aspiraciones y objetivos mundiales de desarrollo, y apoyamos el fortalecimiento de la capacidad de préstamo del Grupo del Banco Mundial. Resaltamos la especial importancia de movilizar financiamiento en gran escala para infraestructura a fin de atender las necesidades de los países en desarrollo. Alentamos la iniciativa del Grupo del Banco Mundial de establecer un mecanismo único para la preparación de proyectos, para grandes proyectos regionales en África, y llamamos al Grupo del Banco Mundial a movilizar mayores recursos privados que respalden inversiones para la transformación de la infraestructura. Esperamos con interés la continuación de las deliberaciones sobre otros mecanismos de financiamiento a largo plazo de infraestructuras, entre ellos la iniciativa propuesta por el Grupo del Banco Mundial y el Nuevo banco de desarrollo propuesto por el grupo BRICS.

14. Nos sentimos alentados por la creación del Servicio Financiero para Economías Frágiles y Afectadas por Conflictos, en el Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones (MIGA), y respaldamos el objetivo de dicho servicio financiero de asegurar proyectos de inversión en dichos países a fin de movilizar recursos del sector privado y alentar la creación de empleos de alta calidad.
  
15. Solicitamos que se repongan los recursos de la Asociación Internacional de Fomento (AIF) en forma oportuna y con gran alcance, teniendo en cuenta las enormes necesidades de los países pobres y vulnerables, entre ellos la población de los países en situación frágil y afectados por conflictos. Nos complace que se asigne importancia al impacto de los recursos de la AIF para contribuir a transformar las economías y a la potenciación de dichos recursos, entre otras formas mediante el carácter adicional de los préstamos, reforzando al mismo tiempo los resultados, la eficacia económica y la eficiencia de la AIF.
  
16. Destacamos los efectos adversos del cambio climático y la degradación del medio ambiente, en particular para los países pobres, frágiles y vulnerables, y reconocemos la necesidad de hacer frente a los desafíos mundiales que nos conciernen a todos. En este sentido, respaldamos nuevas reformas y mejoras que acrecienten la eficacia del Fondo para el Medio Ambiente Mundial (FMAM) e instamos a que la sexta reposición de recursos tenga un alcance ambicioso para que el FMAM disponga de recursos suficientes para cumplir su mandato.
  
17. Solicitamos que la novena conferencia ministerial de la Organización Mundial del Comercio (OMC), en Bali, revitalice el Programa de Doha para el Desarrollo, y llegue a resultados exitosos y equilibrados, entre otros aspectos en los temas de larga data relacionados con los productos agrícolas. Asimismo, solicitamos avances concretos en las negociaciones sobre la mejora de la movilidad de la mano de obra.

**Otros asuntos**

18. Alentamos al FMI y el Banco Mundial a dar muestras de flexibilidad en el diseño y la condicionalidad de sus programas en los países árabes en transición, teniendo en cuenta las limitaciones políticas y sociales a las que se enfrentan las autoridades, y solicitamos recursos adicionales para que los países vecinos puedan hacer frente al influjo de refugiados sirios. Es importante que todos los países de la región de Oriente Medio y Norte de África (OMNA) tengan las mismas oportunidades para beneficiarse de los productos financieros y los servicios de asesoramiento de estas dos instituciones internacionales sin que medie ningún factor político.
19. Reiteramos la importancia de la diversidad del personal en todos los niveles para reforzar la legitimidad y eficacia de las instituciones financieras internacionales y solicitamos redoblar los esfuerzos en lo que respecta a la contratación, avance profesional y ascensos de ciudadanos provenientes de regiones subrepresentadas.
20. Agradecemos a **México** que ha ocupado la presidencia del Grupo hasta ahora, y damos la bienvenida a Egipto a la presidencia. Asimismo, damos la bienvenida a Colombia a la segunda vicepresidencia. La próxima reunión de los ministros del G-24 está prevista para el 10 de abril de 2014 en Washington.

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/spanish/np/cm/2013/101013s.htm>

## **Comunicado de la Vigésima Octava Reunión del Comité Monetario y Financiero Internacional (FMI )**

El 12 de octubre de 2013, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó el “Comunicado de la Vigésima Octava Reunión del Comité Monetario y Financiero Internacional”, el cual se presenta a continuación.

Bajo la Presidencia del Sr. Tharman Shanmugaratnam, Viceprimer Ministro de Singapur y Ministro de Hacienda.

La recuperación mundial continúa. Sin embargo, el crecimiento sigue siendo tenue, y persisten los riesgos a la baja y están surgiendo algunos riesgos nuevos. Hay señales alentadoras de un repunte de la actividad en las economías avanzadas, mientras que en muchas economías de mercados emergentes el crecimiento se ha moderado. En general, en los países de bajo ingreso el crecimiento se ha mantenido resistente. Sobre la base de los avances recientes implementaremos políticas de mayor alcance y más coherentes para lograr un crecimiento sólido, sostenible y equilibrado, reduciendo al mismo tiempo la volatilidad del mercado. Para esto será necesario manejar con cautela múltiples transiciones, entre ellas un giro en la dinámica del crecimiento, la normalización de las condiciones financieras internacionales, el logro de la sostenibilidad fiscal, un reequilibrio de la demanda mundial y el avance hacia un sistema financiero mundial más estable. En muchos países existen razones para adoptar políticas estructurales a fin de estimular la productividad, reducir el desempleo y lograr un crecimiento más inclusivo. Celebramos las orientaciones definidas en la Agenda Mundial de Políticas presentada por la Directora Gerente.

**Economías avanzadas.** La recuperación en Estados Unidos de Norteamérica ha ganado terreno, en Japón las medidas de estímulo han inducido una recuperación, la zona del euro está saliendo de la recesión, y en algunas otras economías avanzadas, entre ellas Reino Unido, el crecimiento ya está reactivándose. Las políticas

monetarias laxas, que han ayudado a respaldar el crecimiento mundial manteniendo la estabilidad de precios, siguen siendo apropiadas y deben ir acompañadas de políticas fiscales creíbles, así como de nuevas reformas estructurales y del sector financiero. La transición hacia la normalización de la política monetaria, cuando tenga lugar en el contexto de un crecimiento reforzado y sostenido, deberá efectuarse en el momento adecuado, estar calibrada cuidadosamente y ser comunicada con claridad. Cuando las circunstancias del país lo permitan, los planes fiscales a mediano plazo deberán implementarse de manera flexible teniendo en cuenta las condiciones económicas a corto plazo con el fin de apoyar el crecimiento y la creación de empleo, encauzando al mismo tiempo la deuda pública hacia una trayectoria sostenible. Estas medidas ayudarán a mitigar los riesgos y hacer frente a los efectos de contagio, incluidos los derivados de la mayor volatilidad de los flujos de capitales, así como a lograr un crecimiento sólido, sostenido y equilibrado. Estados Unidos de Norteamérica necesita tomar medidas urgentes para abordar las incertidumbres fiscales a corto plazo. La zona del euro debe seguir avanzando hacia la creación de una unión bancaria y seguir reduciendo la fragmentación del mercado financiero. Japón debe poner en marcha una consolidación fiscal a mediano plazo, y reformas estructurales para vigorizar el crecimiento.

**Países de mercados emergentes y en desarrollo.** El crecimiento en las economías de mercados emergentes sigue aportando la mayor parte del crecimiento mundial, pero se ha moderado, en unos pocos casos a un nivel más sostenible. Los fundamentos económicos y los marcos de política en general son más firmes, pero persisten desafíos estructurales internos. La reciente volatilidad en los flujos de capitales y en los mercados financieros ha creado nuevos desafíos en algunos países. Las políticas macroeconómicas, incluidas las políticas cambiarias, deben ser sólidas. Cuando se deba hacer frente a riesgos para la estabilidad macroeconómica o financiera derivados de fuertes flujos de capitales volátiles, el necesario ajuste de política macroeconómica podría estar respaldado por medidas prudenciales y, según corresponda, por medidas

de gestión de los flujos de capitales. La consolidación fiscal sigue teniendo alta prioridad en los países con fuertes desequilibrios fiscales, en tanto que otros países deben recomponer los márgenes para la aplicación de políticas, a menos que el crecimiento se deteriore notablemente. La aplicación de políticas para abordar los obstáculos estructurales y mejorar la productividad es una tarea continua encaminada al logro de un crecimiento sólido, sostenible y equilibrado. Reconocemos el esfuerzo desplegado por muchas economías en desarrollo más pequeñas, especialmente en África, para sustentar un crecimiento más vigoroso, incrementar la participación y transformar sus estructuras económicas. Celebramos la mayor interacción del FMI con los estados pequeños y esperamos con interés la implementación del programa de trabajo para respaldarlos. Reconocemos los desafíos que enfrentan los países árabes en transición y los alentamos a ejecutar las reformas necesarias para lograr un crecimiento sostenible y crear empleo. Los donantes de la región han proporcionado apoyo sustancial, y solicitamos a los socios bilaterales y multilaterales que refuercen sus contribuciones, según corresponda, en apoyo de las reformas. Instamos al FMI a proporcionar mayor respaldo financiero, asesoramiento en materia de políticas y fortalecimiento de las capacidades adaptándolos a las necesidades y circunstancias específicas de cada país.

**Países de bajo ingreso.** El crecimiento en general ha seguido siendo sólido. El fortalecimiento de los saldos fiscales y de las reservas, entre otras formas a través de la movilización de ingresos públicos y una mejor focalización de los subsidios, puede crear márgenes de maniobra que podrían usarse en el caso de que se materializaran los riesgos a la baja. Un crecimiento sostenido y más inclusivo exige medidas continuas para promover la profundización financiera, inversión y servicios públicos productivos y una gestión prudente de la riqueza proveniente de los recursos naturales. Celebramos que se hayan recibido las seguridades necesarias para lograr que el crédito concesionario del FMI a los países de bajo ingreso sea autosustentable, e instamos ahora a los países miembros a cumplir sus promesas.



**Coherencia de las políticas.** El FMI debe seguir siendo un foro para estimular el análisis y un diálogo multilateral que promueva la coherencia de las políticas y la acción concertada para gestionar los efectos de contagio, incluidos los derivados de la normalización de la política monetaria que se espera que tenga lugar en su momento, mitigar los riesgos y apoyar un crecimiento sólido, sostenible y equilibrado, y la creación de empleo. Los desequilibrios mundiales han disminuido, por razones tanto estructurales como cíclicas, pero el reequilibrio sigue siendo un objetivo prioritario. En el futuro, en muchos países las políticas tendrán que desempeñar una función más importante para sostener el ajuste. Los países con déficit deben seguir incrementando el ahorro nacional y la competitividad, mientras que los países con superávit necesitan estimular las fuentes internas de crecimiento. Reafirmamos nuestro compromiso de abstenernos de realizar devaluaciones competitivas y de toda modalidad de proteccionismo. Es necesario implementar sin demora y de manera coherente las reformas financieras mundiales, en ámbitos tales como los de las instituciones “demasiado grandes para quebrar”, las normas internacionales de capital, las resoluciones transfronterizas, los mercados de derivados y los posibles riesgos sistémicos de la banca paralela. Se requieren nuevos avances para subsanar las deficiencias de los datos, mejorar la transparencia fiscal, combatir el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo y luchar contra la evasión y elusión fiscal transfronteriza. Alentamos al FMI a examinar estas cuestiones como parte de su supervisión bilateral y multilateral, y a trabajar en colaboración con otras instituciones internacionales.

**Supervisión a cargo del FMI.** Celebramos los avances logrados en la implementación del marco reforzado de supervisión del FMI, entre otras formas a través de la Estrategia de Supervisión Financiera, el informe piloto sobre el sector externo, el informe sobre efectos de contagio y un análisis más profundo de las vinculaciones macrofinancieras en las consultas de Artículo IV y un asesoramiento individualizado sobre cómo promover el crecimiento inclusivo y la creación de

empleo. Aguardamos con interés el próximo Examen Trienal de la Supervisión, así como nuevos análisis sobre las políticas monetarias y macroprudenciales y los efectos de contagio asociados a las mismas, la suficiencia de las reservas, los indicadores de liquidez mundial, los flujos de capitales y la interacción de las vulnerabilidades de los sectores público y privado.

**Préstamos del FMI.** El financiamiento externo, incluido el de carácter precautorio, puede ayudar a facilitar un ajuste ordenado. El FMI sigue estando dispuesto a ofrecer financiamiento para reformas y ajustes apropiados. Esperamos con interés que se mantenga de manera continua un diálogo flexible y voluntario entre el FMI y los mecanismos de financiamiento regionales, que se examinen algunos instrumentos fundamentales (la Línea de Crédito Flexible, la Línea Precautoria y de Liquidez y el Instrumento de Financiamiento Rápido), que se sigan examinando los programas para crisis y que se vuelva a considerar la política del FMI sobre préstamos en situaciones de alto nivel de endeudamiento. Aguardamos asimismo con interés la conclusión del examen de la política del FMI sobre límites de endeudamiento, reconociendo la importancia de fortalecer y promover prácticas de financiamiento sostenible en todas las partes involucradas.

**Estructura de gobierno.** Seguimos asignando la máxima prioridad a la reforma de la estructura de gobierno y el régimen de cuotas del FMI con el fin de reforzar la credibilidad, legitimidad y eficacia de la institución. Instamos a todos los países miembros que aún no han ratificado las reformas de 2010 a que lo hagan sin dilación. Seguimos comprometidos a llevar a término la Decimoquinta Revisión General de Cuotas para enero de 2014, e instamos al Directorio Ejecutivo del FMI a llegar a un acuerdo sobre una nueva fórmula de cálculo de las cuotas como parte de dicha revisión. Reafirmamos que se espera que cualquier realineación de las cuotas relativas tenga como resultado aumentos de las cuotas de las economías dinámicas, acordes a su posición relativa en la economía mundial, y por lo tanto probablemente aumentos

de la participación que corresponde a los países de mercados emergentes y los países en desarrollo en su conjunto. Deben tomarse medidas para proteger la voz y la representación de los países más pobres.

**Próxima reunión del CMFI.** Nuestra próxima reunión tendrá lugar en la ciudad de Washington el 11–12 de abril de 2014.

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/spanish/np/sec/pr/2013/pr13401s.htm>

**Mayor integración fiscal para reforzar la capacidad de resistencia de la zona del euro (FMI)**

El 25 de septiembre de 2013, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó, en su Boletín del FMI, el artículo “Mayor integración fiscal para reforzarla capacidad de resistencia de la zona del euro”. A continuación se presentan los detalles.

Una mayor integración fiscal en la zona del euro puede corregir las deficiencias en la arquitectura del sistema, incrementar la capacidad de resistencia a las crisis futuras y aportar credibilidad a largo plazo a las medidas que ya se han adoptado para hacer frente a la crisis.

En el informe<sup>2</sup> *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*, se asevera que los avances en la integración fiscal ayudarán a abordar una serie de deficiencias en la arquitectura de la zona del euro. Junto con la unión bancaria, la unión fiscal reduciría la incidencia y la gravedad de las crisis futuras, fortaleciendo la disciplina fiscal y proporcionando un mecanismo de seguro mínimo para hacer frente a recesiones profundas. Si bien el establecimiento de una unión fiscal tomará tiempo, se considera esencial definir una hoja de ruta para la implementación de dicha unión a fin de anclar la confianza en la

---

<sup>2</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1309.pdf>

viabilidad de la zona del euro, respaldando así los esfuerzos de gestión de la crisis actual.

Las autoridades europeas han adoptado importantes medidas para reforzar los marcos de gobernabilidad fiscal y económica. Sin embargo, la implementación vigorosa de dichas medidas y el establecimiento de sólidos mecanismos de cumplimiento son una condición esencial para lograr una mayor integración fiscal. Según el informe, si se establecen estas salvaguardias, la aplicación de un enfoque *ex ante* para la disciplina fiscal y de mecanismos de seguro entre países —a diferencia de una estrategia que se base exclusivamente en brindar apoyo cuando las crisis ya se han producido— fortalecería aún más la arquitectura y garantizaría la estabilidad de la Unión Económica y Monetaria.

### **Deficiencias en la arquitectura de la zona del euro**

En contra de lo previsto, la introducción de la moneda común no contribuyó a que con el tiempo las economías de la zona del euro se asemejaran cada vez más ni a que resistieran mejor los choques. La convergencia real resultó mucho menor de la esperada, y los choques específicos de cada país —originados en el propio país o no— siguieron siendo significativos y más frecuentes de lo previsto. Por ejemplo, la reducción de los costos de endeudamiento contribuyó a auges localizados del crédito en algunos países. Al mismo tiempo, el alto grado de integración comercial y, sobre todo, financiera creó el riesgo de que los problemas originados en un país pudieran transmitirse a otros países. Esto quedó especialmente patente en el peor momento de la crisis actual cuando los problemas surgidos en los bancos plantearon dudas con respecto a la solvencia de las entidades soberanas, y a su vez las tensiones soberanas agravaron la presión sobre los balances de los bancos. Posteriormente, la turbulencia se propagó entre los bancos interconectados por toda la zona del euro.

En el informe también se comenta que las políticas nacionales débiles agravaron los efectos de los choques económicos adversos y que los marcos europeos de gobernabilidad se implementaron de manera demasiado laxa. Como resultado, cuando estalló la crisis, los países no tenían margen de maniobra suficiente a nivel nacional para protegerse de la desaceleración económica.

Por otra parte, no hubo suficientes fuerzas de mercado para prevenir y corregir los desequilibrios: cuando se produjo un choque o impacto económico negativo, los precios y salarios no se ajustaron a la baja para compensar las pérdidas de competitividad, y la movilidad de la mano de obra sigue siendo limitada dentro de la zona monetaria. Del mismo modo, los mercados de capital —que eran optimistas en cuanto a las perspectivas de crecimiento de la región y no estaban convencidos de la cláusula de no corresponsabilidad financiera— no diferenciaron entre políticas fiscales adecuadas e inadecuadas.

Estas interacciones prepararon el terreno para el estallido de la crisis en la zona del euro en 2010: con márgenes de maniobra fiscal limitados, sin ningún instrumento de respaldo a nivel de toda la zona y sin un “interruptor de circuito” para romper el círculo vicioso entre las entidades soberanas y los bancos, los desequilibrios que se acumularon en algunos países pronto transformaron la turbulencia financiera y los choques económicos generalizados que afectaron a los distintos países en choques sistémicos, que pusieron en peligro a la propia unión.

El enfoque adoptado hasta la fecha —de hacer frente a las crisis cuando se produzcan— ha sido costoso, no solo en términos de asistencia financiera directa, sino también de pérdidas de producto y aumento del desempleo.

## Elementos esenciales de una unión fiscal

En el informe se observa que la integración fiscal proporciona un marco de disciplina fiscal y mecanismos de seguro que ayudarían a limitar los impactos económicos y financieros garantizando la adopción de políticas nacionales más eficaces antes de que ocurrieran las crisis. Naturalmente, las preferencias sociales y políticas determinarán el alcance y la configuración definitiva de una mayor integración fiscal en la zona del euro. Sin embargo, las enseñanzas derivadas de la crisis y las prácticas utilizadas en otras uniones fiscales parecen indicar que los cuatro elementos siguientes son fundamentales:

- **Supervisión más eficaz de las políticas nacionales y mejor aplicación de las reglas vigentes.** Gracias al mayor énfasis en las metas fiscales estructurales y a las reformas en curso del marco de gobernabilidad, el diseño de la política fiscal ha mejorado. Sin embargo, de cara al futuro, el restablecimiento de la disciplina fiscal y la recuperación de la disciplina de mercado posiblemente requerirán una mayor participación del centro en las decisiones fiscales nacionales y la clarificación de las reglas de rescate.
- **Mayor distribución de los riesgos.** La distribución de los riesgos fiscales *ex ante* reduce la necesidad de proporcionar posteriormente apoyo costoso. Por lo tanto, siempre que exista una mayor disciplina de las políticas fiscales nacionales, todos los países de la zona del euro se beneficiarán de los mecanismos de seguro fiscal entre países. Existen varias opciones, tales como el establecimiento de un fondo para emergencias a nivel de toda la zona del euro, un sistema de seguro de desempleo común, o un presupuesto para la zona del euro. En cualquier caso, es necesaria una distribución mínima del riesgo fiscal como condición previa para poder mantener la disciplina de mercado, porque dicha distribución da más credibilidad a los mecanismos de no corresponsabilidad financiera.

- **Endeudamiento a nivel central.** A largo plazo, cuando se hayan establecido las estructuras de gobernabilidad adecuadas, el endeudamiento por parte del nivel central —respaldado por sus propios ingresos fiscales— podría ayudar a financiar los mecanismos de distribución del riesgo, y reducir la posibilidad de que se produzcan grandes variaciones de las carteras entre entidades soberanas proporcionando un activo seguro.
  
- **Mecanismo de apoyo fiscal para los bancos de la zona del euro.** Las autoridades europeas han avanzado considerablemente hacia la unión bancaria. Las medidas dirigidas a instaurar un mecanismo único de supervisión y un mecanismo único de resolución deberán complementarse con el compromiso firme e inmediato de establecer un mecanismo de apoyo adecuado para anclar la confianza en el sistema bancario. Si bien parte del seguro contra accidentes bancarios debería ser financiado por el sector bancario, un mecanismo de apoyo común de recapitalización, resolución y garantía de depósitos contribuiría a reducir el riesgo de contagio.

Si bien los tres primeros elementos ayudarían a construir una unión más estable a mediano y largo plazo, el último elemento depende del factor tiempo y, por lo tanto, requiere atención inmediata.

Es esencial obtener el respaldo político para el establecimiento de una hoja de ruta clara en la que se describan las características principales de la unión fiscal. Si bien el proceso de integración fiscal naturalmente tomará tiempo, la experiencia histórica muestra que con frecuencia la gestión eficaz de las crisis ha ido acompañada de reformas a largo plazo de gran alcance, como ser la transferencia de algunas responsabilidades fiscales al nivel central.

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/Spanish/pubs/ft/survey/so/2013/CAR092513AS.htm>

Para tener acceso a mayor información visite:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1309tn.pdf#page=4>

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1309tn.pdf#page=21>

<http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=317>

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2013/CAR080113A.htm>

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2013/car021313a.htm>

### **Cómo gestionar las nuevas transiciones en la economía mundial (FMI)**

El 3 de octubre de 2013, el Fondo Monetario Fondo (FMI) publicó el discurso que ofreció su Directora Gerente en la Universidad de George Washington. A continuación se presentan los detalles.

#### **La Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional:**

“Buenos días. Es un verdadero privilegio visitar a uno de nuestros vecinos más cercanos. Permítanme agradecer a mi anfitrión, el Presidente Knapp, por su cordialidad, así como a Gordon Gebert y Julia Susuni por su amable invitación.

En nombre del FMI, deseo también expresar nuestro agradecimiento a todos los miembros de la Universidad de George Washington por colaborar con nosotros, y brindarnos este lugar así como otros, para celebrar nuestras Reuniones Anuales que comenzarán la semana que viene.



Es fascinante ver a tantos estudiantes de diversa procedencia reunidos hoy en esta sala. Recuerden esto: pronto su generación heredará la economía mundial. Al mirar sus rostros, sé que esa economía estará en buenas manos.

Quisiera comenzar citando a Ralph Waldo Emerson, quien dijo, “No en sus metas sino en sus transiciones reside la grandeza del hombre”.

Esta afirmación podría ser aplicable a sus propias vidas, pero también lo es a la crisis financiera mundial, que es realmente una historia de transiciones de dimensión verdaderamente épica.

Hace cinco años, la economía mundial evitó caer en una segunda Gran Depresión. Cinco años más tarde, la travesía aún no ha concluido, pero la niebla de la crisis se está disipando, y podemos ver que sus secuelas nos han dejado múltiples nuevas transiciones.

Se destacan dos en particular: una transición en las tendencias de crecimiento económico, y una transición hacia un sector financiero diferente.

En el FMI conocemos bien los vaivenes de los ciclos económicos, y el paso de recesiones a recuperaciones. La experiencia nos dice que este proceso generalmente lleva un año o dos, o un poco más si la situación es especialmente grave.

Las transiciones a las que hoy me refiero son diferentes. Probablemente su desarrollo se extenderá durante el *resto de la década*, si no más.

Son diferentes también porque exigirán no solo una gestión activa de las políticas *nacionales*, sino también una activa colaboración *internacional* en materia de políticas.

Por lo tanto, mi mensaje hoy es el siguiente: estas nuevas transiciones mundiales requieren una nueva agenda mundial.

Es precisamente en este ámbito, desde luego, donde el FMI —con sus 188 países miembros— está en condiciones únicas de ayudar. Brindamos una plataforma para la cooperación mundial, así como herramientas para respaldarla, a través de nuestros análisis económicos, recursos financieros y conocimientos técnicos.

Hay algo de lo que estoy segura: con las políticas correctas, es posible gestionar esas transiciones. Pero como es natural, las políticas equivocadas pueden desbaratarlas.

Hoy me concentraré en dos transiciones clave:

1. La transición en la tendencia de crecimiento económico con dos trayectorias distintas:
  - i. Economías avanzadas.
  - ii. Economías emergentes y en desarrollo.
2. La transición hacia un sector financiero diferente.

## **1. La transición en la tendencia del crecimiento económico**

### **i) Economías avanzadas**

Permítanme comenzar por la transición en las economías avanzadas. Dentro de unos pocos días, el FMI dará a conocer sus últimas proyecciones económicas. En general, las perspectivas mundiales siguen siendo moderadas. En muchas de las economías avanzadas, sin embargo, estamos observando finalmente signos de esperanza. El

crecimiento está mejorando, se recupera la estabilidad financiera, y las cuentas fiscales parecen estar ganando solidez.

Pese al actual acontecimiento al que me referiré más adelante, en ningún lugar se observa esto con mayor claridad que en Estados Unidos de Norteamérica. Lo podemos ver donde quiera que dirijamos la mirada. Los hogares están hoy en mejor situación, el sector de la vivienda se está dinamizando y el motor del sector privado está nuevamente en marcha. Sin embargo, este año el crecimiento será todavía demasiado bajo —inferior al 2%— debido a un excesivo ajuste fiscal. Esta situación se distendería el año próximo, con lo cual el crecimiento aumentaría alrededor de 1 punto porcentual.

La zona del euro también está atravesando una importante transición, tras una crisis bancaria y de las entidades soberanas que amenazó el tejido mismo de la unión monetaria. Ahora, después de seis trimestres de recesión, la región recobró el aliento durante la primavera pasada, y el crecimiento debería volver a territorio positivo el año que viene, ubicándose en un nivel de casi uno por ciento.

Pero el desempleo —de 12%— es todavía demasiado elevado. En algunos países, una de cada cuatro personas no puede encontrar trabajo, y uno de cada dos jóvenes, tampoco.

Este desafío surge en el contexto de una transición más amplia, a medida que la zona del euro avanza hacia la integración, partiendo de la convicción de que “la casa más sólida es la que se construye de manera conjunta”. Estamos presenciando la marcha de la historia, con una Europa cada vez más cerca a la integración fiscal y financiera, aun cuando reconocemos que todavía resta mucho más por hacer.

Japón también está en proceso de transición: está procurando superar una situación de deflación y estancamiento de larga data. La enérgica política de estímulo aplicada por

el gobierno parece estar funcionando, con un aumento del PIB de alrededor de 1%. La deflación está llegando a su fin y se respira una renovada sensación de optimismo. Pero este esfuerzo de Japón tampoco está completo.

¿Qué políticas se necesitan para gestionar esas transiciones y garantizar su éxito?

Permítanme comenzar por la política monetaria, que en mi opinión permitió rescatar del abismo a la economía mundial y colocarla nuevamente en el camino hacia la recuperación. Los bancos centrales empujaron la política hasta el límite, y más allá del límite, hasta la *terra nova* de la política no convencional. Indudablemente, en cada región debe cumplir un papel diferente.

La mayor parte de la gente cree que la política monetaria estadounidense ha llegado a un punto de inflexión, donde el repliegue de las medidas no convencionales comenzará pronto. Este “giro” debe ser gestionado con sumo cuidado.

Dado que la normalización de la política monetaria afecta a muchos mercados y personas en todo el mundo, Estados Unidos de Norteamérica tiene una responsabilidad especial: implementarla en forma ordenada, vinculándola al ritmo de la recuperación y el empleo; comunicarla con claridad, y mantener un diálogo con los demás.

Esta transición formará parte del panorama mundial de las políticas por algún tiempo.

Más allá de Estados Unidos de Norteamérica, es posible que se deba recurrir a la política monetaria aun en mayor medida, para seguir fortaleciendo la recuperación de la zona del euro y permitir que Japón se aleje de la zona de peligro de la deflación.

Lo que está claro es que en todas las regiones la política monetaria ha permitido ganar tiempo y espacio. La clave está ahora en utilizar ese tiempo con sabiduría y no desperdiciar el espacio ganado.

Como dijo el dramaturgo Tom Stoppard, “cada salida es una entrada a otro lugar”.

Esto significa cosas diferentes en países diferentes. Todas las economías avanzadas necesitan dar pasos en un frente amplio de políticas, pero haciendo hincapié en aspectos diferentes: *financiero* en la zona del euro, *fiscal* en Estados Unidos de Norteamérica y Japón, *estructural* en la zona del euro y en Japón.

Comencemos por el frente *financiero*: sabemos que la debilidad de los bancos, la elevada deuda de las empresas y un sistema financiero fragmentado todavía pesan sobre la recuperación en muchas partes de Europa. Esto aumenta entre 1 y 2 puntos porcentuales el costo de los préstamos para la pequeña y mediana empresa en las regiones en dificultades.

De modo que es imprescindible sanear los bancos europeos evaluando y subsanando sus déficit de capital —como recomienda el FMI— y avanzar hacia una unión bancaria para que toda la estructura sea más segura y más sólida.

Pasemos ahora al aspecto *fiscal*: en muchas oportunidades he afirmado que Estados Unidos de Norteamérica debe “bajar la velocidad y apresurarse”, con lo que quiero decir menos ajuste fiscal hoy y más ajuste mañana. Eso significa remplazar el secuestro presupuestario con más medidas de ajuste de efecto diferido que no dañen la recuperación. Al mismo tiempo, Estados Unidos de Norteamérica debe hacer más para que en adelante la deuda sea sostenible, conteniendo el crecimiento del gasto en prestaciones y captando más ingresos públicos.

En medio de este desafío fiscal, la actual incertidumbre política acerca del presupuesto y el tope de la deuda ciertamente no ayuda. El cierre del gobierno es algo de por sí perjudicial, pero la imposibilidad de elevar el tope de la deuda sería algo mucho peor, algo que podría perjudicar gravemente no solo la economía de Estados Unidos de Norteamérica sino la economía de mundo entero.

Por ello es crucial para nuestra misión resolver la situación lo antes posible.

Japón también necesita tener un plan creíble para reducir su deuda, que se está aproximando al 250% del PIB y asciende a alrededor de 90 mil dólares estadounidenses por cada hombre, mujer y niño de la población de ese país. El aumento inicial del impuesto al consumo es un primer paso positivo en esa dirección. La reforma de las prestaciones es el próximo. Sin esas políticas fundamentales, los avances logrados hasta ahora podrían diluirse fácilmente.

Los esfuerzos en el plano fiscal y financiero deben complementarse con *reformas estructurales*, para garantizar que las políticas orientadas a impulsar la demanda estén respaldadas por políticas que estimulen la oferta. Sabemos que esto puede rendir frutos donde más importa: en el crecimiento y el empleo. Respecto de la zona del euro, el FMI estima que con reformas amplias y coordinadas de los mercados de productos y de trabajo se podría elevar el PIB 3.75% al cabo de cinco años. En el caso de Japón, un aumento de la participación de las mujeres en la fuerza laboral hasta igualar el promedio del G-7 permitiría que para 2030 el PIB per cápita crezca 4 por ciento.

Cabe recordar que grupo de economías representa alrededor de 40% del PIB mundial. Por ello, lo que ocurre en esas regiones tiene profundas implicaciones para el resto del mundo. De ahí la importancia de la interacción con la comunidad internacional. Las políticas nacionales por sí solas no bastan.

## **ii) Países de mercados emergentes y en desarrollo**

Paso ahora a referirme a los mercados emergentes y los países en desarrollo.

### *Mercados emergentes*

Los mercados emergentes son hoy mucho más fuertes que en el pasado, habiendo recorrido un largo camino desde las crisis de los años ochenta y noventa, con tipos de cambio flexibles, un nivel más alto de reservas y una menor deuda externa. Durante los últimos cinco años, fueron ellos los que impulsaron la recuperación y mantuvieron a flote la economía mundial, aportando tres cuartas partes del crecimiento total.

El objetivo final de su transición es claro: alcanzar niveles de vida más cercanos a los de las economías avanzadas. Pueden lograrlo, pero en el camino se enfrentan a nuevos obstáculos. Su dinamismo se está desacelerando, siendo el crecimiento 2.5 puntos porcentuales más bajo que en 2010. En gran medida esa evolución refleja el giro del ciclo económico, pero en parte obedece también a impedimentos estructurales profundamente arraigados.

Estos países también se enfrentan a un contexto externo más difícil. En los últimos cinco años, hubo un abundante flujo de capitales hacia los mercados emergentes, en parte como resultado de la relajación de la política monetaria en las economías avanzadas. Tan solo las entradas de fondos por emisión de bonos aumentaron más de 1 billón de dólares estadounidenses, suma equivalente a más de 2 puntos porcentuales del PIB por año en el caso de los países receptores. Hoy, a medida que crece el nerviosismo de los mercados que perciben el fin del dinero fácil, esa marea de flujos financieros está comenzando a retroceder.

Esto, a su vez, deja al descubierto tensiones que eran menos visibles en épocas de bonanza, como las resultantes de las condiciones crediticias favorables y la creciente

deuda de las empresas. Según las estimaciones del FMI, la turbulencia en curso desde el mes de mayo pasado podría reducir el PIB entre 0.5 y 1% en los principales mercados emergentes. Algunos países, por supuesto, son más vulnerables que otros.

¿Qué significa todo esto para las políticas?

La prioridad inmediata es capear el temporal de la manera más suave posible. Debe permitirse que las monedas se deprecien. El suministro de liquidez puede contribuir a resolver las deficiencias del comportamiento de los mercados. Una relajación de la política monetaria también puede ser conveniente, aunque hay menos margen de maniobra en los países que sufren presiones inflacionarias, como Brasil, India, Indonesia y Rusia. Asimismo, no queda demasiado margen en muchos mercados emergentes para recurrir a la política fiscal, dados los altos niveles de deuda y de déficit.

Algunos países también deben derribar viejas barreras que traban el crecimiento a largo plazo, avanzando con la inversión en infraestructura en lugares como India y Brasil, profundizando los mercados financieros y abriendo sus regímenes comerciales.

En ese orden de cosas, China debe seguir avanzando hacia un sendero de crecimiento basado menos en el crédito —que este año llegó al 180% del PIB— y más en una mayor productividad, mayores ingresos y un mayor consumo. Esto supone liberalizar las tasas de interés, reforzar la supervisión del sector financiero, abrir los sectores protegidos a la iniciativa privada y fortalecer más la red de protección social.

Esta transición de los mercados emergentes no será rápida ni fácil. Probablemente estos países pasarán el resto de la década ajustándose a la nueva realidad. Como parte de ese ajuste, es necesario que sigan cooperando, entre ellos y con otros países. También en este caso la colaboración internacional es el único camino.



### *Países de bajo ingreso*

Lo mismo cabe afirmar respecto de los países de bajo ingreso, que también están en un profundo proceso de transición. En muchos casos, los países en desarrollo de ayer están en condiciones de convertirse en las economías de vanguardia de mañana.

África subsahariana es actualmente la segunda región más dinámica del mundo después de los países en desarrollo de Asia, y está cada vez más cerca de ser el corazón de la economía mundial. Las tasas de crecimiento registradas en los últimos años se han ubicado en torno al 5 por ciento.

Su transición, sin embargo, no está exenta de riesgos. Los países de bajo ingreso se encuentran entre la *espada* de los países avanzados y la *pared* de los mercados emergentes. Una mayor fragilidad en estas últimas regiones significa mayor fragilidad en los países de bajo ingreso.

Por ello, estos países deben tomar medidas, acumulando un nivel suficiente de reservas externas y fiscales para utilizarlas cuando sea necesario, incluso movilizando más ingresos públicos. Por otra parte, deben hacer que el crecimiento sea más inclusivo, incrementando la inversión pública y asegurando que todos tengan acceso a un nivel decente de atención de la salud, educación y financiamiento.

También en este caso el proceso de transición insumirá la mayor parte del próximo decenio y exigirá una interacción más profunda con la comunidad internacional y con organismos multilaterales como el FMI, así como su respaldo.

### *Países árabes en transición*

Hay otra transición más que debo mencionar: los países árabes y su actual búsqueda de una sociedad más abierta e inclusiva.

En esa región la transición económica está profundamente entrelazada con la transición social y política, y se ha convertido en un desafío cada vez más complejo. Gran parte de ese proceso es desgarrador. ¿Cómo podemos no sentirnos profundamente preocupados ante la tragedia de Siria, cuando tantas personas han perdido su vida o su hogar?

En ese contexto, debemos ayudarlos a seguir persiguiendo el objetivo de una reforma económica. Esto significa romper los intereses creados para que la energía del sector privado pueda liberarse para ayudar a crear empleo para todos aquellos que lo necesiten. También significa reducir el déficit fiscal, que oscila entre 5 y 15% en la región, pero a un ritmo adecuado y con el respaldo de financiamiento externo, para atenuar las penurias que enfrentan las personas comunes.

En muchos sentidos, ésta quizá sea la transición más compleja de todas, y probablemente será la más larga. Al igual que en los otros casos analizados, para tener éxito se deberá contar con el firme respaldo de la comunidad internacional. El FMI tiene un alto nivel de compromiso; estamos trabajando con Jordania, Marruecos y Túnez a través de acuerdos de financiamiento, y estamos en conversaciones con Yemen.

## **2. La transición en el sector financiero**

Hasta ahora me he referido a la primera de las grandes transiciones, la económica: para las economías avanzadas, los mercados emergentes, los países de bajo ingreso. Sin embargo, tal como expresé al comienzo, hay una segunda transición fundamental que se desarrolla en forma paralela: la del sector financiero mundial.

Conforme al antiguo modelo, el sector financiero asumió riesgos desproporcionados en su búsqueda de recompensas desproporcionadas, provocando una ruina de

magnitud desproporcionada, y desencadenando la crisis que hemos venido experimentando durante los últimos cinco años.

Desde entonces, la comunidad internacional lucha para construir algo mejor. No es una tarea fácil. Supone abandonar los viejos modelos y diseñar otros nuevos. Supone abordar los incentivos perversos de las empresas financieras y la falta de capacidad o de voluntad de las autoridades para actuar.

¿Cómo está marchando esta transición? Según la evaluación del FMI, sigue siendo una “misión aún no cumplida”.

Es cierto, hemos visto avances. Se están implementando normas de capital más estrictas, acordadas en el marco de Basilea III. Hay acuerdo acerca de las nuevas normas de liquidez, y planes para establecer un coeficiente de apalancamiento que mantenga bajo control la asunción excesiva de riesgos. Hemos avanzado en la identificación de las instituciones financieras de importancia sistémica —aquellas cuya caída acarrea las mayores secuelas a nivel mundial— y su sujeción a un estándar más alto en materia de regulación y resolución.

No obstante, los avances son aún demasiado lentos. Los frena la complejidad del tema, pero también las demoras y las divergencias entre los países.

Las demoras son verdaderamente un problema. Un motivo importante de preocupación es, por ejemplo, la falta de avance en el establecimiento de regímenes eficaces de resolución transfronteriza, de marcos y acuerdos que permitan disolver de manera ordenada las instituciones de importancia sistémica mundial y las infraestructuras de mercado.

Lo mismo sucede con la reforma de los mercados de instrumentos derivados, donde la falta de transparencia es todavía un enorme problema. Al final del año pasado, el

monto total de instrumentos derivados en circulación ascendía a 633 billones de dólares, de los cuales solo 24 billones de dólares se cotizaban en bolsas organizadas. Para una adecuada supervisión de las operaciones restantes se requiere que los países y los mercados implementen con celeridad las reformas acordadas en materia de derivados.

Otra zona de riesgo es la banca paralela, que atrae actualmente mucha actividad de mayor riesgo. En Estados Unidos de Norteamérica, el sector no bancario duplica hoy en tamaño al sector bancario. También en China, alrededor de la mitad de los nuevos créditos otorgados en lo que va del año han provenido del sistema bancario paralelo.

Ha habido cierto avance, con la adopción de principios para los fondos del mercado monetario y propuestas para regular los préstamos de títulos valores y los contratos de *repo*. Es cierto que la intermediación financiera no bancaria puede constituir una valiosa alternativa frente a los bancos para el otorgamiento de crédito, pero esta necesita más supervisión.

¿Y qué podemos decir de las divergencias? El problema en este caso es que cuando los países marchan en direcciones diferentes, el tejido que los une se rasga. Ya hemos visto alguna evidencia de discrepancias en los requisitos de capital. Países diferentes también han adoptado enfoques diferentes con respecto a las restricciones del modelo de negocios, tales como la regla de Volcker en Estados Unidos de Norteamérica.

Reunir y combinar todos estos elementos en un mundo globalizado plantea un sinnúmero de inconvenientes. Pero de todos modos es preciso lograrlo: nada menos que la estabilidad financiera mundial depende de ello.

Construir un nuevo sector financiero no es una tarea que compete solamente a las autoridades. También es responsabilidad de la industria financiera.

Sabemos que cuando las arenas se mueven también lo hacen los modelos de negocios, a veces de forma impredecible. Las nuevas reglas están cambiando la economía de la banca. Por ejemplo, algunos grandes bancos podrían abandonar el negocio de financiamiento de proyectos o de infraestructura, o el de los préstamos hipotecarios, y sus huellas geográficas podrían desplazarse considerablemente.

Es preciso tomar todo esto en cuenta al diseñar el nuevo marco. Sin embargo, lo que importa en definitiva es que el sector financiero se mantenga concentrado en su verdadero propósito: servir a la economía real, financiando la inversión y la innovación que nos permiten avanzar.

Esta transición también llevará tiempo. Puede ser administrada, solo si todas las partes se unen en torno a objetivos compartidos. Esto significa que la industria y los reguladores acepten la responsabilidad compartida del bien público. Significa que los países actúen al unísono, de modo que el nuevo marco financiero se asemeje más a un mosaico de colores armónicos que a un mero choque de colores discordantes.

Significa que haya colaboración internacional.

### **Conclusión: La ayuda mutua es la mejor forma de autoayuda**

Para concluir, quisiera señalar que en cada una de las dos grandes transiciones a las que me he referido —la económica y la financiera— la comunidad internacional se enfrenta a un desafío común: garantizar que todos puedan ganar con la globalización y prosperar en un mundo cada vez más interconectado.

La crisis financiera mundial ha hecho que muchos dejen de creer en las virtudes de mantener una actitud de apertura y compromiso con el mundo. Gestionar bien estas transiciones es la mejor manera de demostrar los beneficios de estar interconectados:

a través del comercio, de finanzas adecuadamente reguladas y de un crecimiento más equitativo.

Esto puede lograrse solo si los países trabajan juntos, con la sincera convicción de que la ayuda mutua es la mejor forma de autoayuda. Como se dice en latín, *pro omnibus et singulis*: para todos y para cada uno.

Tal como expresé al comienzo, esa es precisamente la función del FMI. Nuestra tarea es ayudar a los países a gestionar la transición, y ayudar al mundo a resolver los problemas comunes con un propósito común. Ya lo hemos hecho antes: por ejemplo, cuando contribuimos a llevar a cabo la transición mundial tras la Segunda Guerra Mundial, y nuevamente después de la Guerra Fría.

Ahora el mundo está en proceso de transición hacia la nueva economía mundial del siglo XXI: la economía *de ustedes*, el siglo *de ustedes*. En este mundo, la cooperación será más necesaria que nunca antes, lo que significa que el FMI tendrá colaborar más que nunca antes.

Comencé citando a Emerson, un estadounidense; permítanme ahora concluir citando a un francés, Albert Camus, que alguna vez dijo: “No camines delante de mí, puedo no seguirte. No camines detrás de mí, puedo no guiarte. Camina a mi lado y sé mi amigo”.

Así es como veo yo al FMI: no llevando la delantera, no siguiendo detrás, sino ayudando.

Muchas gracias.”

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/spanish/np/speeches/2013/100313s.htm>

## **Agenda global de políticas de la Directora Gerente (FMI)**

El 12 de octubre de 2013, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó la Agenda Global de Políticas de la Directora Gerente. A continuación se presenta el Resumen Ejecutivo.

### **Agenda global de políticas de la Directora Gerente, octubre de 2013**

#### **Resumen Ejecutivo**

En los últimos cinco años se han tomado muchas medidas para evitar lo peor y caer en una gran depresión. Si bien hasta hace poco tiempo la recuperación había sido decepcionante, hay indicios alentadores de que la actividad está afianzándose en las economías avanzadas. Para romper el ciclo de escaso crecimiento y turbulencias recurrentes en los mercados es necesario gestionar con cautela múltiples transiciones que ya están en curso; a saber, la normalización de las condiciones financieras mundiales, un giro en la dinámica del crecimiento mundial y el reequilibrio de la demanda mundial; y la conclusión de las reformas del sistema financiero internacional. Es preciso implementar reformas de mucho más alcance y lograr coherencia entre las políticas para abordar esos desafíos y evitar cinco años más de resultados decepcionantes en materia de crecimiento.

Las prioridades de política para el próximo período varían según los países:

- **Economías avanzadas:** Las políticas macroeconómicas deben seguir brindando apoyo, con un ajuste fiscal gradual anclado en planes creíbles a mediano plazo. Estados Unidos de Norteamérica debe elevar el tope de la deuda y acordar una hoja de ruta para el ajuste fiscal a mediano plazo, gestionar con cautela la normalización de las condiciones financieras y reforzar la supervisión adecuada de la banca paralela. La zona del euro necesita adoptar

más medidas para reducir la fragmentación financiera y abordar cuestiones relacionadas con la arquitectura de la unión, así como ejecutar reformas estructurales para reactivar el crecimiento. En Japón, el éxito de las reformas depende de que se lleve a cabo un ajuste fiscal de gran alcance a mediano plazo y de que se tomen medidas para vigorizar el crecimiento.

- **Economías de mercados emergentes:** Las respuestas de política a la reciente turbulencia financiera deben estar ancladas en políticas monetarias sólidas y creíbles. Se debe permitir que los tipos de cambio respondan a la evolución de las variables fundamentales, recurriéndose a las reservas para evitar un ajuste excesivo y desordenado. El proceso gradual de consolidación fiscal en los países con altos niveles de déficit y deuda debe continuar. La eliminación de los obstáculos estructurales, como los déficit de infraestructura y las barreras de entrada a los mercados, será crucial para garantizar un alto crecimiento en el futuro.
- **Países de bajo ingreso:** Si bien el crecimiento se ha mantenido en la mayoría de los países, los riesgos mundiales a la baja apuntan a la necesidad de aplicar políticas macroeconómicas proactivas. Es prioritario reforzar las reservas internacionales y mantener el espacio fiscal a nivel interno. También se requieren medidas en numerosos frentes para promover un crecimiento inclusivo.
- **A nivel mundial:** Para resolver los desequilibrios externos remanentes es necesario subsanar los desfases entre las políticas en las grandes economías. Deben completarse las reformas pendientes en el ámbito de la regulación para garantizar la transición del sistema financiero mundial a condiciones más seguras.



El FMI asistirá a los países miembros a avanzar hacia la consecución de estos objetivos. Ofrecemos un foro de características únicas para el análisis, el diálogo y la cooperación en materia de políticas a escala multilateral, sobre temas como los efectos de contagio, los desequilibrios mundiales y la combinación de políticas, y brindamos asesoramiento focalizado sobre políticas y fortalecimiento de las capacidades en los países miembros. Además, el FMI ha ampliado su capacidad para ofrecer respaldo financiero a través de diversos servicios. Sin embargo, para preservar nuestra solidez y credibilidad financiera, es fundamental avanzar con celeridad en la reforma del sistema de cuotas y la estructura de gobierno de la institución.

**Fuente de información:**

<http://www.imf.org/external/spanish/np/pp/2013/101213bs.pdf>

### **¿Surfeando la ola? (BBVA Research)**

El 22 de septiembre de 2013, la sección de Análisis Económico de BBVA Research publicó el artículo ¿Surfeando la ola?, a continuación se presenta el contenido.

#### **Las causas de la crisis ni surgieron súbitamente hace cinco años ni se han corregido aún**

Los cinco años transcurridos desde la quiebra de Lehman Brothers y los cuatro desde la primera recesión global de la que hay medida fehaciente invitan a hacer un balance que, de un primer vistazo, parece positivo. Las perspectivas de crecimiento para 2014 se mantienen o mejoran en las economías más desarrolladas, al incorporarse a ese optimismo el área del euro tras un año de calma en los mercados y un trimestre de sorpresas positivas en actividad. Mientras tanto, algunas economías emergentes (asiáticas, fundamentalmente) parecen estar ralentizando el deterioro cíclico de la primera mitad de 2013. Estos mercados también están resistiendo la volatilidad derivada de la incertidumbre sobre las perspectivas de evolución de la liquidez global, que ha sacudido flujos de capital y valoraciones de activos.

Sin embargo, no se pueden echar las campanas al vuelo, pensar que la recuperación está aquí y que basta con surfear la ola cíclica y todo será como antes de la crisis. Y eso no solo porque la Reserva Federal acabe de mostrar su preocupación por el impacto en el crecimiento de Estados Unidos de Norteamérica del tensionamiento de las condiciones financieras. Y es que todavía hoy el área del euro sigue sin recuperar el nivel de actividad previo a la crisis de 2009, algo que solo se lograría en 2015 según las previsiones de BBVA Research.

Las causas que llevaron a la Gran Recesión ni surgieron súbitamente ni se van a desvanecer igual. El ritmo de aumento y el nivel de la deuda acumulada por hogares y empresas a lo largo de la década pasada eran objetivamente muy elevados en las economías más avanzadas y, a la postre, resultaron insostenibles. Aún hoy son pocas las economías desarrolladas que han emprendido un decidido desapalancamiento de su sector privado y menos aún aquellas en las que el desendeudamiento no ha venido de la mano de una prolongada recesión. Además, al final del proceso de “re-regulación” financiera en el que estamos inmersos a nivel global seguramente el nivel sostenible de deuda en los balances de los agentes económicos será menor que antes de la crisis, lo que augura un proceso de ajuste todavía duradero.

También en lo que se refiere a las economías emergentes hay interrogantes sobre su ritmo de crecimiento futuro. La mejora de su entorno institucional, la ortodoxia de sus políticas económicas y, en definitiva, el mayor papel del mercado en la asignación de recursos disminuyen el riesgo de ajustes como los de décadas pasadas.

Sin embargo, en un escenario financiero global que se adivina menos laxo, el crecimiento de áreas necesitadas de entradas de capital puede verse afectado.

**Fuente de información:**

[http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/130922\\_prensa\\_espana\\_EIPais\\_JC\\_tcm346-403042.pdf?ts=2592013](http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/130922_prensa_espana_EIPais_JC_tcm346-403042.pdf?ts=2592013)

## ¿Es el final de la convergencia? (Project Syndicate)

El 3 de octubre de 2013, la organización Project Syndicate (PS) publicó los comentarios de Kemal Dervis<sup>3</sup> en torno al crecimiento y evolución económica de los países emergentes. A continuación se presenta la información.

Hasta hace poco, existía un amplio consenso sobre que el presente siglo iba a ser el siglo de los países emergentes. Sin embargo, la reacción de los mercados financieros a la advertencia de que en el mes de mayo la Reserva Federal de Estados Unidos de Norteamérica podría reducir sus políticas monetarias no convencionales llevó a muchos analistas a cuestionarse sobre la velocidad del crecimiento de los mercados emergentes. En las Reuniones Anuales del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Grupo del Banco Mundial (BM) que se celebran este mes, las perspectivas de los países emergentes serán un tema de acalorado debate.

Hasta mediados de 2013, el FMI y el Banco Mundial habían proyectado que las tasas de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) per cápita agregado para los países emergentes y en desarrollo (los EMDEVs, por su denominativo en inglés) en el transcurso de los próximos años iban a ser casi tres puntos porcentuales más altas que las tasas de los países desarrollados del mundo. La mayoría de los comentaristas esperaban que una diferencia sustancial en el crecimiento per cápita fuera a continuar después de esta década, y ellos únicamente discrepaban en la magnitud de la ventaja en el crecimiento de los países emergentes.

Las estimaciones de Arvind Subramanian sobre China, y las de Uri Dadush para los EMDEVs de manera más general, representan el rango superior de estas proyecciones. Otros, como Dani Rodrik, siempre han sido más cautelosos, argumentando que la mayor parte del crecimiento rápido del pasado en los principales

---

<sup>3</sup> Kemal Dervis, fue ministro de Asuntos Económicos de Turquía y Administrador del Programa de Desarrollo de las Naciones Unidas (PNUD), actualmente es vicepresidente de la Institución Brookings.

EMDEVs se debió a un período de crecimiento tecnológico para “dar alcance” en el sector manufacturero, que fue llegando a sus límites, y no podría ser fácilmente extendido al vasto sector de servicios u otras partes de las economías en desarrollo.

Lo que al final de cuentas ocurrió después del anuncio del Presidente de la Reserva Federal, sobre que la ésta pudiese “disminuir paulatinamente” antes de finales de 2013 su política de flexibilización cuantitativa —es decir su compromiso abierto con las compras mensuales de activos a largo plazo por un valor de 85 mil millones de dólares— fue una “mini crisis”. Los mercados de valores y divisas de muchas economías emergentes recibieron un duro golpe, y rápidamente los titulares comenzaron a anunciar el fin del auge de los mercados emergentes.

Sin duda, muchos de los valores de los activos de los mercados emergentes han recuperado terreno desde aquel momento, y en septiembre la Reserva Federal cambió de opinión acerca de la inminencia de la “diminución paulatina” de la flexibilización cuantitativa (QE). Pero el estado de ánimo había cambiado, y la proyección “promedio” de las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes se ha desplazado. Los economistas latinoamericanos están especialmente pesimistas. Después de revisar y disminuir en julio sus proyecciones de crecimiento para los países emergentes, el FMI está a punto de hacerlo de nuevo (aunque sólo de forma moderada) de manera previa a las Reuniones Anuales.

¿Se puede decir que los eventos recientes significan que la “convergencia” se acaba?  
¿Está el mundo retornando hacia un patrón de crecimiento en el que la diferencia porcentual entre los niveles de ingreso en el agregado “Norte” y “Sur” no disminuye?  
O, ¿son las opiniones actuales sobre “el fin de la convergencia” solamente un reflejo de la sobrerreacción habitual de mercados financieros ya sea frente a las buenas o las malas noticias?

El futuro, por supuesto, es incierto. Sin embargo, sigo creyendo que la convergencia llegó para quedarse, a pesar de que no se irá a producir al extraordinario ritmo del período 2008-2012, cuando la crisis financiera global y las dificultades de la eurozona llevaron a retrasar el crecimiento en las economías avanzadas en especial. Lo que es probable que ocurra es un retorno al diferencial previo a la crisis: desde 1990 a 2008 (excluyendo la crisis financiera asiática del período 1997-1998), el agregado de crecimiento per cápita en el mundo emergente se ubicó alrededor de 2.5 puntos porcentuales más alto en comparación con los países avanzados. En el período 2008-2012, dicho diferencial se incrementó a más de cuatro puntos porcentuales. Ahora parece dirigirse a caer de nuevo a un nivel de alrededor de 2.5 puntos porcentuales.

China continuará dando cuenta por una gran parte del diferencial. Si bien el crecimiento anual de China pudiese disminuir a un 6 o 7%, bajando desde una tasa registrada de entre el 9 al 10% hasta el año 2010, el peso económico de China es cada vez mayor. Por otra parte, los países emergentes de Asia en su conjunto se han mantenido en una senda de convergencia, como también otros países lo han hecho, por ejemplo: Turquía, Colombia, Perú y Chile. La carrera para “dar alcance” tecnológico seguirá siendo el factor impulsor subyacente de la convergencia, más allá de las perturbaciones a corto plazo y los problemas temporales que la volatilidad del flujo de capitales pudiesen causar.

Por supuesto, los países “prudentes”, con pequeños déficit o superávit en cuenta corriente, serán mucho más inmunes a las perturbaciones temporales. Las economías diversificadas también tienen la tendencia de encontrarse en mejor posición en comparación a los exportadores de bienes primarios. Por otra parte, los países que invierten el 25% o más de su ingreso nacional serán capaces de crecer más rápido que los que tienen niveles bajos de ahorro e inversión —incluyéndose entre este último grupo muchos países en América Latina—. Asia crecerá más rápido, debido a que está acumulando capital físico y humano más rápidamente, lo que no solamente

aumenta la producción de manera directa, sino que también facilita el progreso tecnológico y la diversificación del tipo que Ricardo Hausmann y César Hidalgo identifican como la clave para el crecimiento sostenido.

La convergencia no se ha apoderado de todos los EMDEVs; no obstante, ya ha cambiado la naturaleza y la estructura de la economía mundial, en particular en términos de la tradicional división entre Norte y Sur, y continuará haciéndolo. Las tendencias de crecimiento agregado se han desacoplado, aunque los ciclos dentro de estas tendencias están correlacionados, debido a la globalización financiera y las interdependencias en el comercio internacional. Asimismo, una grave desaceleración en las economías emergentes podría llevar a otra marcada desaceleración en las economías avanzadas, por lo que el diferencial de crecimiento probablemente se mantendrá relativamente estable, al menos en cuanto a los datos anuales.

El crecimiento a largo plazo está determinado por la habilidad de acumular capacidades tecnológicas e institucionales y la calidad de las políticas nacionales. En las últimas dos décadas, muchos países emergentes, entre ellos algunos de los más grandes, han obtenido buenos resultados en este sentido. Sus esfuerzos seguirán siendo la base para la convergencia a nivel mundial.

No debemos permitir que las numerosas excepciones o las preocupaciones temporales de los mercados financieros oscurezcan esta realidad subyacente.

**Fuente de información:**

<http://www.project-syndicate.org/commentary/why-emerging-economies-will-continue-to-grow-faster-than-developed-economies-by-kemal-dervi/spanish>

## **España sale de la recesión, pero no de la crisis (WSJ)**

El 24 de septiembre de 2013, el periódico *The Wall Street Journal* (WSJ) presentó la nota “España sale de la recesión, pero no de la crisis”. A continuación se presenta la nota.

España salió de un período de dos años de recesión en el tercer trimestre, dijo el Presidente del Gobierno Español, aunque afronta un prolongado lapso de austeridad y de dolorosos ajustes antes de que pueda recuperar el paso y devolver el trabajo a más de 6 millones de desempleados.

“España ha salido de la recesión; no de la crisis”, dijo el Presidente de España, en una entrevista con *The Wall Street Journal*, en la que habló con cautela de algunas de las medidas estructurales y presupuestarias más enérgicas de la zona euro. “El reto ahora es conseguir una recuperación vigorosa que nos permita generar empleo”.

Los comentarios del Presidente de España reflejan una postura más amplia entre los líderes europeos de que finalmente se está superando una crisis que ha azotado al continente durante cinco años. Los costos financieros de España y otros países de la periferia de la zona euro han caído durante el último año, y el bloque de 17 países registró un débil repunte en el segundo trimestre.

Al mismo tiempo, el Presidente de España dijo que espera que la relajación de la crisis no frene el movimiento del bloque económico hacia una mayor integración política y financiera, un proceso que ayudaría a los países con problemas, como España, al poner la fortaleza financiera del bloque como red de seguridad para los bancos de la región.

El líder del conservador Partido Popular expresó su apoyo a una Europa más cohesionada en una llamada telefónica a la canciller alemana, a la que felicitó por una “magnífica” victoria en las elecciones alemanas del domingo.

España ha sido un caso de estudio en Europa de si las medidas de austeridad y reformas estructurales, una agenda defendida vigorosamente por la canciller alemana, pueden salvar a las economías más débiles en materia fiscal.

España, la cuarta economía del bloque después de Alemania, Francia e Italia, se derrumbó en 2008, con la explosión de la burbuja inmobiliaria, llevándose por delante buena parte del sector bancario y generando dudas sobre la solvencia del país. El Producto Interno Bruto (PIB), que repuntó ligeramente en 2010 y 2011, se ha contraído 7.5% en los últimos cinco años.

Durante la entrevista en el Palacio de la Moncloa, la residencia oficial del Presidente del Gobierno de España desde 1977, el Presidente dijo que la medicina está funcionando. “Yo lo que veo es una buena senda”, manifestó. Los costos laborales se han reducido, las exportaciones están aumentando y el déficit de cuenta corriente, que llegó a 10% del PIB cuando el crédito fácil infló la burbuja inmobiliaria, se ha transformado en superávit.

Sin embargo, la recuperación real no llegará, reconoció el Presidente Español, hasta que los españoles comiencen a aumentar el gasto, los precios de la vivienda toquen fondo y se estabilice la deuda externa del país. Aún así, el Presidente Español dijo que el consumo se ha estabilizado en los dos últimos meses, tras caer desde que comenzó la crisis.

Los bancos españoles son “más transparentes, más solventes y mejor capitalizados” desde que el sector recibió un rescate de 41 mil 300 millones de euros (56 mil millones de dólares) de la Unión Europea. El Presidente Español espera una



evaluación de la Unión Europea y otros acreedores en noviembre, pero añadió: “A fecha de hoy, si yo tuviera que decirle algo, le diría que creo que España no va a necesitar continuar en el 2014 en esta situación (de rescate)”.

El PIB de España habrá crecido entre 0.1 y 0.2% frente al trimestre anterior en el lapso que finaliza el 30 de septiembre, dijo el Presidente Español, lo que sería la primera confirmación oficial de que la economía ha vuelto a expandirse. Eso equivaldría a un crecimiento anualizado de entre 0.4 y 0.8%. La economía española avanzará entre 0.5 y 1% el próximo año, dijo, lo que permitiría empezar a crear empleos de manera sostenida.

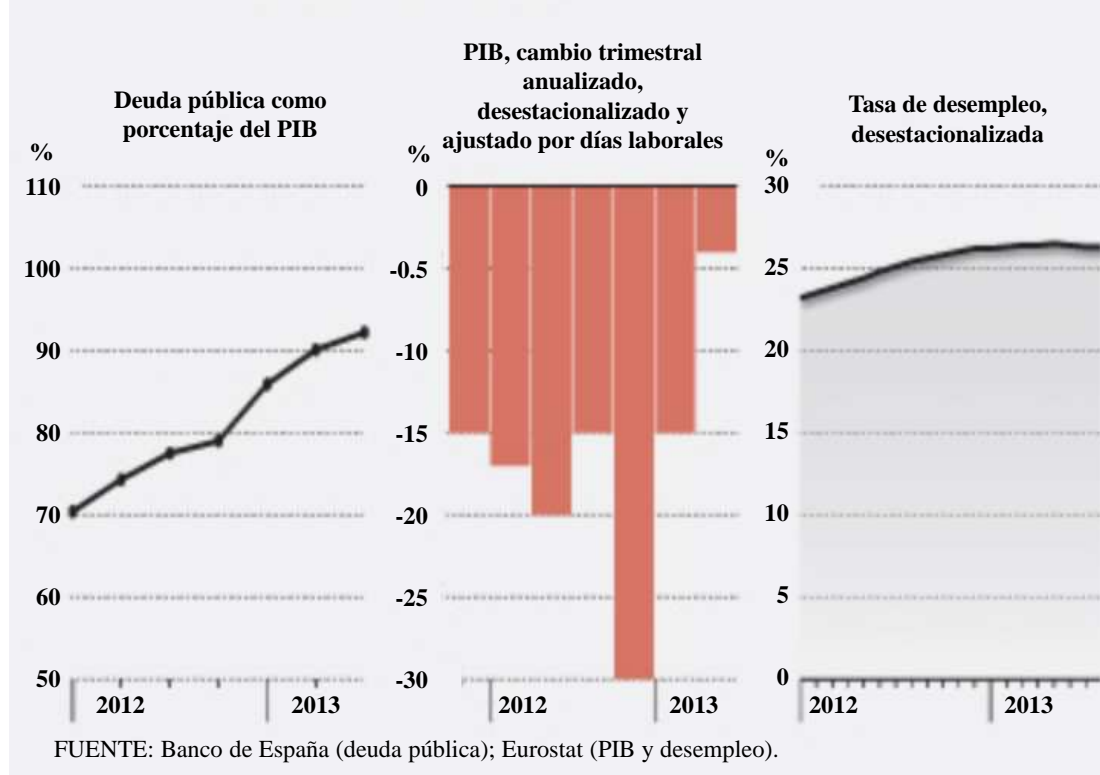
“No me atrevo a especular”, indicó, en referencia a cuánto tiempo llevará reducir la tasa de desempleo de España del 26.3%, la más alta de la zona euro después de la de Grecia.

La reforma laboral del año pasado facilitó a las empresas contratar y despedir trabajadores, y el Presidente de España dijo que estos cambios serán suficientes para impulsar el crecimiento del empleo en el segundo semestre del próximo año. Sin embargo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) cree que la creación de empleo será “limitada” sin una mayor flexibilización del mercado laboral. El Presidente de España dijo estar abierto a nuevas modificaciones.

La presión financiera sobre España se ha relajado en el último año, desde que el Banco Central Europeo se comprometió a comprar bonos a gran escala si fuera necesario para evitar que los países de la zona euro con problemas cayeran en cesación de pagos de su deuda. Este respaldo ha ayudado a reducir en más de la mitad la prima de riesgo que exigen los inversionistas por comprar deuda española.

### BAJO LA BATUTA DEL PARTIDO POPULAR

Veintiún meses después de que el Presidente de España empezara su primer término como Presidente del gobierno, la economía española muestra señales de estabilización y el desempleo ha empezado a bajar. Aun así, todavía quedan muchos desafíos:



#### Fuente de información:

[http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303759604579093842313961938.html?mod=WSJS\\_inicio\\_MiddleSecond](http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303759604579093842313961938.html?mod=WSJS_inicio_MiddleSecond)

## La victoria pírrica de Ángela Merkel (Project Syndicate)

El 7 de octubre de 2013, la organización Project Syndicate (PS) publicó los comentarios de George Soros<sup>4</sup> en torno a la victoria de Ángela Merkel y la supervivencia del euro. A continuación se presenta la información.

En lo que concierne a Alemania, el drama de la crisis del euro es asunto terminado. Apenas fue tema de discusión durante la reciente campaña electoral. La Canciller alemana hizo lo que había que hacer para asegurar la supervivencia del euro, y lo hizo al menor costo posible para Alemania, hazaña que le valió el apoyo de los alemanes proeuropeístas y de aquellos que confían en que ella proteja los intereses alemanes. Como era previsible, obtuvo una victoria resonante para la reelección.

Pero ha sido una victoria pírrica. La situación actual de la eurozona no es ni tolerable ni estable. Es lo que los economistas ortodoxos llamarían un equilibrio inferior. Por mi parte, prefiero llamarlo una pesadilla. Una pesadilla que está provocando una tremenda cuota de sufrimiento y que se podría evitar fácilmente con solo exponer los errores conceptuales y los tabúes en los que se sostiene. Pero el problema es que el sufrimiento es para los países deudores, mientras que los errores conceptuales y los tabúes son de los acreedores.

Por ejemplo, tomemos el caso de los eurobonos. Es un concepto que para Merkel es tabú, pero sin embargo, sería la solución obvia para la causa raíz de la crisis del euro: el hecho de que la adopción de una moneda común expuso a los países miembros al riesgo de impago sobre sus deudas.

Normalmente, los países desarrollados nunca caen en cesación de pagos, ya que para evitarlo les basta emitir moneda. Pero cuando los países miembros de la eurozona

---

<sup>4</sup> George Soros es Presidente de Soros Fund Managment y Presidente de la Open Society Foundations. Pionero en la industria de fondos de cobertura, es el autor de muchos libros, incluyendo “La alquimia de las finanzas” y “El nuevo paradigma para los mercados financieros: la crisis crediticia de 2008 y lo que significa”.

cedieron esa atribución a un banco central independiente, se colocaron en la misma posición que cualquier país en desarrollo que pide prestado en divisa extranjera. Hasta que estalló la crisis, ni las autoridades ni los mercados se dieron cuenta de ese problema, lo que da testimonio de la falibilidad de unos y otros.

Al momento de la introducción del euro, las autoridades declararon que los títulos de deuda pública de los países miembros eran totalmente seguros. Los bancos comerciales podían invertir en ellos sin necesidad de apartar reservas de capital, y en la ventana de descuento del Banco Central Europeo (BCE) se los aceptaba sin hacer distinciones entre ellos. Esto creó para los bancos comerciales un incentivo perverso a comprar títulos de deuda de los países *más débiles* para ganar lo que a la larga no fueron más que algunos puntos básicos, conforme los diferenciales de tipo de interés fueron convergiendo casi hasta cero.

Pero la convergencia de los tipos de interés provocó divergencia económica. Mientras los países más débiles experimentaban auges en el mercado inmobiliario, el consumo y la inversión, Alemania, atada al lastre del costo fiscal de la reunificación, tuvo que adoptar medidas de austeridad e implementar reformas estructurales. Ese fue el origen de la crisis del euro, pero en aquel momento nadie lo advirtió (y todavía hoy, es algo que no se termina de comprender bien).

Convertir toda la deuda pública pendiente (con excepción de la de Grecia) en eurobonos sería, con diferencia, la mejor solución. No demandaría pagos de transferencias, ya que cada país seguiría siendo responsable de honrar sus deudas, y sometería a los países deudores a una disciplina de mercado más estricta que la de hoy, porque solamente podrían emitir eurobonos para refinanciar vencimientos de títulos anteriores: para tomar más préstamos, deberían hacerlo en su propio nombre, y los mercados castigarían el exceso de endeudamiento con tasas más altas.

Pero los eurobonos reducirían considerablemente el costo de financiamiento de los países endeudados y contribuirían en gran medida a volver a crear condiciones parejas en la eurozona. La calificación crediticia de Alemania no correría peligro, porque los eurobonos seguirían siendo mejores que los bonos emitidos por otros países importantes.

La emisión de eurobonos no resolvería las disparidades en materia de competitividad (los países de la eurozona aún tendrían que emprender sus propias reformas estructurales), pero sí remediaría el principal error de diseño del euro. Cualquier otra alternativa es inferior, ya que o bien implica transferencias, o bien perpetúa las disparidades entre los miembros de la eurozona, o ambas cosas. Y sin embargo, debido a la oposición de Merkel, no se puede ni hablar de eurobonos.

Grecia es también víctima de los errores conceptuales y los tabúes de sus acreedores. Todos saben que su deuda es impagable, y la mayor parte de esa deuda la tiene con organismos oficiales: el BCE, otros países de la eurozona o el Fondo Monetario Internacional. Ahora, tras arduos esfuerzos, por fin Grecia está cerca de anunciar un superávit primario. Si Grecia obtuviera de sus acreedores oficiales una condonación de deuda, con la condición de cumplir los requisitos impuestos por la troika (el BCE, la Comisión Europea y el FMI), los capitales privados volverían a fluir y la economía griega podría recuperarse en poco tiempo.

Puedo decir por experiencia propia que tan pronto como Grecia se librara del peso de la deuda, los inversionistas acudirían en tropel a invertir en ella. Pero los organismos oficiales no pueden cancelar la deuda de Grecia, porque eso supondría violar varios tabúes, especialmente en el caso del BCE.

Sería bueno que Alemania recuerde que ella misma fue beneficiada con cancelaciones de deuda tres veces a lo largo de su historia. La primera, con el plan Dawes de 1924, por el que se escalonaron los pagos de las reparaciones de guerra que Alemania debía

por la Primera Guerra Mundial. La segunda, el plan Young de 1929, que redujo esa misma deuda y extendió generosamente el plazo de pago. Y después de la Segunda Guerra Mundial, el plan Marshall, por el que Alemania también obtuvo cancelación de deudas.

Es evidente que la insistencia de los franceses en que Alemania pagara onerosas indemnizaciones después de la Primera Guerra Mundial preparó el terreno para el ascenso de Hitler. En Grecia se está dando un fenómeno similar con el surgimiento del partido neofascista Amanecer Dorado.

Estos dos ejemplos bastan para justificar mi descripción de la crisis del euro como pesadilla. Y es una pesadilla a la que solamente Alemania puede poner fin, ya que es el país con la mejor calificación crediticia y posee, con diferencia, la economía más grande y más fuerte, lo que la pone en una situación dominante.

Por el recuerdo de su historia reciente, Alemania no quiere que se la encasille en el papel de potencia hegemónica; la situación actual no es obra de algún plan siniestro de los alemanes. Pero Alemania no puede eludir las responsabilidades y obligaciones que ese papel entraña. Debe actuar como un poder hegemónico benigno. Ello le valdría la eterna gratitud de los países que en este momento le están subordinados, así como el Plan Marshall valió a Estados Unidos de Norteamérica la gratitud eterna de Europa. Entiendo que desaprovechar esta ocasión puede llevar a la desintegración y tal vez al derrumbe de la Unión Europea.

Por supuesto, ha habido muchos países que también vivieron pesadillas y las superaron. Pero la Unión Europea no es un país, sino una asociación todavía incompleta de estados soberanos, y sería incapaz de sobrevivir una década o más de estancamiento. El fracaso del proyecto europeo no beneficiaría a Alemania y dejaría a los europeos peor que antes de emprenderlo.

Para cualquier dirigente político es muy difícil hacer un giro de 180 grados, pero los procesos electorales crean oportunidades para el cambio. En este caso, lo mejor sería que el próximo gobierno de Merkel designe una comisión de expertos independientes que evalúe las opciones disponibles, dejando a un lado viejos tabúes.

**Fuente de información:**

<http://www.project-syndicate.org/commentary/on-angela-merkel-s-pyrrhic-victory-by-george-soros/spanish>

### **El acto de (re) equilibrio asiático (Project Syndicate)**

El 23 de septiembre de 2013, la organización Project Syndicate (PS) publicó el artículo “El acto de (re) equilibrio asiático”, elaborado por Lee Jong-Wha<sup>5</sup>. A continuación se presenta el contenido.

El rápido crecimiento económico de China indudablemente beneficia al resto de Asia. De hecho, la fuerte demanda china ha sostenido el crecimiento basado en las exportaciones de sus socios comerciales durante gran parte de las últimas tres décadas. Pero ahora, frente a la desaceleración china y sus significativos riesgos de baja, el resto de Asia debe abandonar la dependencia excesiva de sus estrategias de desarrollo orientadas a las exportaciones, para buscar un crecimiento estable y sostenible en los niveles local y regional.

Las vulnerabilidades y los riesgos chinos —derivados de burbujas inmobiliarias, la banca en la sombra y la deuda de sus gobiernos locales— han dado lugar a preocupaciones sobre una crisis no solo en ese país, sino también en las economías de sus vecinos asiáticos. Algunos, de hecho, predicen ahora un desastre bancario o fiscal

---

<sup>5</sup> Lee Jong-Wha, Profesor de Economía y Director del Instituto Asiático de Investigación de la Universidad de Corea, se desempeñó como Economista en Jefe y Jefe de la Oficina de Integración Económica Regional del Banco Asiático de Desarrollo y fue un alto asesor para asuntos económicos internacionales del ex presidente Lee Myung-bak de Corea del Sur.

chino, mientras que otros auguran un estancamiento en el largo plazo similar a las décadas perdidas del Japón.

Estos escenarios de “aterrizaje forzoso” son extremos. Pero el camino que aguarda es accidentado e incierto. Nadie puede garantizar el éxito a los intentos del primer ministro por lograr el desapalancamiento y la reforma estructural. Además, los shocks externos, los errores de política y la inestabilidad política podrían trastocar incluso los planes mejor diseñados.

En cualquier caso, el historial de crecimiento estelar chino no es sostenible. Incluso si China logra un “aterrizaje suave”, el crecimiento anual de su producto se reducirá al 5-6% en las próximas décadas. La teoría estándar del crecimiento predice la “convergencia” del Producto Interno Bruto (PIB) per cápita: un país con rápido crecimiento eventualmente tendrá dificultades para mantener elevadas tasas de movilización de la mano de obra, acumulación de capital y avance tecnológico.

En China, los insumos para el trabajo han caído como resultado de la menor fertilidad y un envejecimiento de la población. Las menores tasas de rendimiento reducirán las tasas de inversión. Es posible que China dependa de reformas políticas para impulsar el crecimiento de su productividad; pero con una capacidad innovadora relativamente baja, tendrá problemas para ponerse al día en términos tecnológicos.

La inevitable desaceleración del crecimiento chino, junto con un gran riesgo de eventos excepcionales, amenaza el crecimiento estable en las economías asiáticas cada vez más interdependientes. El comercio con Asia representa ahora más de la mitad del volumen del mercado del continente. Además, la inversión directa y los flujos financieros contribuyen aún más a la interdependencia económica.

El aumento del comercio intraasiático refleja el rol central de China en las redes de producción de Asia Oriental. Entre 2001 y 2011, la participación china en las



exportaciones surcoreanas se duplicó: pasó del 12 al 24%; su participación en las exportaciones japonesas creció aún más rápidamente, del 8 al 20%. En consecuencia, China se ha convertido en el mayor mercado para las exportaciones de Corea del Sur y en el segundo para las de Japón. También es el mayor socio comercial de los diez miembros de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN).

La profundización de la integración comercial y financiera de las economías asiáticas las ha tornado cada vez más vulnerables a los shocks de crecimiento chinos, especialmente en el caso de las economías exportadoras de productos básicos y bienes de capital. De hecho, un estudio del Banco Asiático de Desarrollo muestra que los shocks chinos producen efectos mayores y más prolongados sobre las economías asiáticas que los mundiales; un crecimiento del 1% en el PIB chino produjo un aumento de aproximadamente el 0.6% del PIB de Asia Oriental.

En términos de inversión, el Fondo Monetario Internacional (FMI) predice que los trastornos en la bonanza china de inversiones afectarán adversamente a sus socios comerciales. Se estima que una caída de un punto porcentual en la tasa de inversión china reduciría la tasa de crecimiento del PIB taiwanés en 0.9 puntos porcentuales y la coreana, en 0.6 por ciento.

Si China logra reequilibrar exitosamente su economía y desplazar la base de su crecimiento al consumo, sus socios comerciales podrían beneficiarse enormemente con su gigantesco mercado minorista. Pero mientras la participación de las importaciones en el consumo final chino se mantenga baja, los beneficios directos para los exportadores de bienes de consumo probablemente serán reducidos.

Mientras se preparan para la próxima desaceleración china y procuran minimizar el riesgo de desestabilización regional, las economías asiáticas deben fortalecer la demanda interna y reducir su excesiva dependencia de las exportaciones a China. En otras palabras, el crecimiento sostenible requiere que todas las economías asiáticas dependientes de China equilibren sus dos principales motores de crecimiento.

Para aumentar la demanda interna, Asia —China incluida— debe reasignar recursos y transformar estructuralmente su economía. Reforzar las redes de seguridad social, ampliar y profundizar los mercados financieros y apoyar a las pequeñas y medianas empresas también fortalecería la demanda interna. De igual manera, la liberalización en el sector de servicios resultará esencial para promover la productividad y crear empleo. En resumen, la implementación de reformas fiscales, financieras y estructurales puede mitigar los efectos de derrame de la desaceleración china.

Pero también debe abrirse un segundo frente de reformas, orientado a ampliar la coordinación regional. Ahora que los choques económicos pueden difundirse con una velocidad nunca antes vista, gracias a las ampliaciones de los canales comerciales y financieros, todos los países asiáticos deben mantener un entorno macroeconómico sólido.

Tal vez lo más importante: una integración regional más profunda requiere una cooperación más estrecha en la vigilancia macroeconómica y financiera, como fue imaginada por la Iniciativa Chiang Mai para la Multilateralización. Los países asiáticos deben ser capaces de implementar revisiones sinceras y bien coordinadas entre sí para reducir la probabilidad de riesgos y detectar vulnerabilidades emergentes.

El potencial de crecimiento de China en el largo plazo —y el del resto de los países asiáticos en desarrollo— no está predeterminado. Maximizarlo no solo requiere que cada país se ocupe de sus debilidades y reequilibre sus fuentes de crecimiento, también son necesarios la construcción y el fortalecimiento de las instituciones regionales que se precisan para gestionar la integración económica.

**Fuente de información:**

<http://www.project-syndicate.org/commentary/the-risks-for-asian-growth-from-china-s-slowdown-by-lee-jong-wah/spanish>

## **Brasil, una señal de alerta para el resto de los países emergentes (WSJ)**

El 9 de octubre de 2013, *Wall Street Journal* (WSJ) publicó el artículo “Brasil, una señal de alerta para el resto de los países emergentes”. A continuación se presenta el contenido.

Al igual que millones de brasileños pobres, Odete Meira da Silva se endeudó para agilizar su ascenso a la clase media durante el auge económico del país. La madre soltera compró una computadora, un televisor de pantalla plana y comenzó a construir una vivienda de cemento en el sur de São Paulo.

Las compras han terminado. La dueña de 56 años de un pequeño negocio ahora se aboca a un aspecto menos glamuroso: pagar las deudas. Después de que las facturas de su tarjeta de crédito excedieran lo que podía costear, redujo todos sus gastos y paralizó la construcción de su casa. Una escalera de concreto que asciende desde su sala de estar a un segundo piso sin terminar sirve como un recordatorio de su propio ascenso a medias por la escalera económica de Brasil. "Aún planeo terminar la casa, pero tendrá que hacerse poco a poco, quizás en tres años", señala, sentada en la sala, la única parte que alcanzó a completar antes de que se le acabara el dinero.

La mayoría de las personas considera a Brasil —uno de los principales productores de mineral de hierro y soya del mundo— un país pobre que depende casi por completo de las exportaciones de materias primas. Pero gran parte del reciente auge de la economía fue impulsado por compradores que aprovecharon que los créditos de consumo casi se duplicaran en cinco años para bordear los 600 mil millones de dólares.

Ahora, algunos de estos nuevos consumidores están dejando de pagar tarjetas de crédito cuyos intereses anuales pueden llegar a 80% o más. Ante la perspectiva de

afrontar más cesaciones de pago, los bancos son más cuidadosos antes de extender nuevos préstamos.

**SUBEN LAS CUENTAS: RELACIÓN ENTRE LA DEUDA DE LOS CONSUMIDORES Y EL PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB) DE BRASIL**



Nota: Los datos corresponden a agosto de cada año.  
FUENTE: Banco Central de Brasil y The Wall Street Journal.

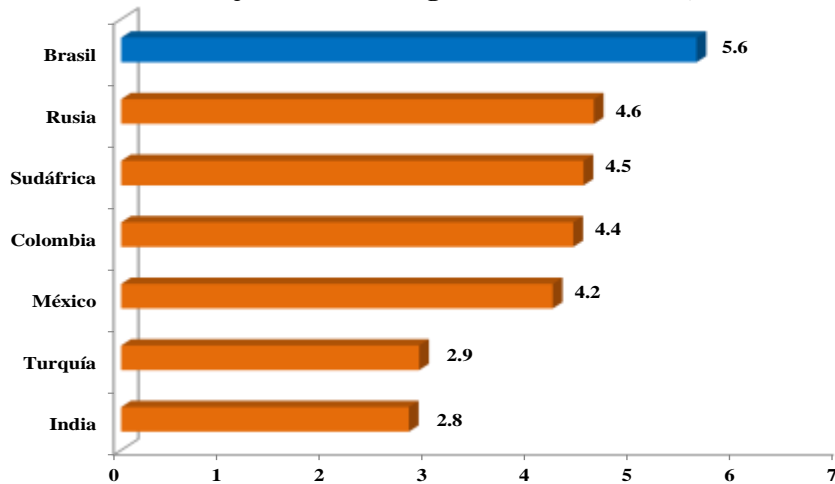
El consumo, por ende, está creciendo a su menor ritmo desde 2004. Eso agrava otros problemas, como la caída de las exportaciones a China y un bajón manufacturero causado por el fortalecimiento del real, que ya estaban desacelerando el crecimiento. Se prevé que Brasil se expanda 2.4% este año, frente al 7.5% alcanzado en 2010.

No es sólo un problema de dinamismo. El boom del consumo contribuyó a disparar la inflación a 6% conforme la demanda por productos superaba la habilidad de la economía de proveerlos. Esto ha obligado al banco central a subir las tasas de interés para controlar la inflación, lo cual podría disminuir el crecimiento aún más. Los economistas prevén que la entidad eleve su tasa de referencia, que ya está en 9%, en medio punto porcentual durante la reunión fijada para hoy.

### La fiesta del consumo

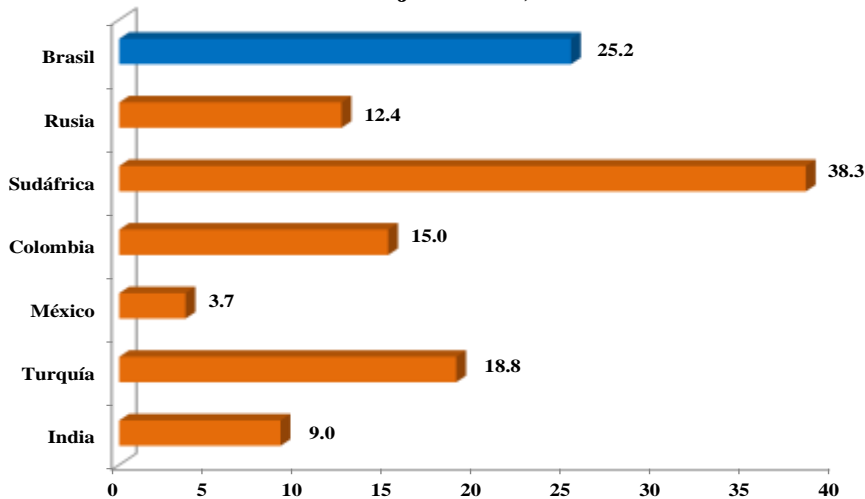
Millones de trabajadores en los países en desarrollo obtuvieron acceso al crédito en medio del crecimiento de sus economías. Ahora, el consumo se ha frenado en Brasil conforme las personas sufren para pagar sus deudas.

**LA FIESTA DEL CONSUMO: PRÉSTAMOS MOROSOS**  
**-Porcentaje del total otorgado a los individuos, 2012-**



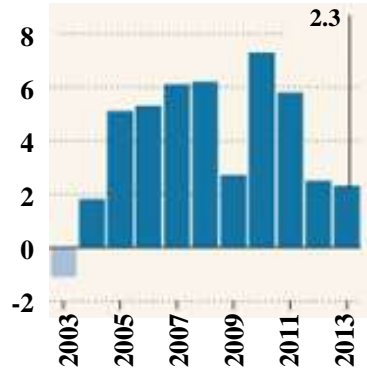
FUENTE: Fitch Ratings (cartera morosa, créditos de consumo); IBGE (consumo); FGV (clase media).

**LA FIESTA DEL CONSUMO: TOTAL DE CRÉDITOS DE CONSUMO**  
**-Porcentaje del PIB, 2012-**



FUENTE: Fitch Ratings (cartera morosa, créditos de consumo); IBGE (consumo); FGV (clase media).

**LA FIESTA DEL CONSUMO: CONSUMO DE LOS HOGARES BRASILEÑOS  
-Cambio porcentual interanual en el segundo trimestre de 2013-**



FUENTE: Fitch Ratings (cartera morosa, créditos de consume); IBGE (consumo); FGV (clase media).

**LA FIESTA DEL CONSUMO: BRASILEÑOS  
CONSIDERADOS DE CLASE MEDIA POR INGRESO  
MENSUAL FAMILIAR  
-Porcentaje-**



FUENTE: Fitch Ratings (cartera morosa, créditos de consume); IBGE (consumo); FGV (clase media).

Los problemas de Brasil son una señal de advertencia para otros mercados emergentes que han protagonizado uno de los acontecimientos económicos más atractivos de la última década: el ascenso de los consumidores de clase media.

Desde Brasil a Indonesia y Sudáfrica, un crecimiento acelerado sacó a millones de personas de la pobreza en los últimos 10 años y depositó a muchas de ellas en la clase

media, proporcionándoles por primera vez acceso al crédito. Aunque los economistas consideran la expansión del crédito como un fenómeno positivo, el caso de Brasil demuestra cómo un exceso de deuda puede descarrilar el crecimiento de la clase media.

La deuda de los hogares en Tailandia, por ejemplo, se disparó 88% entre 2007 y 2012. En Sudáfrica, los préstamos de consumo llegaron a casi 40% del PIB, mientras que los consumidores rusos gastaron casi 80% más en sus tarjetas de crédito en 2012 que el año previo. China, por su parte, está en medio de una ofensiva para incentivar el consumo.

De todos modos, los problemas del crédito de consumo en Brasil sobresalen entre las grandes economías en desarrollo. Este tipo de crédito creció a una tasa anual promedio de 25% en los cuatro años tras la crisis financiera global de 2008. Hasta junio de 2013, cerca de 5% de los préstamos de consumo brasileños acumulaban un retraso de 90 días, el doble de la tasa en India y más que en México, Sudáfrica y Rusia, según la calificadora Fitch Ratings.

"Todas estas personas han estado gastando más de lo que tienen, generando una ilusión de crecimiento económico", afirma una ejecutiva de Procon São Paulo, una agencia gubernamental que asesora a gente sobre cómo manejar o renegociar sus deudas.

Parte del problema, señalan algunos economistas, es que Brasil se centró demasiado en políticas para estimular el consumo en lugar de terminar puertos y carreteras que sirven para aumentar la productividad a largo plazo. Los brasileños compraron muchos televisores de pantalla plana, pero los puertos del país siguen tan atascados que algunos buques los pasan por alto en vez de esperar su turno.

Funcionarios brasileños dicen que atribuir los recientes problemas económicos a políticas mal diseñadas no tiene sentido. El ministro de Hacienda y otros funcionarios sostienen que Brasil es parte de una desaceleración global y que la situación sería peor sin las medidas para aumentar el consumo.

Pese a los problemas, no se prevé que Brasil vuelva a vivir las crisis que destruyeron la clase media en generaciones pasadas, aclaran los economistas. El total de préstamos pendientes de los bancos de Brasil, una cifra que abarca deuda de consumo y comercial, se ubica alrededor de 55% del PIB, una cifra baja para los estándares internacionales. Igualmente, los bancos están bien capitalizados y las reservas del banco central rondan los 372 mil millones de dólares, 10 veces más que hace una década.

Sin embargo, los temores generados por la deuda de consumo han provocado un replanteamiento sobre hasta dónde ascenderá la nueva clase media brasileña, y cuán rápido. El porcentaje del ingreso familiar dedicado a pagar deudas es inusualmente alto. En Brasil supera el 20%, según el banco central, mientras que en Estados Unidos de Norteamérica es de 10%, según la Reserva Federal.

Las ventas de autos son un ejemplo de cómo se gestó el auge crediticio. Los préstamos automotores crecieron más de tres veces entre 2004 y 2010, a unos 70 mil millones de dólares al año. Los bancos prestaban sin exigir un pago inicial, un concepto antes impensable en el país. "En un momento, vendía autos con financiamiento a 80 meses a personas que ganaban 500 dólares al mes", cuenta un gerente de ventas de un concesionario de Hyundai en un barrio de clase obrera en las afueras de São Paulo. "Sabía que no podían pagarlo".

Los líderes políticos se esforzaron para expandir el consumo, con la esperanza de cerrar la brecha entre ricos y pobres. Bajo la batuta del ex presidente Luiz Inácio Lula da Silva y su sucesora, Dilma Rousseff, el gobierno contrató a decenas de miles de



trabajadores y amplió la red de seguridad social. Subsidió la gasolina y la electricidad, y le indicó a los bancos que entregaran miles de millones en préstamos de consumo.

La estrategia ayudó a elevar los estándares de vida y alimentó el crecimiento. Pero las autoridades no lograron acompañarla con medidas para mejorar la productividad y el crecimiento a largo plazo, señalan muchos economistas.

En tanto, personas en su casa sin terminar en São Paulo deben encontrar formas de recortar sus gastos. Su familia apaga las luces y toma duchas cortas para ahorrar energía. De a poco, va pagando sus deudas. Pero se avecinan otros desafíos y conseguir un préstamo esta vez será más difícil. Silva no parece preocupada: "Creo que las cosas están mejorando", señala.

**Fuente de información:**

[http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304171804579124052093542222.html?mod=WSJS\\_inicio\\_MiddleTop](http://online.wsj.com/article/SB10001424052702304171804579124052093542222.html?mod=WSJS_inicio_MiddleTop)

### **El verdadero gigante de Latinoamérica (BBVA Research)**

El 6 de octubre de 2013, la sección de Análisis Económico de BBVA Research publicó el artículo “El verdadero gigante de Latinoamérica”. A continuación se presenta el contenido.

Cuál es el gigante económico de América Latina? La respuesta puede parecer obvia, pero la tendencia global hacia la formación de bloques económicos hace necesario que miremos más allá de las fronteras políticas. La Alianza del Pacífico (AP)—formada, por ahora, por Chile, Colombia, México y Perú— es una iniciativa que apuesta por una integración cada vez mayor, tanto comercial como financiera y de flujos de personas, y cuyos países ya tienen políticas económicas similares. Esto hace que sea cada vez más relevante ver a este bloque económico en su conjunto.

Desde este punto de vista, hay que tener en cuenta que los cuatro países que conforman la AP representan la sexta economía mundial, solo por detrás de Alemania y por delante de Rusia y Brasil. Más importante aún: será la cuarta economía que más contribuirá al crecimiento mundial en los próximos diez años, solo por detrás de China, India y Estados Unidos de Norteamérica. Es justo, pues, hablar de la AP como el verdadero gigante de Latinoamérica.

Pero el tamaño no lo es todo. También es importante el tipo de políticas que se espera que implementen. Y aquí la AP destaca también por su apuesta por la integración, no solo entre sus miembros sino también con la economía global. Los países de la Alianza son las economías emergentes que tienen un mayor número de acuerdos de libre comercio, incluyendo, en el caso de Perú y Chile, con las cuatro principales áreas económicas: Estados Unidos de Norteamérica, Unión Europea, Japón y China. Esto en contraposición, por ejemplo, a Brasil, que no tiene acuerdos de libre comercio con ninguna de ellas. También hay una apuesta clara por la apertura a la inversión directa extranjera (IDE). Los países de la AP están, de acuerdo con la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), entre los primeros lugares de la clasificación mundial de potencial para atraer a la IDE. Es cierto que la integración por el lado de flujos de cartera aún es incipiente, pero iniciativas como el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) tienen el potencial de crear una bolsa de valores con una capitalización similar a la de Brasil.

¿Cuáles son las perspectivas económicas de la AP a largo plazo? Hablamos de una región con un elevado crecimiento potencial, cercano al 6% en Perú y de alrededor del 5% en Colombia y Chile. En el caso de México, la agenda de reformas actual podría aumentar el crecimiento potencial en ese país hasta cerca del 4%. Esto significa un crecimiento potencial promedio para la AP cercano al 4.5% anual, superior al brasileño y casi el triple de lo que se espera para las economías desarrolladas. Aunque la región tiene aún desafíos importantes por delante (alta

informalidad, falta de infraestructuras, baja calidad de la educación) se ha ido avanzando en los últimos años en la dirección adecuada. Una apuesta decidida por reformas en esos ámbitos podrá aumentar aún más su ya alto crecimiento potencial.

**Fuente de información:**

[http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/131006\\_prensa\\_espana\\_ElPais\\_JR\\_tcm346-404723.pdf?ts=10102013](http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/131006_prensa_espana_ElPais_JR_tcm346-404723.pdf?ts=10102013)

**Observatorio Económico Europa (BBVA Research)**

El 10 de octubre de 2013, la sección de Análisis Económico de BBVA Research publicó el documento “Observatorio Económico Europa”, el cual se presenta a continuación.

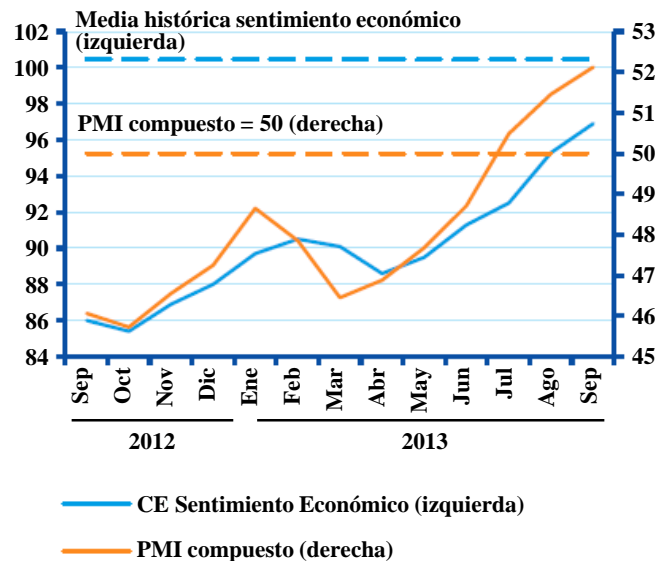
**La recuperación de la eurozona se mantiene en el tercer trimestre, pero algo más lenta****La mejora generalizada de la confianza en el tercer trimestre de 2013 no se ve reflejada en la misma medida en los indicadores reales****Los indicadores de confianza para el conjunto del tercer trimestre de 2013 muestran que la recuperación está en marcha, incluida la periferia**

Los indicadores de confianza para el conjunto del tercer trimestre muestran un panorama positivo, al apuntar hacia una mejora continuada de la actividad en el conjunto de la zona euro tras la ligera sorpresa al alza que supuso el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del 0.3% trimestral en el segundo trimestre de 2013 (BBVA Research: 0.2% trimestral). En particular, tanto los datos de la encuesta de la Comisión Europea (CE) como los Índices de Gerentes de Compra (PMIs por sus siglas en inglés) aumentaron significativamente y por encima de lo esperado tanto en julio como en agosto, siendo el aumento algo más moderado en septiembre. A pesar de las sorpresas positivas, el dato de septiembre podría estar sugiriendo que el ritmo de la recuperación en el conjunto del área del euro podría estar estabilizándose.

Los indicadores PMIs para la unión monetaria ya se encuentran por encima de los 50 puntos por tercer mes consecutivo (gráfica siguiente), y han alcanzado niveles que no se observaban desde el primer semestre de 2011, cuando el PIB crecía en media alrededor de un 0.4% trimestral. Por su parte, el indicador de sentimiento económico de la CE continuó con la mejora que viene registrando desde mayo y sólo se encuentra algo por debajo de su media histórica (0.3 desviaciones estándar, en términos negativos), apuntando a que la economía continuará creciendo a un ritmo sólo algo menor que su promedio histórico (0.4% trimestral). Además, la mejora de estos indicadores fue generalizada por sectores (gráfica: *UEM: Indicadores de confianza, sectores*), en línea con el crecimiento más equilibrado que ya se observó en el segundo trimestre, con la recuperación de las exportaciones dejándose notar ya en un mayor dinamismo de la demanda doméstica, sobre todo de la inversión.

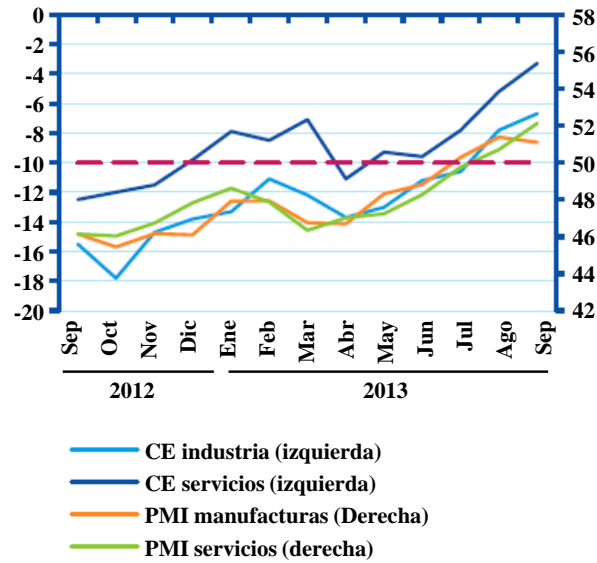
La mejora sustancial de los indicadores de confianza en los meses del tercer trimestre de 2013 sugiere que la recuperación gana impulso de manera generalizada por sectores.

#### UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA (UEM): INDICADORES DE CONFIANZA



FUENTE: Comisión Europea, Markit Economics y BBVA Research.

**UEM: INDICADORES DE CONFIANZA (SECTORES)**

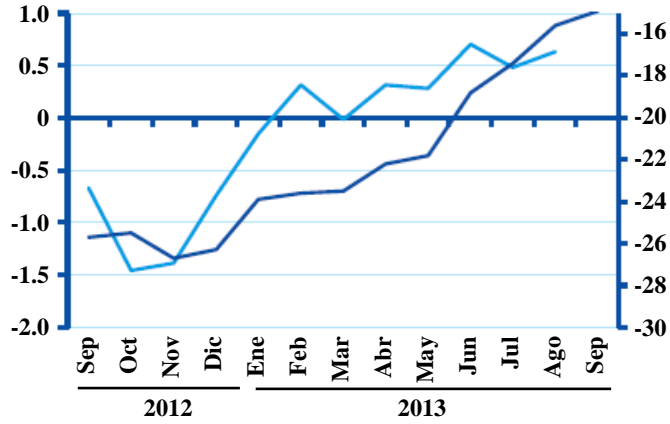


FUENTE: Comisión Europea, Markit Economics y BBVA Research.

Por países, la mejora de estos indicadores fue mayor en la periferia (gráficas: *UEM: consumo de los hogares* y *UEM: exportaciones*), que continuaron la tendencia ya observada en el segundo trimestre. En concreto, los PMIs de Italia y España ya alcanzaron los 50 puntos, y sugieren una cierta estabilización de sus economías o incluso un tímido crecimiento ya en el tercer trimestre.

Los indicadores cuantitativos, todavía limitados, apuntan hacia una mejora del gasto privado, mientras que las exportaciones continuarán apoyando el crecimiento.

**UEM: CONSUMO DE LOS HOGARES**

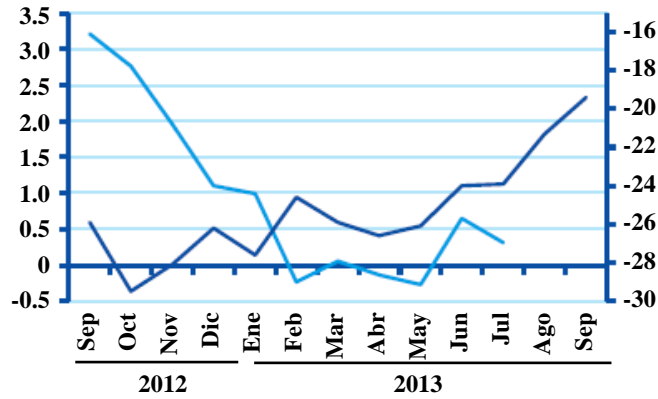


— Ventas al por menor (% media móvil 3 meses, izq.)

— CE confianza consumidor (nivel, derecha)

FUENTE: Eurostat, Comisión Europea y BBVA Research.

**UEM: EXPORTACIONES**



— Exportaciones balanza comercial (% media móvil 6 meses, izquierda)

— CE pedidos exteriores (nivel, derecha)

FUENTE: Eurostat, Comisión Europea y BBVA Research.

**Los indicadores de actividad, todavía muy limitados, no muestran señales tan positivas, más en línea con una débil y lenta salida de la recesión**

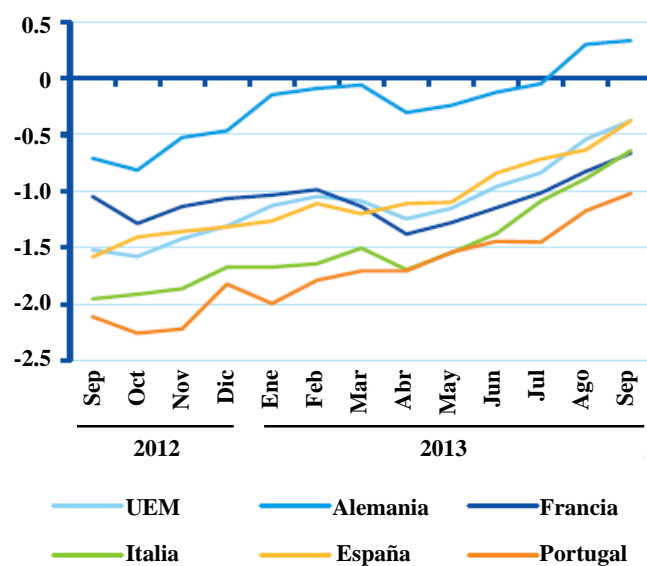
Las señales más preocupantes proceden de la caída registrada en la producción industrial en julio (1.5% mensual), que compensó el tímido avance de finales del segundo trimestre y supone un empeoramiento de la actividad respecto a ese período. No obstante, los datos cualitativos continúan mostrando un panorama más optimista en la industria tanto para agosto como para septiembre. Por países, la producción industrial en Alemania creció un 1.4% mensual en agosto, compensando la caída registrada en julio (revisada al alza en 0.6 puntos porcentuales hasta el negativo 1.1% mensual), si bien los datos hasta agosto continúan apuntando hacia una desaceleración de la actividad industrial (0.6% sobre el segundo trimestre de 2013 cuando aumentó un 1.5% trimestral). Por su parte, tanto en España (alrededor de 0.2% mensual tanto en julio como en agosto) como, sobre todo, en Portugal (8.2% mensual en agosto tras el negativo 2.2% mensual en julio) también se ha observado un aumento de la producción industrial en agosto.

Respecto a la demanda doméstica, los datos son más esperanzadores. Las ventas al por menor volvieron a aumentar en agosto y apuntan a que el tímido crecimiento del consumo privado en el segundo trimestre de 2013 podría mantenerse o incluso acelerarse ligeramente en el tercer trimestre del mismo año (gráfica: *Indicadores de confianza CE por países (normalizados)*). Este aumento del gasto de los hogares ya estaría reflejando la significativa mejora de la confianza de los consumidores en los últimos meses, apoyada principalmente por la estabilización del mercado de trabajo en lo que llevamos de año (prácticamente estable en el 12%). La lenta recuperación de la producción industrial junto con las restrictivas condiciones de crédito y la todavía capacidad ociosa de las empresas, anticipan un crecimiento de la inversión muy moderado. Finalmente, los datos de cuentas públicas muestran más evidencia de que el proceso de consolidación fiscal se ha moderado, por lo que como ya se observó en

el segundo trimestre de 2013, el consumo público es probable que no termine pesando sobre el crecimiento.

La mejora de los indicadores cualitativos fue más acusada en la periferia, apuntando hacia una estabilización o incluso un tímido crecimiento en estas economías.

#### INDICADORES DE CONFIANZA CE POR PAÍSES (NORMALIZADOS)

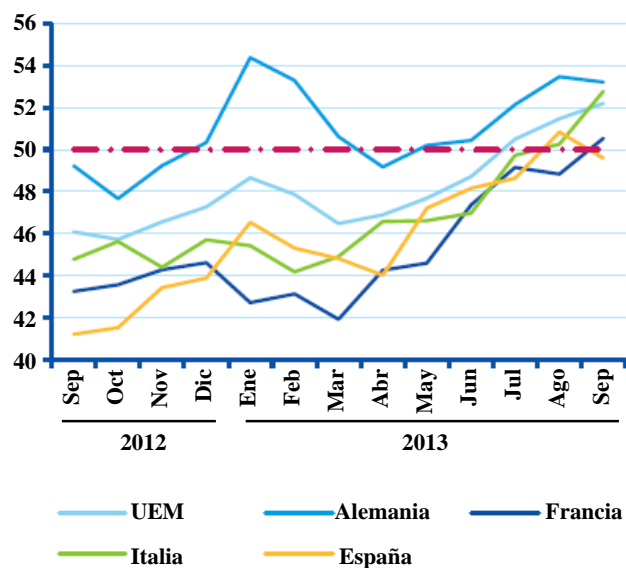


FUENTE: Comisión Europea y BBVA Research.

Finalmente, los datos del sector exterior (ajustados de estacionalidad) apuntan a que las exportaciones en julio continúan apoyando el crecimiento (gráfica: *Indicadores de confianza PMI por países*), mientras que el todavía robusto crecimiento global (a pesar de cierta desaceleración de las economías emergentes) sugiere que se mantendrá en los próximos meses. No obstante, las importaciones también están creciendo, aunque a un ritmo algo más moderado, y se espera que continúen con esta tendencia en los próximos meses sostenida por el mayor dinamismo de la demanda interna. Con todo ello, es probable que se haya reducido la contribución positiva de las exportaciones netas.



## INDICADORES DE CONFIANZA PMI POR PAÍSES



FUENTE: Markit Economics y BBVA Research.

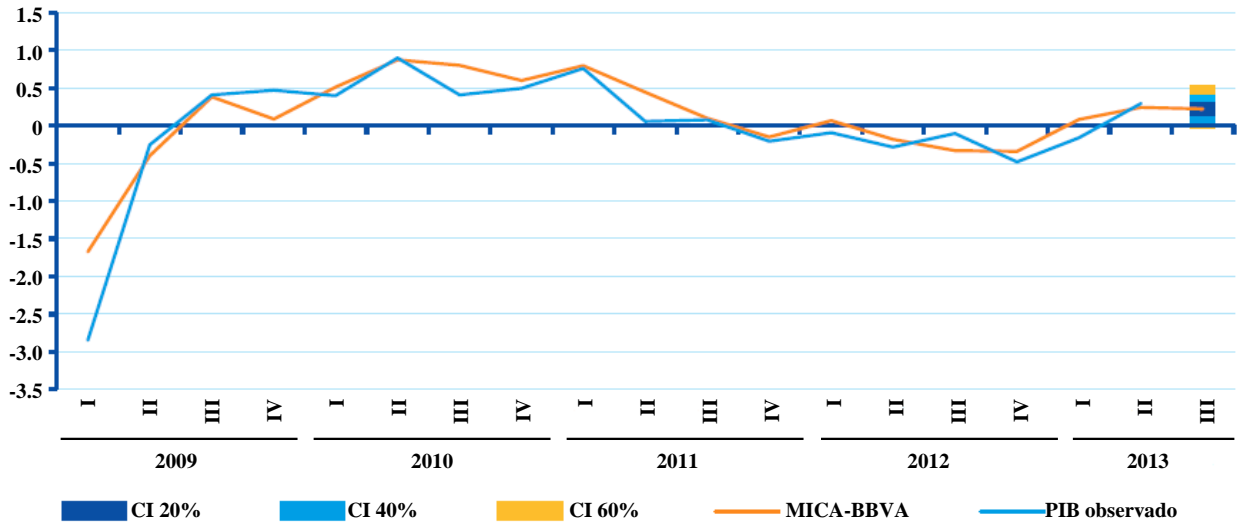
### El modelo MICA-BBVA apunta a que la recuperación continúa a un ritmo débil en el tercer trimestre de 2013, con diferencias por países

El modelo de corto plazo (MICA-BBVA) apunta a que la recuperación continúa en marcha y a una velocidad relativamente estable, al estimar un crecimiento trimestral para el tercer trimestre de 2013 de 0.2%-0.3% trimestral (gráfica: *Crecimiento trimestral del PIB y estimaciones MICA*), prácticamente en línea con el escenario publicado en agosto (0.3%). No obstante, tras el rebote de la actividad observado en algunos países del centro de Europa, especialmente en Francia y Alemania, no se puede descartar una ligera desaceleración para el conjunto de la zona euro, al desaparecer algunos de los factores temporales que sustentaron ese crecimiento (inversión en construcción e inventarios).

El modelo MICA-BBVA proyecta un ritmo de recuperación débil, pero relativamente estable. El PIB podría haber crecido un 0.2-0.3% trimestral en el tercer trimestre de 2013.

## CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB Y ESTIMACIONES MICA

-Porcentaje trimestral-



FUENTE: Eurostat y BBVA Research.

En concreto, ahora se espera que el crecimiento de la economía alemana y francesa se desacelere en el tercer trimestre de 2013 hasta el 0.4 y el 0.1% trimestral (desde el 0.7% y el 0.5%, respectivamente), mientras que en los países de la periferia ya podrían haber salido de la recesión (España: 0.0/-0.1% trimestral; Portugal: 0.1/-0.2% trimestral), o bien prácticamente se habrían estancado (Italia: negativo 0.1%/0.0% trimestral).

### **La inflación volvió a desacelerarse en agosto y septiembre, en línea con lo esperado**

La inflación se desaceleró en 0.5 puntos porcentuales entre agosto y septiembre hasta el 1.1% anual, debido principalmente a la caída de los precios del componente energético (algo más de 0.3 puntos porcentuales negativos), pero también por la moderación en el crecimiento de los precios de los alimentos (alrededor de 0.2 puntos porcentuales negativos), mientras que la inflación de los servicios y de los bienes

industriales no energéticos se mantuvo prácticamente estable. Para los próximos meses, las previsiones de BBVA Research contemplan un ligero aumento de la inflación general hasta alrededor del 1.4% en diciembre debido a la reducción del efecto base de los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente se mantendrá relativamente estable. Para 2014, la inflación continuará claramente por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE).

**En este contexto, la política monetaria continuará siendo acomodaticia, mientras que la política fiscal será menos restrictiva**

Ante este panorama, el BCE se muestra cauto al valorar los datos recientes de actividad y contempla, en línea con nuestro escenario, una lenta y moderada recuperación en el horizonte de previsión con las expectativas de inflación ancladas claramente por debajo del 2%. La principal preocupación de la autoridad monetaria continúa siendo la fragmentación de los mercados financieros y la interrupción del funcionamiento de los mecanismos tradicionales de transmisión de la política monetaria. Si todo lo anterior se incluye en su nueva estrategia de *forward guidance*, una política monetaria acomodaticia debería mantenerse para el horizonte de previsión, sin poder descartarse otra reducción de tipos o una nueva inyección de liquidez en los próximos meses.

Respecto a la política fiscal, los datos más recientes de ejecución presupuestaria hasta septiembre apuntan a que la mayoría de los países están en la senda de cumplimiento de los nuevos objetivos fiscales redefinidos en primavera (aunque no se puede descartar alguna desviación), y suponen una moderación en el ritmo de consolidación fiscal establecido previamente. Esto último tendrá continuidad el año que viene, como se refleja en los diferentes presupuestos públicos nacionales presentados recientemente, con un esfuerzo fiscal claramente inferior al contemplado en los programas de estabilidad. En definitiva, esta relajación en la posición del ritmo de

ajuste en las cuentas públicas, más enfocada al componente estructural para evitar compensar el empeoramiento cíclico, debería pesar menos sobre la recuperación.

**Fuente de información:**

[http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/131010\\_Eurozone\\_Watch\\_esp\\_tcm346-405481.pdf?ts=11102013](http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/131010_Eurozone_Watch_esp_tcm346-405481.pdf?ts=11102013)

### **Editorial sobre la base de su Análisis Económico y Monetario (BCE)**

El 10 de octubre de 2013, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Francfort, Alemania, su Boletín Mensual el cual incluye el Editorial sobre la base de su Análisis Económico y Monetario. (BCE). A continuación se presenta esta información.

En su reunión celebrada el 2 de octubre, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación las tasas de interés oficiales del BCE. La información y los análisis disponibles han corroborado la anterior evaluación del Consejo de Gobierno. Se espera que las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro sigan manteniéndose moderadas a mediano plazo. En relación con este panorama, la evolución monetaria y, en particular, la evolución crediticia siguen siendo débiles. Las expectativas de inflación para la zona del euro siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de mantener las tasas de inflación por debajo, aunque próximas, al 2% a mediano plazo. Al mismo tiempo, la evolución del PIB real en el segundo trimestre fue positiva, tras seis trimestres de caída del producto, y los indicadores de confianza disponibles hasta septiembre confirman la mejora gradual prevista de la actividad económica desde niveles bajos. La política monetaria sigue estando orientada a mantener el grado de acomodación que justifican las perspectivas para la estabilidad de precios, así como a promover condiciones estables en el mercado monetario. Con ello presta apoyo a una recuperación gradual de la actividad económica. De cara al futuro, la orientación de la política monetaria del Consejo de Gobierno seguirá siendo

acomodatícia durante el tiempo que sea necesario, conforme a las indicaciones prospectivas aportadas en julio. El Consejo de Gobierno confirma su expectativa de que las tasas de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales o en niveles inferiores durante un período prolongado. Esta expectativa sigue estando basada en el mantenimiento a mediano plazo de unas perspectivas de inflación en general contenidas, dada la debilidad generalizada de la economía y la debilidad de la evolución monetaria. En los próximos meses, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento de toda la información disponible sobre la evolución económica y monetaria y evaluará su impacto en las perspectivas para la estabilidad de precios a mediano plazo. En lo que concierne a la situación del mercado monetario, el Consejo de Gobierno permanecerá particularmente atento a cualquier evolución que pueda tener implicaciones para la orientación de la política monetaria y está dispuesto a considerar todos los instrumentos disponibles.

En lo que respecta al análisis económico, tras seis trimestres de caída del producto, el PIB real de la zona del euro registró un aumento, en tasa intertrimestral, del 0.3% en el segundo trimestre de 2013, apoyado también por factores temporales relacionados con las condiciones meteorológicas inusualmente adversas en algunos países de la zona del euro en los primeros meses de este año. La evolución de los datos de producción industrial apunta a un ligero debilitamiento del crecimiento al comienzo del tercer trimestre, mientras que los indicadores de confianza basados en encuestas disponibles hasta septiembre han seguido mejorando desde niveles bajos, lo que confirma en general las anteriores expectativas del Consejo de Gobierno de recuperación gradual de la actividad económica. De cara al futuro, se prevé que el producto se recupere a ritmo lento, debido especialmente a la mejora gradual de la demanda interna apoyada por la orientación acomodaticia de la política monetaria. La actividad económica de la zona del euro debería beneficiarse además de un fortalecimiento progresivo de la demanda exterior de exportaciones. Asimismo, la mejora general de los mercados financieros observada desde el pasado verano parece

estar transmitiéndose gradualmente a la economía real, al igual que los progresos logrados en materia de saneamiento presupuestario. Además, las rentas reales se han beneficiado recientemente del descenso general de la inflación. No obstante, el desempleo en la zona del euro sigue siendo elevado y los ajustes necesarios que quedan por hacer en los balances de los sectores público y privado continuarán afectando la actividad económica.

Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro siguen apuntando a la baja. La evolución de las condiciones de los mercados monetarios y financieros mundiales y las incertidumbres conexas podrían afectar negativamente a la situación económica. Otros riesgos a la baja están relacionados con una subida de los precios de las materias primas en un contexto de intensificación de las tensiones geopolíticas, con una demanda mundial más débil de lo previsto y con una aplicación lenta o insuficiente de reformas estructurales en los países de la zona del euro.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor (IAPC) de la zona del euro se redujo hasta el 1.1% en septiembre de 2013, en general en línea con la evolución esperada, frente al 1.3% registrado en agosto. Teniendo en cuenta los precios actuales de los futuros sobre la energía, se prevé que las tasas de inflación interanuales se mantengan en niveles bajos durante los próximos meses. Desde la perspectiva adecuada de mediano plazo, las presiones subyacentes sobre los precios seguirán contenidas, como consecuencia de la debilidad generalizada de la demanda agregada y del modesto ritmo de la recuperación. A mediano y largo plazo, las expectativas de inflación siguen firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

Se prevé que los riesgos para las perspectivas sobre la evolución de los precios continúen estando, en general, equilibrados a mediano plazo. Los riesgos al alza están relacionados, en particular, con un aumento de los precios de las materias primas, así

como con subidas más intensas de lo previsto de los precios administrados y los impuestos indirectos, y los riesgos a la baja, con una debilidad de la actividad económica mayor de la esperada.

En lo que respecta al análisis monetario, los datos de agosto indican que el crecimiento subyacente del agregado monetario amplio (M3) y, en particular, del crédito siguió siendo débil. El crecimiento interanual de M3 se mantuvo en general estable, situándose en 2.3% en agosto, frente al 2.2% registrado en julio. El crecimiento interanual de M1 mantuvo su vigor, pero disminuyó hasta el 6.8% en agosto, frente al 7.1% registrado en julio. Las entradas netas de capital en la zona del euro siguieron siendo el factor que más contribuyó al crecimiento interanual de M3, mientras que la tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado se mantuvo débil. El crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulaciones) se mantuvo en 0.4% en agosto, prácticamente sin variación desde principios de año. La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustada de ventas y titulaciones) fue del -2.9% en agosto, frente al -2.8% registrado en julio. La débil evolución de los préstamos a sociedades no financieras sigue reflejando fundamentalmente su retardo con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio y el actual ajuste de los balances de los sectores financiero y no financiero.

Desde verano de 2012, se han logrado progresos notables en la mejora de la situación de financiamiento de las entidades de crédito y, en particular, en el refuerzo de la base de depósitos en algunos países en dificultades. Con el fin de garantizar una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiamiento en los países de la zona del euro, es esencial que la fragmentación de los mercados de crédito de la zona siga reduciéndose y que la capacidad de resistencia de las entidades de crédito se refuerce donde resulte necesario. La adopción de nuevas medidas

decisivas para la creación de una unión bancaria contribuirá a la consecución de este objetivo.

En síntesis, el análisis económico indica que la evolución de los precios debería seguir siendo acorde con su estabilidad a mediano plazo. El contraste con las señales procedentes del análisis monetario confirma este panorama.

En lo que respecta a las políticas fiscales, los países de la zona del euro no deberían dar marcha atrás en sus esfuerzos para reducir el déficit y situar sus elevadas proporciones de deuda pública en una senda bajista. Los proyectos de planes presupuestarios que los países presentarán por primera vez en el marco de los reglamentos que componen el “two-pack” deben prever medidas suficientemente ambiciosas para lograr los objetivos presupuestarios de 2014. Los Gobiernos deben redoblar sus esfuerzos encaminados a aplicar las reformas estructurales necesarias en los mercados de productos y de trabajo. Estas reformas son necesarias no solo para ayudar a los países a recuperar la competitividad y para el reequilibrio dentro de la zona del euro, sino también para crear economías más flexibles y dinámicas que generen crecimiento económico sostenible y empleo.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se examinan los cambios recientes en la naturaleza de las variaciones de los precios de las materias primas y se estudian sus posibles implicaciones para la evaluación de las perspectivas económicas de la zona del euro. En el segundo se analiza la importancia de tasas de interés de referencia como el EURIBOR en la zona del euro y se resumen las opiniones del BCE en el actual debate sobre las posibles opciones para reformar esas tasas, así como las iniciativas adoptadas a este respecto por el sector oficial, incluido el Eurosistema.

**Fuente de información:**

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/13/Fich/bm1310-1.pdf>



## **Evolución Económica y Monetaria (BCE)**

El 10 de octubre de 2013, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Francfort, Alemania, su Boletín Mensual sobre la Evolución Económica y Monetaria de la zona del euro. A continuación se presenta el artículo “Entorno Exterior de la Zona del Euro”.

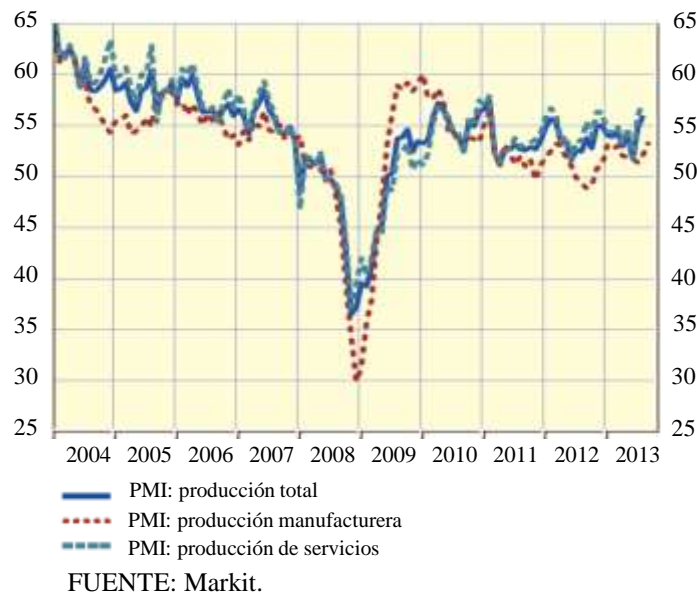
En general, el crecimiento de la economía mundial continúa siendo débil, aunque dispar según las regiones. La evolución reciente parece confirmar que se ha producido un cambio en el dinamismo del crecimiento a favor de las economías avanzadas. De hecho, en la mayoría de las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro se han ido afianzando las perspectivas de crecimiento, aunque algunos factores siguen influyendo en el crecimiento a mediano plazo. Por el contrario, el crecimiento de las economías emergentes se desaceleró ligeramente, aunque se espera que su contribución a la actividad global continúe siendo significativa. Las presiones inflacionarias a nivel mundial se mantienen contenidas. En las economías avanzadas, la inflación permaneció prácticamente estable en agosto, mientras que, en las economías emergentes, la evolución reciente ha sido más desigual.

## **Actividad Económica y Comercio Mundial**

En general, el crecimiento de la economía mundial continúa siendo débil, aunque desigual según las regiones. Los indicadores de opinión más recientes muestran perspectivas más favorables para la economía mundial en el tercer trimestre, así como un fortalecimiento de la dinámica de crecimiento de las economías avanzadas. Los datos más recientes sobre el Índice de Gerentes de Compras (*PMI, Project Management International*) de producción mundial de manufacturas muestran una recuperación en agosto, hasta 55.2, desde 54.0 en julio, los componentes de los sectores de servicios y de manufactura contribuyeron a este desarrollo.

Por otra parte, los datos de la producción manufacturera mundial hasta septiembre muestran una continua expansión en este sector. Mientras que los del índice PMI de producción de manufacturas (excluida la zona del euro) se incrementó, situándose en 56.0 en agosto desde 54.8 en julio. Otros datos publicados, en particular los datos duros, han sido más variados, tanto para las economías avanzadas como para las emergentes en el inicio del tercer trimestre. Después de un fuerte crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en el segundo trimestre, la actividad económica en los Estados Unidos de Norteamérica podría disminuir en un futuro próximo, mientras que las perspectivas a corto plazo siguen siendo fuertes en Japón y Reino Unido. El ritmo de crecimiento está recuperándose un poco en China, pero otros países emergentes han experimentado una desaceleración de la actividad económica como consecuencia del endurecimiento de las condiciones financieras observadas a nivel mundial en los últimos meses.

**PMI: PRODUCCIÓN MUNDIAL  
EXCLUIDA LA ZONA DEL EURO  
-Datos mensuales desestacionalizados-**



En general los indicadores adelantados de la economía mundial parecen confirmar la modesta recuperación económica actual. El componente del Índice PMI de

producción mundial, excluida la zona del euro, aumentó en agosto. Por el contrario, el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores en el sector manufacturero (excluyendo la zona del euro) se estableció muy cerca de un nivel de 50 en septiembre, lo que sugiere que la dinámica del comercio mundial sigue siendo baja. Los indicadores sintéticos adelantados de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), que tiene por objetivo anticipar los puntos de giro en la actividad económica en relación con la tendencia, también señalaron una mejora en las perspectivas generales de crecimiento en el área de la OCDE en julio, pero muestran tendencias divergentes entre las principales economías. Los indicadores sintéticos adelantados anticipan mejoras en el crecimiento en la mayoría de los principales países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), como Estados Unidos de Norteamérica, Reino Unido y Japón. Sin embargo, en las grandes economías emergentes, indican una estabilización (en el caso de China y Rusia) o una desaceleración (en Brasil e India). En general, estos acontecimientos parecen confirmar un cambio en la dinámica de fondo a favor de las economías avanzadas.



Notas: El indicador sintético adelantado corresponde a los países de la OCDE más Brasil, China, India, Indonesia, Rusia y Sudáfrica. La línea horizontal a la altura de 100 representa la tendencia de la actividad económica. La producción industrial corresponde a la misma muestra, excluida Indonesia.

FUENTE: OCDE y cálculos del BCE.

Las perspectivas de la economía mundial siguen estando sujetas a una considerable incertidumbre y los riesgos para la actividad económica mundial todavía se sitúan a la baja. La evolución reciente de la situación en los mercados monetarios y financieros mundiales, y las consiguientes incertidumbres podrían afectar negativamente a la situación económica. Al mismo tiempo, existe el riesgo de que la intensificación de las tensiones geopolíticas podrían conducir a un aumento de los precios de las materias primas y que la demanda mundial resulte más débil de lo previsto.

### **Evolución mundial de los precios**

La inflación mundial se mantuvo, en general, controlada. En el área de la OCDE, la inflación anual medida por los precios al consumidor fue de 1.7% en agosto de 2013, en comparación con el 2% registrado en julio. Esta desaceleración se debió a una reducción neta del aumento de los precios de la energía. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación anual se mantuvo prácticamente sin cambios en la zona de la OCDE en 1.6% en agosto. Por otra parte, se observó que la disminución de la inflación anual fue generalizada en la mayoría de países de la OCDE, a excepción de Japón, donde aumentó, mientras que los cambios observados en las principales economías emergentes fueron más heterogéneos, con descensos en China y Brasil, y aumentos en la India y en cierta medida, en Rusia. Sin embargo, en algunos países, la inflación se mantuvo por encima de los objetivos anunciados por las autoridades monetarias respectivas.

Por lo que respecta a la evolución de los precios de la energía, después de haber alcanzado a finales de agosto un máximo de 116 dólares por barril, el precio del Brent disminuyó 7%. El 1° de octubre, los precios del petróleo se situaron en 108 dólares por barril, lo que representa 4% menos que el registrado un año antes.

**EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS EN ALGUNAS ECONOMÍAS**  
**- Tasas de variación porcentual anual -**

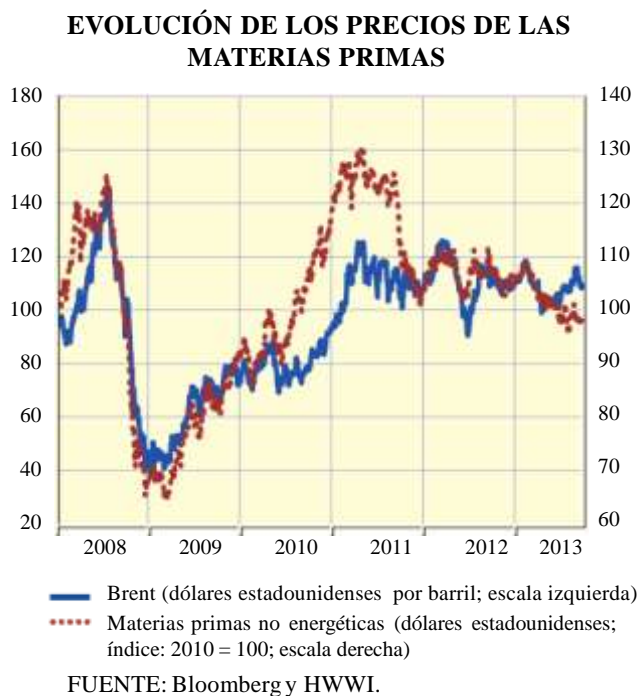
País	2011	2012	2013					
			Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago
OCDE	2.9	2.3	1.6	1.3	1.5	1.8	2.0	1.7
Estados Unidos de Norteamérica	3.2	2.1	1.5	1.1	1.4	1.8	2.0	1.5
Japón	-0.3	0.0	-0.9	-0.7	-0.3	0.2	0.7	0.9
Reino Unido	4.5	2.8	2.8	2.4	2.7	2.9	2.8	2.7
China	5.4	2.6	2.1	2.4	2.1	2.7	2.7	2.6
Inflación subyacente OCDE <sup>1/</sup>	1.7	1.8	1.6	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6

<sup>1/</sup> Excluidos alimentos y energía.

FUENTE: OCDE, datos nacionales, Banco de Pagos Internacionales, Eurostat y cálculos del BCE.

La reciente caída en los precios del petróleo se explica por una serie de factores: la disminución de las tensiones geopolíticas, la recuperación de la oferta mundial después de una interrupción inesperada por las perturbaciones en agosto y la desaceleración temporal en el aumento de la demanda de petróleo. Los esfuerzos diplomáticos por evitar un ataque militar contra Siria han presionado a la baja sobre los precios del petróleo. Al mismo tiempo, la recuperación gradual de los suministros de petróleo del Mar del Norte tras los disturbios relacionados con los trabajos de mantenimiento, así como un fuerte crecimiento de la oferta de América del Norte ayudaron a disminuir las tensiones que afectan generalmente el equilibrio entre la oferta y la demanda en el tercer trimestre de 2013. También se espera que la reanudación de los suministros en Libia, Nigeria e Irak continúen reduciendo las presiones sobre los precios relacionados con la oferta, a pesar de que las tensiones geopolíticas pueden persistir en estos países y en las regiones vecinas. Por el lado de la demanda de las refinerías, es probable que se presente una disminución temporal de la demanda desde su máximo registrado en julio y que continúe e incluso pueda acelerarse en el cuarto trimestre de 2013. Este cambio podría disminuir aún más la presión sobre los precios hacia el final del año. Los participantes del mercado prevén que los precios del crudo sean más bajos a mediano plazo, y los futuros con entrega en diciembre de 2014 se negocien a 100 dólares estadounidenses el barril.

En un contexto de cierta volatilidad, los precios de las materias primas no energéticas se han mantenido prácticamente estables en septiembre. Mientras que los precios de la mayoría de los alimentos básicos, como los cereales y la soya disminuyeron debido a las perspectivas favorables de la oferta, los precios de los metales mostraron tendencias desiguales. A finales de septiembre de 2013, en términos agregados, el índice de precios de las materias primas no energéticas (denominado en dólares estadounidenses) se situaba alrededor del 10% por debajo de su nivel en comparación con el mismo período del año anterior.



## Evolución en algunas economías

### Estados Unidos de Norteamérica

En Estados Unidos de Norteamérica, el crecimiento del PIB real experimentó una aceleración en el segundo trimestre de 2013. La tercera y última estimación realizada por la Oficina de Análisis Económico (*Bureau of Economic Analysis*) indica que el

PIB real creció a una tasa trimestral anualizada del 2.5%, frente al 1.1% del primer trimestre. El crecimiento real del PIB fue igual al de la segunda estimación, debido a que el impacto de las revisiones a la baja de la participación de existencias y de la contribución de la demanda exterior neta, fue totalmente compensado por las revisiones al alza de los gastos en consumo personal, de inversión privada y del gasto público. Durante el segundo trimestre, el crecimiento real del PIB fue mucho más acelerado en comparación con el primer trimestre debido al impulso generado por el aumento del gasto en consumo personal así como por la fuerte inversión en la formación bruta de capital fijo (FBCF) en el sector residencial y no residencial. En cambio las variaciones de existencias contribuyeron al crecimiento con una tasa anualizada de 0.4 puntos porcentuales. Por el contrario, el consumo público siguió siendo un freno para la actividad, aunque el descenso en el segundo trimestre de 2013 haya sido relativamente pequeño, después de dos trimestres consecutivos de importantes descensos. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB fue ligeramente negativa, lo que refleja un fuerte crecimiento de las exportaciones y las importaciones.

Los últimos datos publicados indican que el crecimiento podría haber disminuido ligeramente en el tercer trimestre, principalmente por la desaceleración en el consumo privado y las exportaciones. El crecimiento del consumo privado en términos reales fue lento en julio y agosto, en un contexto de menor crecimiento de las rentas y el aumento de las tasas hipotecarias. Por otra parte, la confianza del consumidor disminuyó en septiembre, lo que indica que el consumo empezó mal en el segundo semestre de 2013. La creación de empleos parece haber perdido cierto impulso en los últimos meses, ya que en agosto con respecto a julio se crearon 169 mil puestos de trabajo cifra considerablemente inferior a la media de alrededor de 200 mil empleos mensuales observada en los seis últimos meses. Además, se han realizado revisiones a la baja en los datos de los dos meses anteriores. Al mismo tiempo, la tasa de desempleo disminuyó aún más que el mes anterior hasta alcanzar 7.3%. Sin embargo,

esto ha dado como resultado una disminución de la tasa de participación en la fuerza laboral. El deterioro del déficit comercial en julio, tomando en cuenta la contracción de las exportaciones, indica que el fuerte impulso de las exportaciones registradas en el segundo trimestre podría no continuar en el tercer trimestre debido a la continua debilidad del entorno externo. La recuperación del mercado de la vivienda resultó lo suficientemente sólido, por otro lado, la venta de casas en julio y los precios de la vivienda en agosto siguen teniendo una tendencia al alza. Sin embargo, mientras que los datos duros sugieren una desaceleración de la economía en el tercer trimestre, los datos de las encuestas de empresas en agosto y septiembre se han mantenido muy sólidos. El aumento de la incertidumbre política podría pesar sobre la recuperación a corto plazo, sobre todo si el cierre parcial de los servicios del Estado a partir del 1° de octubre se mantuviera por un período más largo.

La inflación anual medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) disminuyó 0.5 puntos porcentuales, hasta situarse en agosto en 1.5%, esta disminución tuvo su origen principalmente, en un fuerte efecto de la desaparición de la base positiva proveniente de los precios de la energía del mes anterior, dejándolos prácticamente sin cambios en términos anuales (4.7% en julio). El aumento de precios de los alimentos se mantuvo estable en 1.4%, mientras que la inflación subyacente aumentó ligeramente, situándose en 1.8% desde el 1.7% en julio, debido al incremento de los precios de vivienda y servicios médicos. A partir de entonces, la inflación global y la subyacente deberían permanecer controladas, ya que hay poca evidencia que indique hasta ahora una intensificación de las presiones inflacionarias. Por otra parte, se espera una considerable capacidad ociosa en la economía para mantener las presiones de precios subyacentes en un nivel bajo.

El 18 de septiembre de 2013, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener entre el 0 y 0.25% la banda fijada como objetivo para la tasa de interés de los fondos federales y anticipó que resultaría apropiado



mantener dicha tasa en niveles excepcionalmente bajos, hasta que la tasa de desempleo sea superior al 6.5%, mientras no se prevea que la inflación a un plazo de entre uno y dos años sobrepase la tasa del 2.5%, y que las expectativas de inflación a más largo plazo continúen estando firmemente ancladas. El Comité también decidió esperar a una prueba más de la sostenibilidad de la mejora de la actividad económica y la situación del mercado de trabajo antes de ajustar el ritmo de compras de activos. Por lo tanto, el Comité anunció que continuará comprando productos de titulización de crédito inmobiliario (RMBS) de las agencias hipotecarias de Estados Unidos de Norteamérica por un valor mensual de 40 mil millones de dólares estadounidenses y de bonos del Tesoro a largo plazo por un monto de 45 mil millones de dólares estadounidenses al mes.

**CRECIMIENTO DEL PIB REAL EN ALGUNAS ECONOMÍAS**  
-Tasas de variación-

País	Tasas de crecimiento anual					Tasas de crecimiento trimestral		
	2011	2012	2012	2013		2012	2013	
			IV	I	II	IV	I	II
Estados Unidos de Norteamérica	1.8	2.8	2.0	1.3	1.6	0.0	0.3	0.6
Japón	-0.6	2.0	0.3	0.1	1.3	0.3	1.0	0.9
Reino Unido	1.1	0.1	-0.2	0.2	1.3	-0.3	0.4	0.7
China	9.3	7.7	7.9	7.7	7.5	1.9	1.6	1.7

FUENTE: Datos nacionales, Banco de Pagos Internacionales, Eurostat y cálculos del BCE.

## Japón

La economía japonesa continuó creciendo a un ritmo constante. De acuerdo con la publicación final de las cuentas nacionales, el crecimiento trimestral del PIB en el segundo trimestre de 2013, fue revisado al alza hasta el 0.9%, frente al 0.6% anterior, debido a una mayor contribución de la inversión tanto privada como pública. El clima empresarial y los datos duros apuntan a un continuo impulso de un fuerte crecimiento. En el ámbito interno, la producción industrial disminuyó ligeramente en agosto, 0.7%

mensual, después de aumentar 3.4% el mes anterior. Mientras tanto, las exportaciones e importaciones de bienes aumentaron 6.4% en agosto y 1.3% en tasa mensual respectivamente. Los indicadores de confianza de los consumidores y empresarios, recientemente publicados también fueron positivos, el índice PMI global del sector manufacturero se situó en 52.5 en septiembre desde 52.2 en el mes anterior.

La inflación medida por los precios al consumidor ha mantenido una tendencia gradual al alza desde comienzos del año, y el índice general dejó de registrar cifras negativas en junio de 2013. La inflación anual medida por el índice de precios al consumidor aumentó hasta 0.9% en agosto, desde el 0.7% del mes anterior, debido en gran medida, al aumento de los precios de la energía. En consecuencia, la inflación anual subyacente de los precios al consumidor (excluidos los alimentos, las bebidas y la energía) también se incrementó desde -0.1 a 0% en agosto.

En su última reunión sobre política monetaria, celebrada el 5 de septiembre de 2013, el Banco de Japón decidió mantener sin variación el objetivo fijado para la base monetaria.

## **Reino Unido**

En el Reino Unido, el PIB real creció a una tasa trimestral de 0.7% en el segundo trimestre del año, y la mejora de los principales indicadores de opinión en agosto y septiembre sugieren la continuación de un fuerte crecimiento a corto plazo. No obstante, es probable que a mediano plazo el ritmo de crecimiento siga siendo lento. La necesidad de un ajuste de los balances del sector público y privado, así como la evolución de un bajo ingreso real de los hogares seguramente limitará la demanda interna durante algún tiempo, mientras que las perspectivas de crecimiento de las exportaciones continúan siendo relativamente modestas. La situación en el mercado de trabajo continúa mejorando gradualmente, con un crecimiento sostenido del empleo y una tasa de desempleo que disminuyó 0.1 puntos porcentuales situándose en

7.7% en los tres meses transcurridos hasta julio. Impulsados por las recientes medidas de política, los indicadores de actividad y de precios han seguido repuntando en el mercado de la vivienda, pero la dinámica de crecimiento del crédito ha continuado siendo débil.

La inflación anual medida por el IPC ha sido relativamente alta en los últimos meses. En agosto de 2013, la tasa de inflación general descendió 0.1 puntos porcentuales, hasta situarse en 2.7%, debido principalmente a una disminución del componente relativo a los servicios de transporte. En los próximos meses, se prevé que la capacidad productiva sin utilizar, tanto de trabajo como de capital, modere las presiones inflacionarias a mediano plazo. No obstante, el aumento de los precios administrados y regulados, así como la necesidad de las empresas para recuperar sus márgenes de ganancia, podrían en cierta medida, ejercer presión al alza sobre la inflación. En su reunión del 4 de septiembre de 2013, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra mantuvo la tasa de interés oficial en 0.5% y el volumen de su programa de compras de activos en 375 mil millones libras esterlinas.

## **China**

En China, las publicaciones recientes de indicadores de opinión y los datos duros muestran una moderada recuperación en el ritmo de crecimiento a corto plazo. El crecimiento de la producción industrial, la inversión fija bruta, las ventas del comercio al por menor y las exportaciones se aceleró en agosto, mientras que el de las importaciones disminuyó ligeramente. El índice Markit y el índice PMI del sector manufacturero que ya estaba por encima del umbral neutral de 50 en agosto, mejoraron ligeramente en septiembre. Mientras que las tasas de crecimiento de la oferta monetaria y los préstamos se mantuvieron altos. El financiamiento total de la economía se aceleró, registrando un 20.2% en agosto, impulsado por el fuerte aumento del crédito no bancario. Las presiones inflacionarias se mantuvieron

moderadas, debido a que la inflación anual medida por el IPC descendió hasta 2.6% en agosto, desde el 2.7% del mes anterior. Por otra parte, en el mercado de la vivienda, los precios aumentaron en 69 de 70 ciudades estudiadas. A medio plazo, un necesario equilibrio económico del sector financiero y de la economía real podrían poner a la economía china en una trayectoria de crecimiento un poco más lento.

### **Tipo de cambio**

Durante el mes pasado, el tipo de cambio del euro se apreció en general frente a las monedas de sus principales socios comerciales. El 1° de octubre de 2013, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de los 21 socios comerciales más importantes de la zona euro, se situó en 0.7% por encima del nivel registrado a principios de mes y 5.3% por encima del nivel registrado el año anterior. Los movimientos de los tipos de cambio han guardado relación, en gran medida con los cambios en las tasas de interés, y con los cambios en las expectativas de los mercados respecto a las perspectivas económicas de la zona euro con otras grandes economías.

En términos bilaterales, durante el último mes, el euro se apreció frente a las principales monedas, incluyendo el dólar estadounidense (2.6%) y el yen (1.2%), pero se depreció frente a la libra esterlina (1.6%). Durante este período, el euro también se fortaleció frente a la mayoría de las principales economías emergentes de Asia, y de algunos grandes países exportadores de materias primas.

Con respecto a las monedas de otros Estados miembros de la Unión Europea (UE), la tasa de cambio del euro aumentó ligeramente frente a la kuna croata y el leu rumano, mientras que se depreció frente a la corona checa, el forint húngaro, el zloty polaco y la corona sueca. Monedas participantes en el MTC II se mantuvieron prácticamente estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en torno a dichas paridades.

**TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL DEL EURO**  
**-Datos diarios; índice: Primer trimestre 1999=100-**



Nota: El tipo de cambio efectivo nominal del euro se calcula frente a las monedas de los veintiún principales socios comerciales la zona del euro.

FUENTE: BCE.

**EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DEL EURO**  
**-Datos diarios; unidades de moneda por euro; tasas de variación-**

	Ponderación en el tipo de cambio efectivo del euro (TCE-21)	Variación del tipo de cambio efectivo del euro al 1° de octubre de 2013 con respecto al	
		2 de septiembre de 2013	1° de octubre de 2012
TCE-21		0.7	5.3
Yuan Renminbi chino	18.6	2.7	2.5
Dólar estadounidense	16.8	2.6	5.3
Libra esterlina	14.8	-1.6	4.5
Yen japonés	7.1	1.2	32.0
Franco suizo	6.4	-0.5	1.3
Zloty polaco	6.1	-0.6	3.0
Corona checa	5.0	-0.1	2.3
Corona sueca	4.7	-1.0	1.9
Won coreano	3.9	0.5	1.5
Forint húngaro	3.2	-1.3	3.8
Corona danesa	2.6	0.0	0.0
Leu rumano	2.0	0.6	-1.6
Kuna Croata	0.6	0.5	2.6

Nota: El tipo de cambio efectivo nominal se calcula frente a las monedas de los 21 socios comerciales más importantes de la zona del euro.

FUENTE: BCE.

**Fuente de información:**

[http://www.banque-france.fr/uploads/tx\\_bdfgrandesdates/bulletin-mensuel-BCE-octobre-2013\\_01.pdf](http://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/bulletin-mensuel-BCE-octobre-2013_01.pdf)

## **Charla con el Director del Departamento del Hemisferio Occidental (FMI)**

El 4 de octubre de 2013, el Fondo Monetario Internacional (FMI), a través de su blog “Diálogo a fondo”, publicó una serie de preguntas y respuestas entre el público interesado y el Director del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI. A continuación los detalles.

Diálogo a fondo:

“Muchas gracias a todos nuestros lectores por sus preguntas y comentarios para Alejandro Werner, Director del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI.

Hemos recibido muchas preguntas<sup>6</sup> a través de nuestro correo electrónico y Twitter pero desafortunadamente no podemos contestar todas en esta edición del blog.

En este blog hemos seleccionado un primer grupo de preguntas interesantes como, por ejemplo, el impacto de la reciente desaceleración de los mercados emergentes en América Latina, el posible riesgo para algunos países de la región de caer en una crisis de deuda y el caso de Argentina sobre las medidas correctivas para mejorar la calidad de los datos oficiales.

En un segundo blog, Alejandro Werner contestará otras preguntas recibidas sobre el papel del FMI en la región, cómo está afectando la crisis económica de la zona euro a los países de Latinoamérica, y muchas más.

Visita el blog “Diálogo a Fondo” en noviembre para leer la segunda parte de esta conversación en línea con Alejandro Werner.”

---

<sup>6</sup> <http://blog-dialogoafondo.org/?p=3101>

**Preguntas y respuestas:****¿Qué escenario prevén para la región durante este año y el año que viene?**

Proyectamos una desaceleración del crecimiento económico de América Latina y el Caribe este año, recuperándose levemente en 2014. Este enfriamiento económico se debe en parte a que, si bien las condiciones externas son aún relativamente favorables, están dejando de ser una fuente de dinamismo para la región. Pero la desaceleración refleja además factores domésticos, como algunas restricciones de oferta en algunos países, el bajo crecimiento de la productividad y, en algunos casos, menor dinamismo de la demanda agregada.

En el frente externo, al débil crecimiento proyectado para la economía mundial, se suma ahora un menor crecimiento en China. Este contexto explica la estabilización—o incluso caída—proyectada para los precios de materias primas que afectaran negativamente los términos de intercambio y el crecimiento en la región, en particular en aquellas economías que mantienen una alta dependencia de productos primarios.

Finalmente, las expectativas de una normalización de la política monetaria en Estados Unidos han aumentado el costo del financiamiento externo para la región, impulsando salidas de capitales y depreciaciones de las monedas locales, generando una mayor volatilidad en los mercados financieros de los países de la región.

**¿Cómo afectará la reciente desaceleración de los mercados emergentes a América Latina?**

El crecimiento del producto se ha desacelerado recientemente en la mayoría de los mercados emergentes, incluyendo América Latina. En el caso de esta última, la desaceleración se debe a un contexto externo relativamente menos favorable, con precios de materias primas estables (o incluso con caídas en algunos casos) y condiciones financieras no tan relajadas, así como también a algunas restricciones de

oferta en algunos países. La caída en el ritmo de crecimiento en otros mercados emergentes, en particular China, implicaría una caída en la demanda (y en los precios) de materias primas. Esto afectaría negativamente los términos de intercambio de los países latinoamericanos que son exportadores netos de estos productos, es decir las economías de América del Sur. Una fuerte caída en los términos de intercambio sin duda constituye un riesgo para el crecimiento de la actividad económica de la región en el contexto actual.

### **¿Por qué el FMI no ha sido tan duro con Europa como lo fue con Latinoamérica durante la crisis de la deuda en la década de 1980?**

Los países miembros que acuden al FMI en busca de asistencia técnica y financiera son todos diferentes: tienen economías muy disímiles, enfrentan distintas condiciones internas y externas que precipitan la necesidad de ajuste, tienen diferentes regímenes y distintas capacidades para adoptar medidas correctivas.

En ese sentido, el diseño de los programas apoyados por el Fondo no se puede basar —y en la práctica no se basa— en recetas o soluciones “de talla única”. Por el contrario, la combinación de financiamiento, ajustes y reformas bajo programas apoyados por el FMI es, dentro del marco general de las políticas que rigen la asistencia a los países miembros, deliberadamente flexible y se ajusta a las condiciones particulares de cada caso. Habiendo dicho esto, existen características comunes al diseño de programas disímiles. Por ejemplo, en caso de que un ajuste fiscal sea necesario, el Fondo insiste en que se proteja a los individuos más vulnerables y aboga que el peso del ajuste se distribuya en forma justa entre la población.

En definitiva, esta flexibilidad en el diseño de los programas apoyados por el FMI los hace más efectivos y apropiados aunque, inevitablemente, pueda dar la sensación de que el trato entre países es desigual.



En los programas respaldados por el FMI en Europa, el ajuste fiscal en algunos de estos países fue profundo, algo que no ha sido fácil, especialmente en Grecia.

### **¿Qué impacto tendrá el retiro de estímulo monetario en Estados Unidos de Norteamérica para las economías de América Latina?**

El estímulo cuantitativo que se implementó en Estados Unidos de Norteamérica como respuesta a la crisis financiera no tiene precedentes. Por ello hay una gran incertidumbre respecto al impacto que podría tener su retiro sobre el precio de los activos en todos los mercados y, por ende, en los países de la región.

En el corto plazo, es probable que un retiro gradual traiga aparejado una mayor volatilidad en los mercados financieros así como en los flujos de capitales. Pero en general, la región está bien posicionada para hacer frente a estos choques, gracias a niveles de deuda externa moderados, abundantes reservas internacionales, sistemas financieros saludables y mucha mayor flexibilidad cambiaria que en el pasado. Si bien las condiciones financieras seguirán siendo favorables para la región, en la medida que el ajuste venga de la mano de un incremento importante en la volatilidad, esta se reflejará en los mercados locales y podría generar un efecto negativo sobre la actividad económica.

Más allá del impacto de corto plazo, un incremento de las tasas de interés en el mundo —y un probable aumento en las primas de riesgo soberano— va a significar menor financiamiento externo para nuestros países y una mayor carga de intereses a nivel del sector público y privado. Nuestros países deberían empezar a generar espacio fiscal para acomodar esta carga adicional de intereses.

**¿Hay riesgo para algunos países de América Latina de caer en una crisis de deuda, parecido a lo que ocurrió en la década de los 80?**

Al igual que hacia fines de la década del 70 y principios del 80, nuestra región ha enfrentado un panorama externo muy favorable en la última década, con altos precios de materias primas y fuerte entrada de capitales. Una reversión de estas condiciones externas claramente representan riesgo para la región, y puede haber accidentes puntuales, pero no creo que se repita la historia de los 80.

La diferencia clave es que, esta vez, la mayoría de los países de la región han hecho un manejo macroeconómico prudente. Esto permitió que el choque de términos de intercambio (sin precedente en términos de los ingresos extraordinarios que generó) se traduzca en una marcada mejora de fundamentos económicos. Gracias a ello, la mayoría de la región está hoy mejor preparada que en la década del 80 para afrontar un deterioro drástico en el contexto internacional. Sin embargo, es importante que los países permanezcan atentos a los riesgos, mantengan (y sigan fortaleciendo) sus marcos de política económica y fortalezcan aún más sus espacios de política, para estar preparados a cualquier desafío que el entorno externo menos favorable pueda presentar.

**¿Qué recomienda el FMI a la economía dominicana ante la desaceleración que mantiene la economía mundial, el alza del precio del petróleo, la baja del turismo, y otros factores?**

La política económica apropiada para cualquier país depende de los factores externos que más afectan al país, como de sus condiciones macroeconómicas particulares. Los factores externos que menciona son muy importantes para República Dominicana y para otros países de Centro América y el Caribe porque sugieren que la economía mundial no va a impulsar demasiado el crecimiento económico interno. Por el lado del contexto doméstico la situación tampoco es muy propicia para un crecimiento rápido. En 2012, República Dominicana tuvo un déficit del sector público de casi 8%

del PIB y las reservas internacionales se ubicaron en solamente 2.5 meses de importaciones. Dada esta situación, el espacio para apoyar la actividad económica mediante un estímulo fiscal o monetario es limitado. La prioridad para el período debe ser fortalecer la posición fiscal y de reservas para evitar problemas financieros en el futuro.

**¿Ha habido algún progreso concreto por parte de Argentina en la adopción de las medidas correctivas para mejorar la calidad de los datos oficiales reportados al FMI? Según el último informe, el Directorio Ejecutivo del FMI le dio al país plazo hasta el 29 de septiembre.**

Hay un diálogo continuo entre los funcionarios del FMI y las autoridades argentinas respecto a la construcción del nuevo índice de precios nacional. Con la información recibida durante este proceso, la Directora Gerente deberá presentar un informe al Directorio Ejecutivo. El plazo para presentar este informe es noviembre del 2013. En esa ocasión, el Directorio Ejecutivo volverá a examinar el tema y determinara las medidas a seguir de conformidad con los procedimientos del FMI.

**Fuente de información:**

<http://blog-dialogoafondo.org/?p=3138>

### **La Coyuntura Económica Internacional y sus Consecuencias Macroeconómicas para América Latina y el Caribe (CEPAL)**

El 1º de octubre de 2013, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) dio a conocer el documento: “La Coyuntura Económica Internacional y sus Consecuencias Macroeconómicas para América Latina y el Caribe”, el cual se presenta a continuación.

## **Introducción**

En este documento se identifican los principales rasgos de la actual coyuntura económica internacional y cuáles serían las consecuencias más importantes que tendrían para el desempeño macroeconómico de América Latina. Entre los principales rasgos de la actual coyuntura económica internacional se destacan indicios preliminares de que se ha detenido el deterioro del crecimiento económico mundial, lo cual se estaría reflejando en cierta estabilización del crecimiento del comercio internacional, aunque todavía no se vislumbra con certeza un dinamismo significativo ni del crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) mundial ni del comercio internacional. Como parte de este panorama internacional potencialmente positivo pero aún incierto, se combinan dos tendencias: una vinculada a los efectos de las políticas fiscales aplicadas en los países más afectados por la crisis financiera mundial que estalló en 2008 y otra relacionada con las repercusiones de las políticas monetarias adoptadas por estos mismos países.

Por una parte, perduran los riesgos y una tendencia a restringir el crecimiento de la demanda interna en los países desarrollados, debido a los ajustes implementados con el fin de reducir las persistentes brechas fiscales de Europa, los Estados Unidos de Norteamérica y el Japón. Aunque con diferencias, en la mayoría de los países se restringió el gasto público o se aumentaron los impuestos. Por otra parte, se impulsaron estímulos monetarios para facilitar una salida de la recesión. En particular, la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica aplicó un programa de estímulos monetarios que consistió en la compra de activos financieros y no financieros del sector privado a cambio de liquidez, lo cual se reflejó en el crecimiento de los agregados monetarios con rezagos variados. Otras economías, como Japón y Reino Unido, así como el Banco Central Europeo (BCE), han adoptado políticas similares para impulsar una recuperación del crédito en estos países o grupos de países.

Los efectos de las políticas han sido diferenciados. El ajuste fiscal realizado en los países desarrollados ha tendido a reforzar la falta de dinamismo del crecimiento surgida de la crisis financiera mundial, al restringir sensiblemente la expansión de la demanda interna —incluida la demanda de importaciones—, lo que ha repercutido en el escaso dinamismo del comercio internacional. Esta situación, con sus correspondientes efectos multiplicadores en otras economías, como la de China, ha afectado directamente a las economías de América Latina y el Caribe, al provocar una contracción de sus exportaciones, en parte por la caída de los precios de las materias primas exportadas. El menor crecimiento de los países desarrollados también ha perjudicado el flujo del turismo y de las remesas a la región, y la cuenta corriente de la balanza de pagos de numerosos países de América Latina y el Caribe se ha deteriorado, a pesar de lo cual se sigue observando cierto dinamismo —y en algunos casos un repunte parcial— de la actividad económica y del empleo.

A su vez, el aumento de la liquidez internacional resultante de los estímulos monetarios dio lugar a un aumento de los flujos de capitales hacia distintos mercados emergentes, incluida América Latina y el Caribe. Este aumento obedeció a los diferenciales de las tasas de rendimiento previsto, afectados por perspectivas de mayores tasas de interés y de crecimiento económico. En paralelo, la mayor demanda de activos de mercados emergentes se tradujo en presiones a la apreciación de las monedas de dichos países, en especial aquellos con mayor integración a los mercados financieros internacionales y los especializados en productos básicos, que también fueron considerados objeto de inversión por los inversionistas internacionales.

En mayo de 2013, el presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica anunció que, según la evolución de la actividad económica del país y, en particular, del empleo, el programa de compra de activos podría llegar a su fin. Aunque el anuncio era positivo en la medida en que reflejaba cierta reactivación de la economía estadounidense, desencadenó una mayor volatilidad en el corto plazo, por

los mayores rendimientos de los bonos de ese país (y de las tasas de interés), las reducciones de los índices bursátiles mundiales y de América Latina, y la mayor volatilidad cambiaria, incluidas presiones que favorecían la depreciación cambiaria en los países latinoamericanos —y emergentes, en general— más integrados a los mercados financieros internacionales. Así, desde mayo de 2013, las primas de riesgo de países emergentes, incluidos los países de la región, se elevaron significativamente. Este aumento reflejó las expectativas de encarecimiento futuro de los recursos externos, al percibirse que tal fenómeno podría tener una mayor incidencia en los países cuyo déficit de la cuenta corriente subiera significativamente, puesto que dependerían en gran medida del financiamiento externo para cubrir esta brecha.

Con el anuncio posterior, en septiembre, de que el fin de los estímulos monetarios se postergaba, los índices bursátiles mejoraron, bajó el rendimiento de los bonos de los Estados Unidos de Norteamérica y se apreciaron las monedas en varios países de América Latina con relación al dólar. Persiste el peligro, sin embargo, de que el anuncio del retiro de los estímulos podría reducir la demanda de los activos financieros de estas economías, lo que a su vez tendría efectos negativos en los precios de dichos activos y en la emisión de nuevos instrumentos de mercados emergentes, con el consiguiente aumento de los costos de los recursos externos requeridos para cubrir el déficit de la cuenta corriente y financiar la inversión. Además, la incertidumbre sobre la política fiscal de los Estados Unidos de Norteamérica, con la amenaza de que sea más restrictiva en el futuro, junto con el menor crecimiento observado de la economía china, podría tener efectos moderadores sobre los precios de algunos productos básicos. Esto implica que, desde la perspectiva de la necesidad de dinamizar la economía mundial y la de América Latina y el Caribe, el fin de los estímulos monetarios tendría que coincidir con un claro repunte del comercio, que a su vez está vinculado a las políticas fiscales de los países desarrollados, para así compensar los efectos de la volatilidad e incertidumbre financiera generada por el fin —o por el anuncio del fin— de estos estímulos.

Desde la perspectiva de la CEPAL, facilitar el paso de esta transición de poco dinamismo comercial y de volatilidad financiera internacional justifica implementar políticas distinguiendo entre las respuestas orientadas al corto plazo y las de largo plazo. En el corto plazo, el nuevo escenario financiero mundial se caracteriza por las expectativas de mayor rendimiento de los activos de los Estados Unidos de Norteamérica y el posible fin del deterioro de las economías desarrolladas. En esas condiciones, es previsible que se produzca un reequilibrio de carteras de inversión en favor de activos financieros de esos países, en particular de los Estados Unidos de Norteamérica. Generalmente, ello ocurre en forma rápida y eleva de forma exagerada las variaciones de corto plazo en precios clave, como el de los productos básicos de exportación, y en el tipo de cambio. En cierta medida, esta readecuación de carteras ya se ha producido, como lo reflejan las salidas netas de los componentes más variables y líquidos de la cuenta financiera de la balanza de pagos en varios países de la región (los pasivos netos de otras inversiones, que incluyen depósitos transfronterizos y líneas de crédito). Pero no puede descartarse que durante los próximos meses esa salida de recursos se mantenga, si bien no con la misma intensidad, puesto que los flujos más volátiles ya habrían salido.

En la medida en que exista credibilidad en el sistema cambiario (es decir, que el nivel del tipo de cambio nominal observado no se encuentre muy alejado de lo que correspondería según sus determinantes fundamentales), la respuesta de corto plazo debería tener dos orientaciones: i) emplear las reservas internacionales, manteniendo las reglas de salidas y entradas de flujos financieros, para reforzar la confianza en el sistema y prever salidas abruptas ocasionadas por expectativas de modificaciones del régimen cambiario, y ii) moderar las fluctuaciones más bruscas del tipo de cambio, por su posible efecto tanto en la inflación como en las expectativas, muchas veces autoalimentadas, de devaluación.

En el mediano a largo plazo, en la medida en que se materialice el mayor crecimiento en los países desarrollados y su política monetaria sea menos expansiva, es previsible un fortalecimiento de sus monedas. Ello representaría una corrección hacia el reequilibrio tras las distorsiones creadas por el aumento sin precedentes de la liquidez global proveniente de países desarrollados.

La recomendación general sería aceptar gradualmente este nuevo escenario, permitiendo que el tipo de cambio refleje la tendencia a una depreciación de las monedas de los países menos desarrollados. Si bien ello puede significar el encarecimiento relativo de ciertos bienes necesarios para el consumo y la producción interna, en contrapartida permite recuperar parte de la competitividad perdida por los sectores transables (exportables e importables) de las economías de América Latina y el Caribe. Esta recomendación de la política cambiaria debería enmarcarse dentro de una perspectiva de largo plazo centrada en favorecer la inversión en la diversificación de la producción de los sectores transables, con lo cual se transitaría de una situación en que el crecimiento está anclado principalmente en la expansión del consumo a una situación en que la inversión y las exportaciones aumenten su contribución al crecimiento en un contexto de creciente igualdad.

Evaluaciones de la CEPAL sugieren que la productividad laboral en América Latina y el Caribe depende tanto del monto y destino de la inversión como de la heterogeneidad estructural que existe en la región. En cuanto al incremento de la productividad y como base del crecimiento futuro, la CEPAL ha recomendado impulsar la inversión dirigida a favorecer el aumento de la producción y de la diversificación de bienes y servicios transables sobre la base de pactos que involucren al Estado, al sector privado y a las organizaciones sociales, mediante arreglos institucionales y la implementación de políticas de corto y largo plazo. Como parte de este proceso, sería fundamental aprovechar la demanda regional surgida de la expansión del consumo que se ha observado en América Latina y el Caribe en los



últimos años, ya que podría ser el punto de partida de un proceso de integración basado en la expansión dinámica de las inversiones y de las exportaciones intrarregionales.

## **Capítulo I**

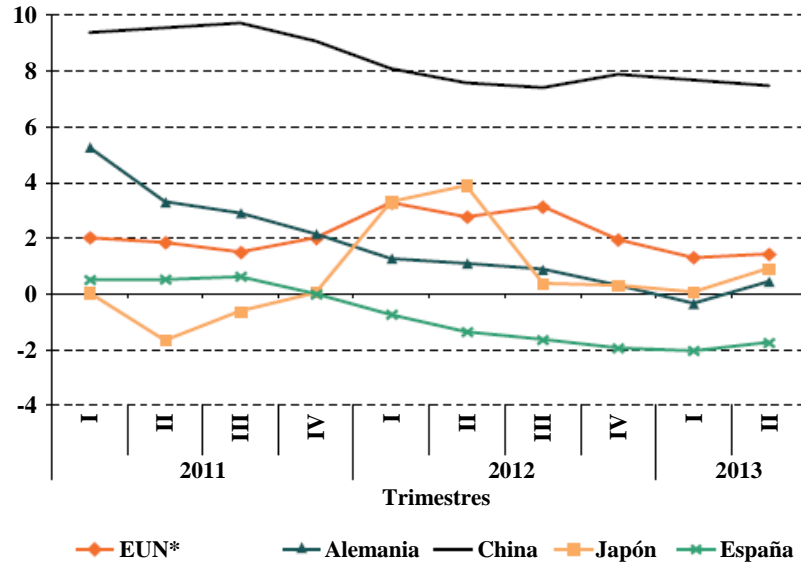
### **El contexto internacional**

#### **1. Hay indicios preliminares de que se ha detenido el deterioro de la economía mundial**

- Luego de varios años de caídas sostenidas de los principales indicadores macroeconómicos, durante el primer semestre de 2013 se aprecian los primeros indicios de que el deterioro de la economía mundial comienza a detenerse.
- Los Estados Unidos de Norteamérica: como resultado de diferentes programas de estímulos, la economía ha continuado creciendo, aunque a ritmos bajos.
- Alemania: en el segundo semestre de 2013 se revirtió la tendencia descendente de sus tasas de crecimiento.
- España e Italia: se aminoró el deterioro, pero el crecimiento de la economía se mantuvo en terreno negativo.
- Japón: ahora bajo una conducción económica de orientación fuertemente reactivadora, comenzó a exhibir una recuperación.
- China: si bien su crecimiento fue inferior al de años previos, se mantuvo en un nivel elevado.

**PAÍSES SELECCIONADOS: PRODUCTO INTERNO BRUTO  
2011-2013**

**-Variación interanual en porcentajes-**



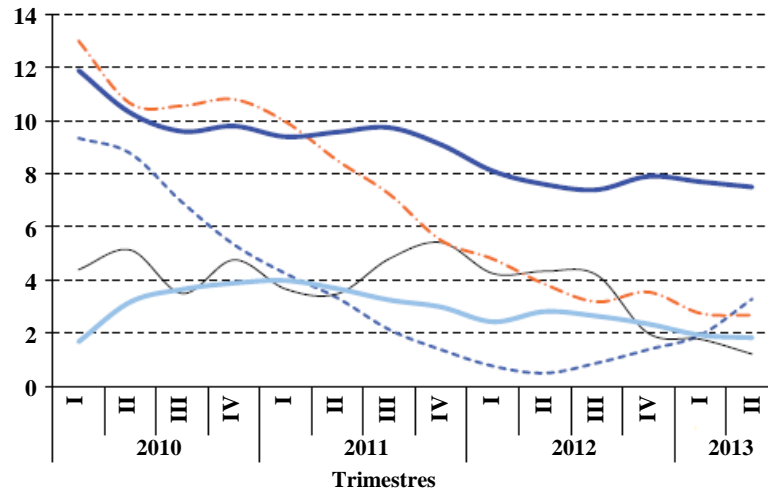
EUN: Estados Unidos de Norteamérica.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

**2. Se registra una desaceleración del crecimiento de los denominados BRICS (Brasil, Federación de Rusia, India, China y Sudáfrica), excepto Brasil, que exhibe una recuperación, y China, que anota una importante tasa de crecimiento**

- La desaceleración más fuerte se observa en el caso de la India, y en parte en la Federación de Rusia y Sudáfrica.
- Brasil exhibe una recuperación y China mantiene un crecimiento alto.

**BRASIL, FEDERACIÓN DE RUSIA, INDIA, CHINA Y SUDÁFRICA (BRICS):  
PRODUCTO INTERNO BRUTO, 2010-2013  
-En porcentajes-**

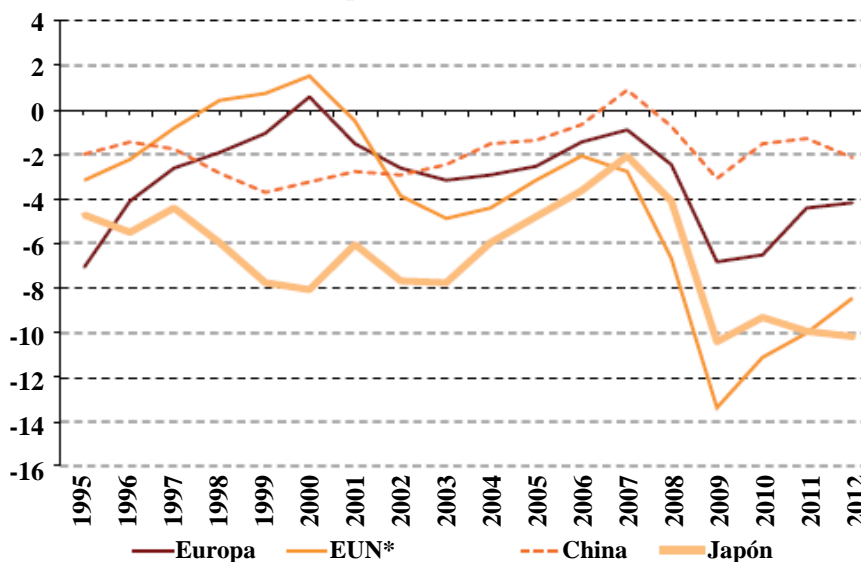


— Brasil — Federación de Rusia — India — China — Sudáfrica  
 FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

**3. Persisten grandes brechas fiscales, sujetas a procesos de ajuste diferenciados, que siguen causando incertidumbre en la economía mundial**

- La política fiscal contracíclica de China, Europa, los Estados Unidos de Norteamérica y Japón se reflejó en un aumento de su déficit fiscal, pero con divergencias entre países: a) en China el déficit se amplió transitoriamente y luego se ubicó en niveles similares a años anteriores; b) en Europa aumentó en mayor medida la brecha pero el ajuste fiscal inicial fue más rápido, aunque en 2012 el ritmo del ajuste fue más gradual; c) el aumento mayor del déficit tuvo lugar en 2009 en los Estados Unidos de Norteamérica, y a partir de 2010 se inició un proceso de ajuste gradual, y d) en Japón también se produjo un fuerte aumento del déficit fiscal en 2009, sin un proceso de ajuste similar al de los demás países.

**EUROPA, CHINA, ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA Y JAPÓN:  
BALANCE FISCAL, 1995-2012  
-En porcentajes del PIB-**



EUN\* Estados Unidos de Norteamérica.

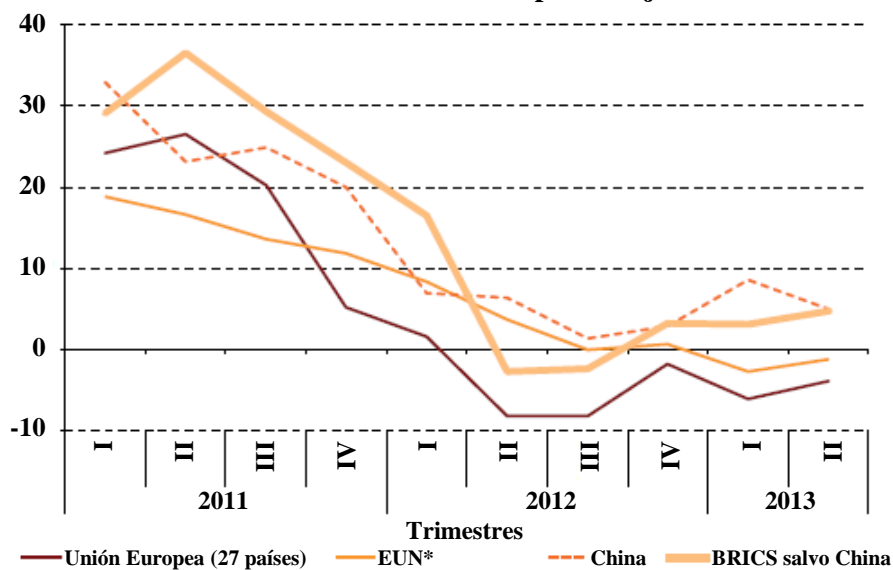
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

**4. Se estaría deteniendo la caída de las importaciones totales de los principales socios comerciales de América Latina y el Caribe, aunque persiste un bajo dinamismo**

- Las importaciones de China mantuvieron una tendencia positiva en el segundo trimestre de 2013 (en términos interanuales). Sin embargo, el crecimiento interanual se encuentra muy por debajo del promedio registrado entre 2007 y 2011. Esta situación probablemente obedece a la desaceleración de la economía china.
- Las importaciones de los BRICS (salvo China) muestran cierta recuperación, en contraste con 2012, ya que registran tasas positivas durante los dos primeros trimestres del año, aunque las cifras son significativamente inferiores a las registradas en años previos.

- Las importaciones de la Unión Europea siguieron anotando un crecimiento negativo debido a los problemas económicos en la zona del euro, especialmente en España e Italia. Persistió un decrecimiento de las importaciones totales de la Unión Europea durante los dos primeros trimestres de 2013, pero la tendencia al deterioro parece haberse detenido.
- Las variaciones interanuales de las importaciones estadounidenses fueron negativas por segundo trimestre consecutivo, lo que refleja el crecimiento económico todavía relativamente bajo de este país.

**BRICS (SALVO CHINA), CHINA, ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA Y UNIÓN EUROPEA<sup>a/</sup>: EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES, PRIMER TRIMESTRE DE 2011-SEGUNDO TRIMESTRE DE 2013**  
**-Variación interanual en porcentajes-**



a/ Se considera el comercio extrarregional de 27 países.

EUN\* Estados Unidos de Norteamérica.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

### 5. Se estabilizó el riesgo país en Europa

- Desde el anuncio realizado en el segundo semestre de 2012 de la nueva política del BCE, las primas de riesgo de los países de la zona del euro comenzaron a



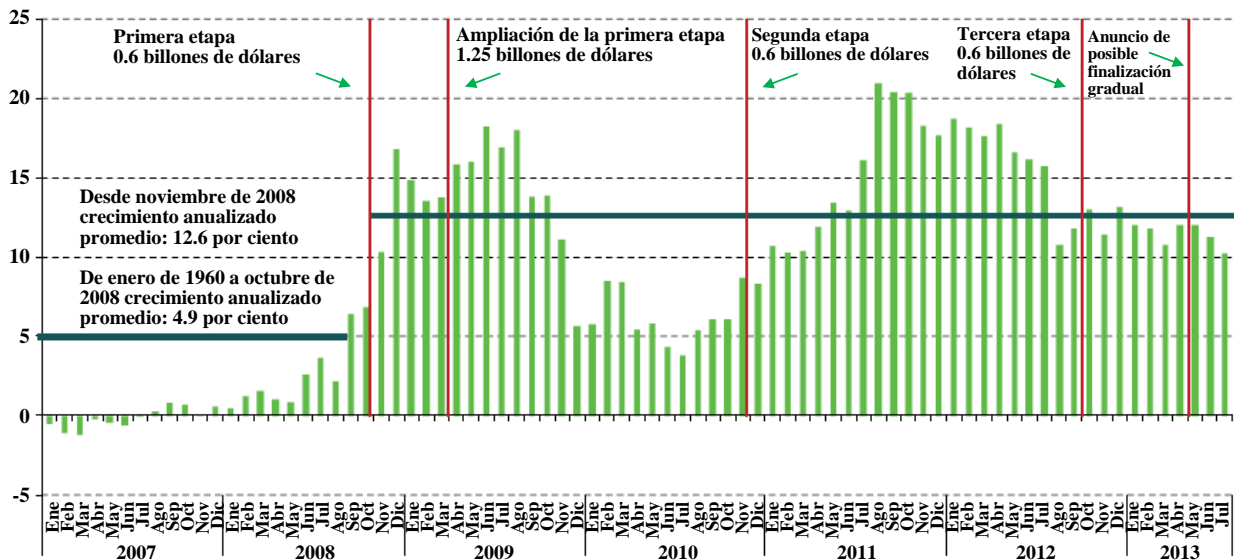
economías como Japón y el Reino Unido han adoptado políticas similares para impulsar una recuperación del crédito y de la demanda agregada interna.

- Ante el aumento de la liquidez internacional que se produjo por las políticas antes mencionadas, entre otras cosas, aumentaron los flujos de capitales hacia distintos mercados emergentes, como América Latina. Este aumento obedeció a los diferenciales de las tasas de rendimiento previsto, afectados por perspectivas de mayores tasas de interés y de crecimiento económico.
- En paralelo, tal mayor demanda de activos de mercados emergentes se tradujo en presiones a la apreciación de las monedas de dichos países, en especial aquellos con mayor integración a los mercados financieros internacionales y aquellos especializados en productos básicos, que también fueron considerados como objeto de inversión por los inversionistas internacionales.
- En mayo de 2013, el presidente de la Reserva Federal anunció que, según la evolución de la actividad económica de los Estados Unidos de Norteamérica y, en particular, del empleo, el programa de compra de activos que venía instrumentándose podría llegar a su fin. Este anuncio desencadenó un aumento de la volatilidad en el corto plazo, dada la incertidumbre existente acerca de: i) cuándo ocurriría el fin del estímulo, ii) cómo se aplicaría la finalización gradual y iii) cómo repercutiría en la economía de los Estados Unidos de Norteamérica y las economías que previamente recibían dichos flujos.
- La menor liquidez esperada en los mercados internacionales ya ha provocado la depreciación nominal de las monedas de varios países emergentes y países exportadores de productos básicos en general, junto con la desaceleración observada de algunas de dichas economías.

- En las economías emergentes, el anuncio del retiro de los estímulos podría inducir una menor demanda de activos financieros de estas economías, lo cual a su vez tendría efectos negativos sobre los precios de dichos activos, sobre la emisión de nuevos instrumentos de mercados emergentes y sobre la economía real.
- En conjunto con el menor crecimiento observado de la economía china, también podría tener efectos moderadores sobre los precios de los productos básicos.

**ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA: CRECIMIENTO DEL M1 EN EL PERÍODO DE APLICACIÓN DEL ESTÍMULO MONETARIO, 2007-PRIMER SEMESTRE DE 2013**

**-Variación anual en porcentajes-**



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

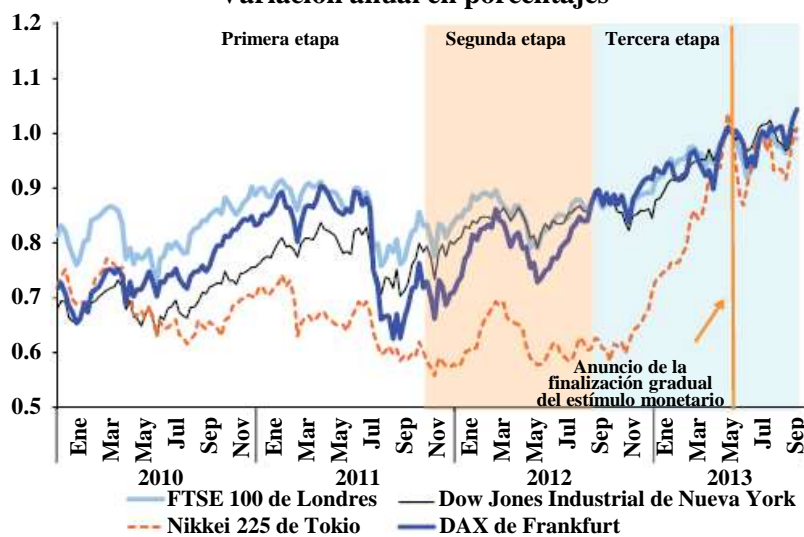
**7. La aplicación del estímulo monetario de los Estados Unidos de Norteamérica ha afectado a las principales bolsas de valores**

- La primera etapa de aplicación del estímulo monetario impulsó los precios de las acciones de las principales bolsas de valores del mundo.



- Durante la crisis europea, en que se adoptaron medidas para atender los problemas enfrentados por Grecia, se registraron aumentos de las fluctuaciones de las principales bolsas de valores.
- En las siguientes etapas de aplicación del estímulo monetario se produjo un mejor desempeño de las bolsas de valores de varios países desarrollados.
- Finalmente, el anuncio del posible fin del estímulo monetario en los Estados Unidos de Norteamérica, asociado a un aumento de la incertidumbre, estaría introduciendo volatilidad en dichos mercados.

**ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA, JAPÓN Y EUROPA  
(PAÍSES SELECCIONADOS): COMPORTAMIENTO DE  
LAS BOLSAS DE VALORES, 2007-2013  
-Variación anual en porcentajes-**



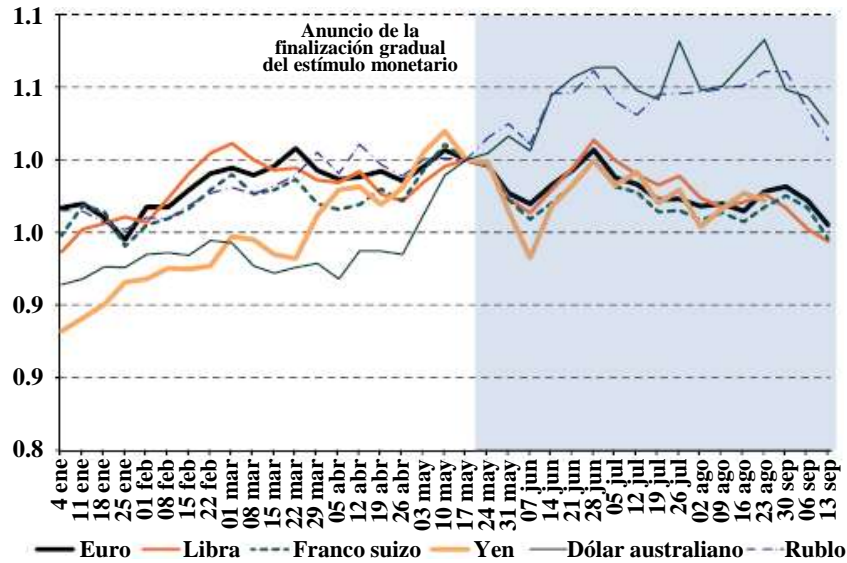
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

## 8. Volatilidad financiera: la aplicación del estímulo monetario de los Estados Unidos de Norteamérica ha afectado a los tipos de cambio

- El anuncio del fin del estímulo monetario coincidió con un aumento de la depreciación de algunas monedas, como el rublo ruso y el dólar australiano, en

parte debilitadas por las expectativas de la reducción de precios de las materias primas exportadas por ambos países.

**EVOLUCIÓN DEL EURO, EL YEN, LA LIBRA ESTERLINA, EL FRANCO SUIZO, EL DÓLAR AUSTRALIANO Y EL RUBLO RESPECTO DEL DÓLAR DE LOS ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA, 2013**  
-Índice 22 de mayo de 2013=100-

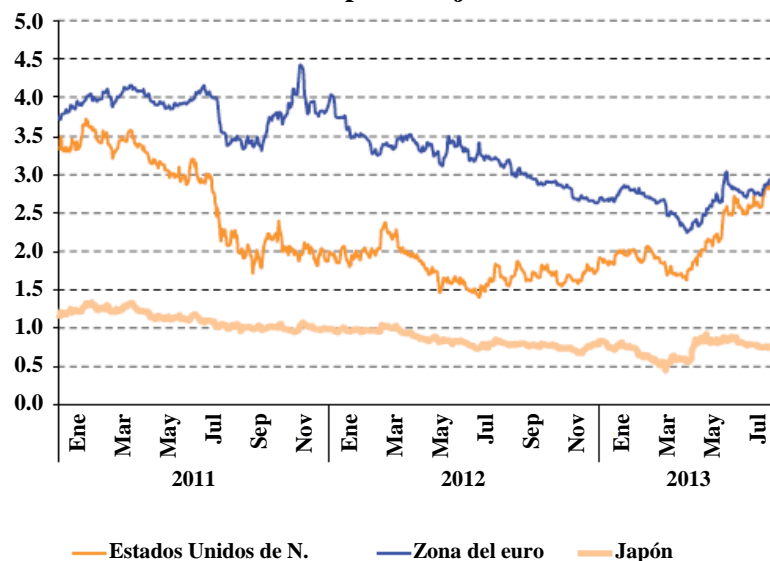


FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

**9. El posible fin del estímulo monetario de los Estados Unidos de Norteamérica ha provocado un aumento de los rendimientos de los bonos (y de las tasas de interés)**

- Los rendimientos de los bonos soberanos de países desarrollados venían exhibiendo sostenidas reducciones debido a los programas extraordinarios de liquidez aplicados en los Estados Unidos de Norteamérica y a la reorientación de la política del BCE desde mediados de 2012.
- En mayo de 2013 esta tendencia se revirtió ante las expectativas de: a) recuperación de la economía de los Estados Unidos de Norteamérica, b) mayor rendimiento de sus activos financieros y c) reducción de la liquidez inyectada por la Reserva Federal.

**ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA, JAPÓN Y ZONA DEL EURO:  
RENDIMIENTOS DE BONOS DE LA DEUDA DEL GOBIERNO A 10 AÑOS,  
ENERO DE 2011-JULIO DE 2013**  
-En porcentajes-



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras de la Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas (EUROSTAT) y Datastream.

## Capítulo II

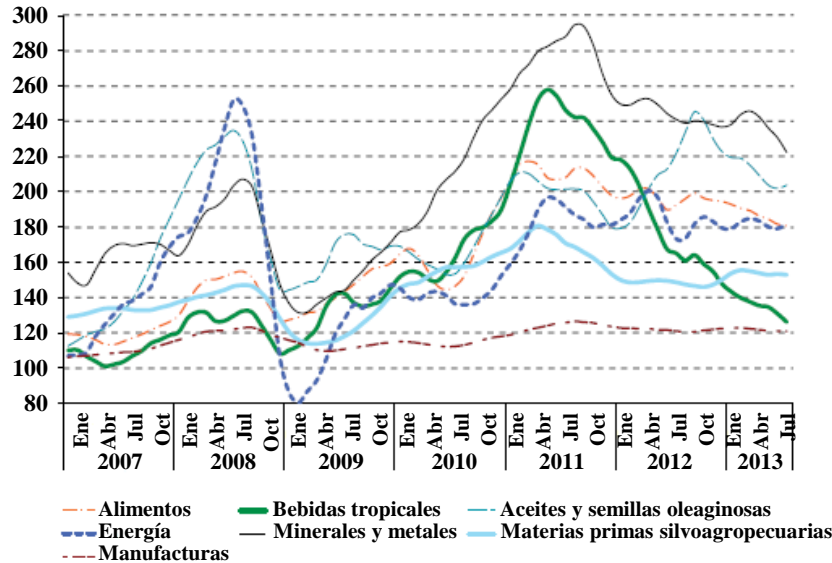
### Repercusiones en América Latina y el Caribe

#### 1. La actual coyuntura económica internacional se ha traducido en una moderada tendencia a la baja de precios de los productos básicos de exportación de la región

- A lo largo de 2013 se ha observado un descenso generalizado —aunque con diferencias— de los precios de los productos de exportación de la región.
- Con todo, los precios se mantienen en niveles relativamente altos en comparación con los registrados antes de la crisis financiera global. Los precios de las bebidas tropicales están entre los que más se redujeron.

- La tendencia a la baja se explica principalmente por cierta desaceleración del crecimiento de China.

**AMÉRICA LATINA: ÍNDICES DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN Y MANUFACTURAS, PROMEDIO MÓVIL DE TRES MESES, ENERO DE 2007-JULIO DE 2013<sup>a/</sup>**  
**-Índice, 2005=100-**



a/ La ponderación de los grupos de productos básicos de exportación se calcula según su participación en la canasta de exportaciones de América Latina.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) y de Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis (CPB).

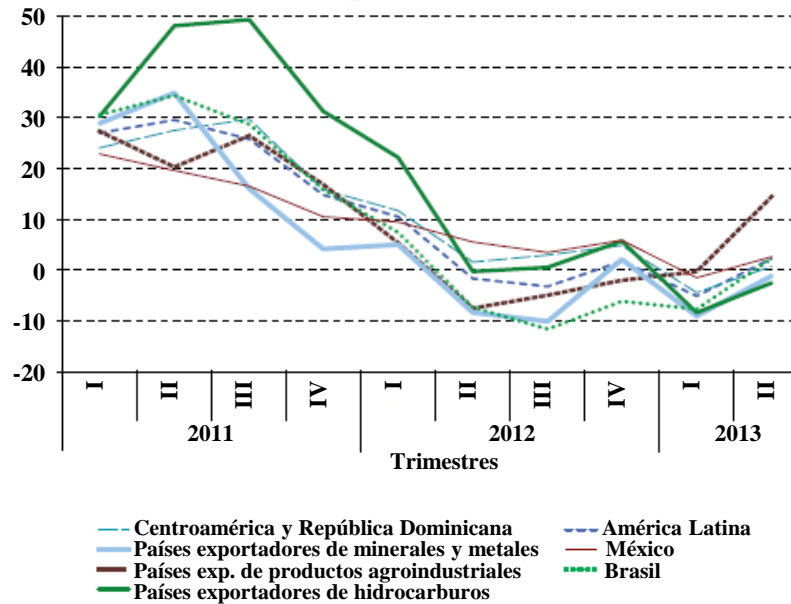
## 2. Sin embargo, parece cesar el deterioro de las exportaciones de la región, tanto totales como destinadas a los principales socios comerciales

- Se observa cierta recuperación del valor de las exportaciones en el segundo trimestre del año, que muestra un crecimiento del 1.7% respecto del mismo trimestre de 2012. En cambio, en el primer trimestre de 2013 se registraba un descenso interanual del 4.9%. Sin embargo, el repunte parcial del segundo trimestre no fue suficiente para contrarrestar el resultado del primer trimestre, por lo que las exportaciones del primer semestre en su conjunto registraron una baja del 1.6% respecto del mismo período del año anterior. Este resultado es

- consecuencia principalmente de las caídas de los precios de varios productos primarios exportados por la región.
- La recesión en la zona del euro y el crecimiento todavía débil de la economía estadounidense se ven reflejados en una evolución negativa de las exportaciones de la región hacia estos dos destinos en lo que va del año. Por su parte, las exportaciones de la región al mercado chino exhibieron un crecimiento positivo, aunque moderado, en el segundo trimestre, luego de presentar caídas significativas en los tres trimestres anteriores.
  - Si bien el leve crecimiento interanual del valor de las exportaciones totales en el segundo trimestre se debe principalmente al aumento de las exportaciones destinadas a Asia (que crecieron un 6.5%), el dinamismo de las exportaciones de la región a los países que no forman parte de las grandes regiones económicas también cumplió un papel importante, anotando un aumento del 18.2% en términos interanuales. Estos destinos son principalmente países de África.
  - La recuperación del crecimiento de las exportaciones es mayor en los países exportadores de productos agroindustriales (Argentina, Paraguay y Uruguay) y menor en los exportadores de hidrocarburos (Bolivia (Estado Plurinacional de), Colombia, Ecuador y Venezuela (República Bolivariana de)). Este hecho pone de manifiesto la importancia de los precios de las materias primas como factor determinante de la evolución del valor de las exportaciones.

**AMÉRICA LATINA: TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL VALOR DE LAS EXPORTACIONES, POR ORIGEN, ENERO DE 2011-JUNIO DE 2013**

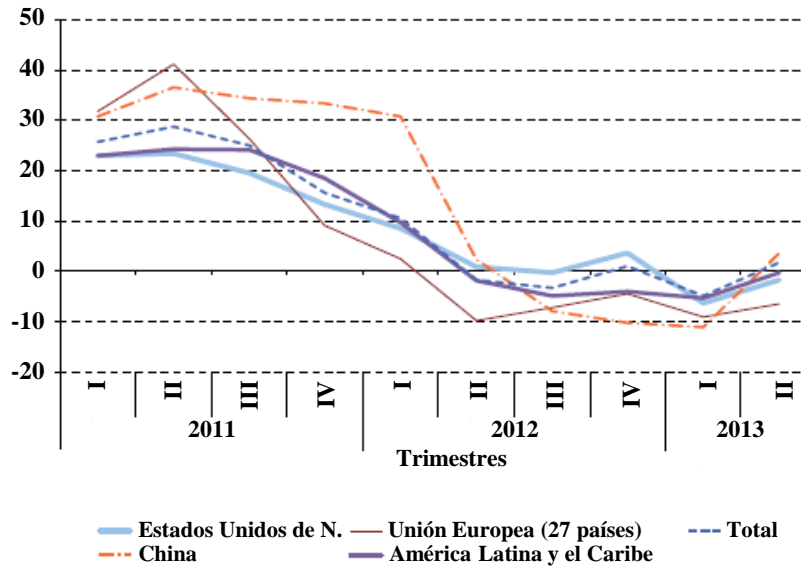
-En porcentajes-



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

**AMÉRICA LATINA: TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL VALOR DE LAS EXPORTACIONES, POR DESTINO, ENERO DE 2011-JUNIO DE 2013**

-En porcentajes-



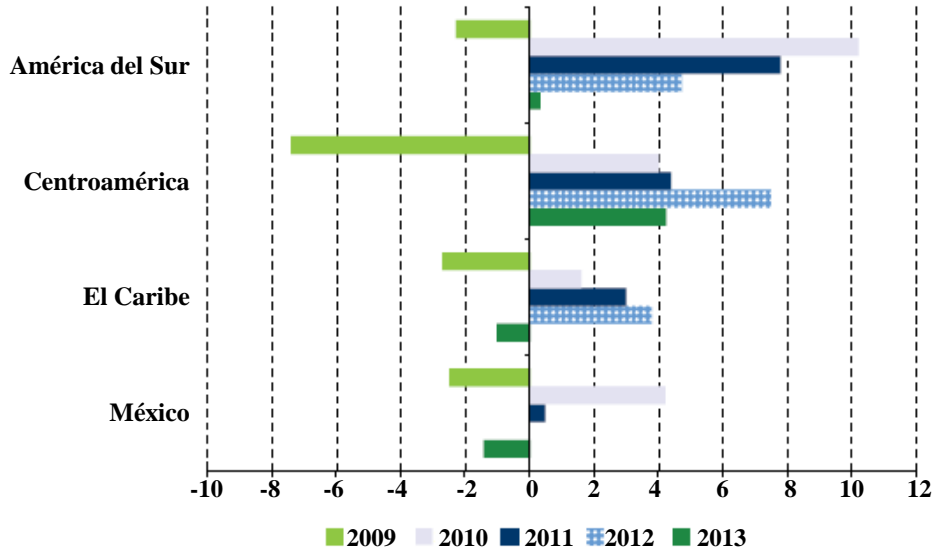
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

### **3. El turismo se ha recuperado parcialmente en Centroamérica y en menor medida en América del Sur, al mismo tiempo que se ha reducido en México y el Caribe**

- Durante los primeros meses de 2013 se observaron caídas de las tasas de variación interanual del flujo internacional de turistas hacia los destinos del Caribe y México (de un 1 y un 1.4%, respectivamente).
- En el caso del Caribe, la baja se puede explicar por la situación económica todavía compleja en los países europeos, que representan una fuente importante de turistas hacia esta subregión.
- La falta de dinamismo de los flujos turísticos hacia América del Sur responde principalmente a la desaceleración de la actividad económica en la propia región, que incide en el flujo de turismo intrarregional y de negocios en esta subregión.
- La recuperación del flujo de turistas hacia la subregión centroamericana (que registra un aumento de un 4.2%) se debe en gran medida a la reactivación, aunque todavía lenta, de la actividad económica en los Estados Unidos de Norteamérica, que es la principal fuente de turistas con destino a los países de Centroamérica.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL  
DE LAS LLEGADAS DE TURISTAS, 2009-2013<sup>a/</sup>**

**-En porcentajes-**



<sup>a/</sup> Las cifras de 2013 corresponden al período de enero a abril, excepto en el caso de México, en que corresponden al período de enero a mayo.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

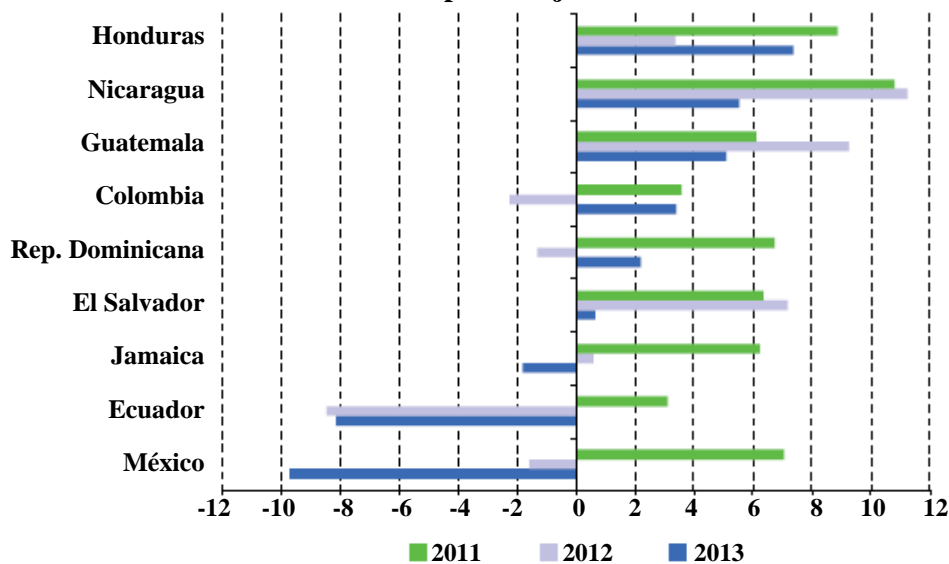
**4. El panorama de las remesas también es mixto: han aumentado en los países centroamericanos, pero se han reducido en el Ecuador y México**

- En lo que va de 2013, se observa un incremento del flujo de remesas hacia Centroamérica, asociado a la recuperación, todavía lenta, de la economía estadounidense.
- El bajo crecimiento que exhibe el flujo de remesas hacia Colombia y la notoria caída de las remesas hacia el Ecuador reflejan la difícil coyuntura laboral que se vive en algunos de los principales países de destino de los trabajadores emigrantes: España y Venezuela (República Bolivariana de), en el caso de Colombia, y España e Italia, en el caso del Ecuador.



- Se estima que la reducción de las remesas enviadas hacia México refleja el hecho de que los migrantes mexicanos en los Estados Unidos de Norteamérica trabajan mayormente en aquellos sectores que fueron más afectados durante la crisis económica y financiera mundial y después de ella (construcción, manufacturas y comercio), así como el hecho de que la inmigración mexicana hacia los Estados Unidos de Norteamérica muestra un estancamiento e incluso cierta reversión.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS):  
TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS INGRESOS  
POR REMESAS DE EMIGRADOS, 2011-2013<sup>a/</sup>**  
-En porcentajes-



<sup>a/</sup> Las cifras de 2013 corresponden a distintos períodos según los países: Ecuador y República Dominicana: de enero a marzo; Jamaica: de enero a abril; Colombia y Honduras: de enero a mayo; México y Nicaragua: de enero a junio, y El Salvador y Guatemala: de enero a julio.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

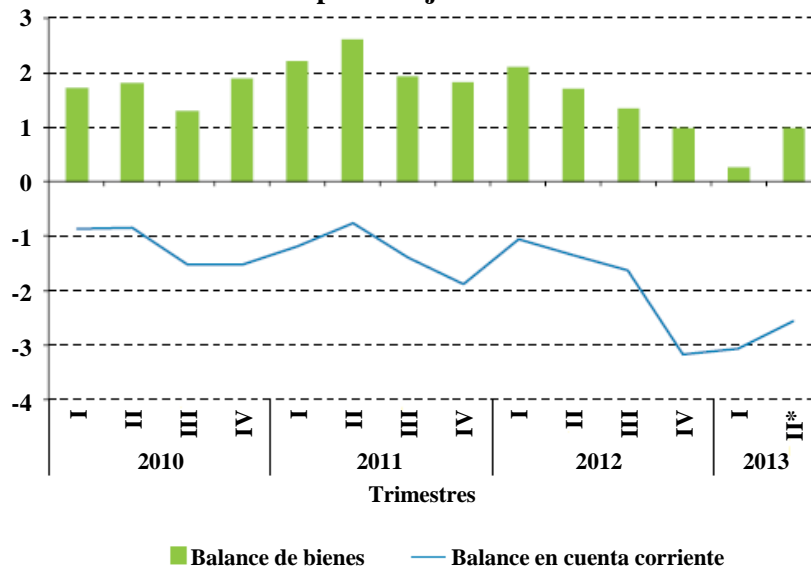
### 5. Continuó produciéndose un deterioro del déficit de la cuenta corriente

- Si bien el saldo deficitario del segundo trimestre de 2013 representa una mejora comparado con los dos trimestres anteriores, en los últimos años se aprecia un

retroceso continuo de los flujos que componen las balanzas de la cuenta corriente regional.

- La principal explicación del creciente déficit de la cuenta corriente es el deterioro del balance de bienes, debido al hecho de que las importaciones han crecido más que las exportaciones en los últimos años, lo que ha reducido el superávit comercial existente. Además, la falta de dinamismo del flujo turístico hacia la región ha ocasionado un moderado deterioro del déficit del balance de servicios.
- También ha disminuido el superávit del balance de transferencias, fundamentalmente por la reducción de las remesas hacia México, mientras que el déficit del balance de renta se ha mantenido en niveles estables a lo largo de los últimos años.

**AMÉRICA LATINA (14 PAÍSES): EVOLUCIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE  
Y DEL BALANCE DE BIENES, ENERO DE 2010-JUNIO DE 2013**  
-En porcentajes del PIB-



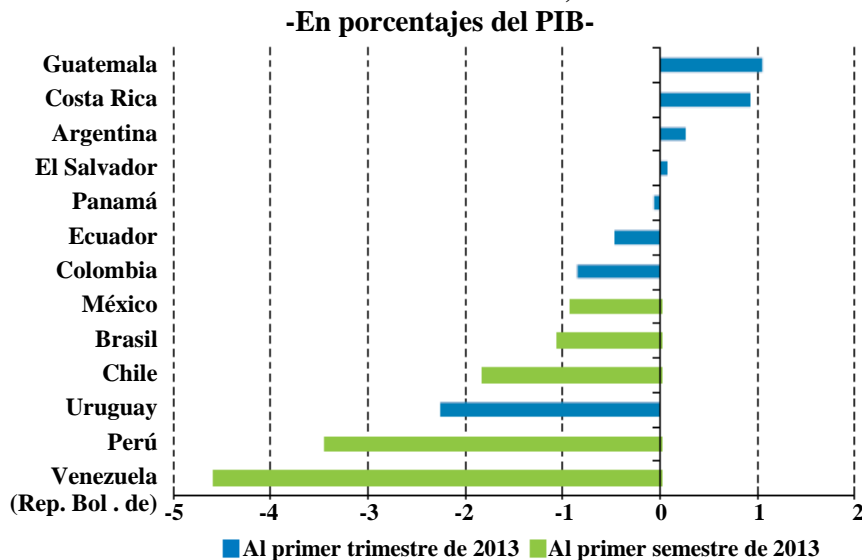
\* Cifras preliminares.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

## 6. El deterioro de la cuenta corriente afecta a la mayoría de los países de la región

- El deterioro de la cuenta corriente afecta a la mayoría de los países de la región, y en especial a aquellos que dependen en mayor medida de las exportaciones de minerales y metales (Chile y Perú) o de hidrocarburos (Colombia, Ecuador y Venezuela (República Bolivariana de)), aunque también ha afectado a economías más diversificadas (Brasil y México). Los países centroamericanos parecen haber sido los menos afectados.

### AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): VARIACIÓN INTERANUAL DEL PROMEDIO MÓVIL DEL SALDO EN CUENTA CORRIENTE COMO PORCENTAJE DEL PIB, 2013



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

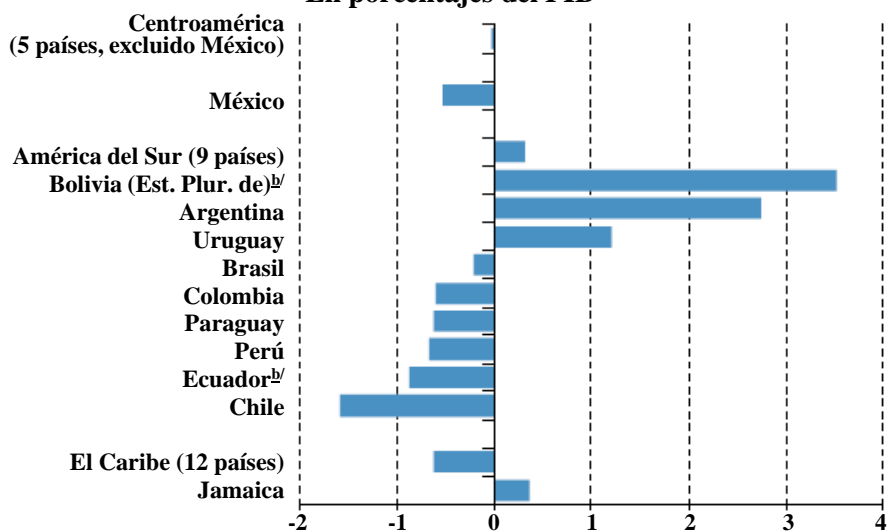
## 7. Los ingresos fiscales presentan un panorama mixto, condicionados por la evolución de las exportaciones de metales y de hidrocarburos, además del turismo

- La desaceleración económica, la caída de los precios de ciertos productos básicos de exportación y una reducción del turismo en el Caribe han golpeado los ingresos fiscales en varios países de la región.

- En América del Sur, como promedio, se registró un aumento debido a significativos incrementos de ingresos en Bolivia (Estado Plurinacional de), Argentina y Uruguay. Por el contrario, los ingresos provenientes de impuestos a empresas exportadoras de cobre cayeron fuertemente en Chile y el Perú, al mismo tiempo que en el Ecuador se redujeron los ingresos por la comercialización de hidrocarburos. En Colombia, Paraguay y Brasil se han registrado caídas moderadas de sus ingresos totales.
  
- En el Caribe los ingresos han caído cerca de medio punto del PIB, una tendencia que se observa de manera general en las economías exportadoras de servicios (turismo) y de productos básicos (hidrocarburos y metales y minerales). Jamaica muestra una cierta recuperación, luego de varios años de decrecimiento de sus ingresos.
  
- En Centroamérica se aprecia un crecimiento moderado pero relativamente constante en los últimos trimestres, lo que unido a las medidas tributarias recientes ha permitido una cierta estabilidad de los ingresos totales. En México se registra una baja de los ingresos provenientes de la venta de hidrocarburos, que ha sido compensada en parte por el alza de los impuestos a la renta.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS):  
VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS INGRESOS TOTALES COMO  
PORCENTAJE DEL PIB, JUNIO DE 2013<sup>a/</sup>**

**-En porcentajes del PIB-**



<sup>a/</sup> Se compara la suma de los ingresos de los cuatro trimestres que terminan en junio de 2013 con la suma de los ingresos de los cuatro trimestres que terminan en junio de 2012.

<sup>b/</sup> Sector público no financiero.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

**8. El gasto público ha mostrado una tendencia al alza, sobre todo en América del Sur, en algunos países como parte de esfuerzos por dinamizar la demanda interna ante el debilitamiento del sector externo**

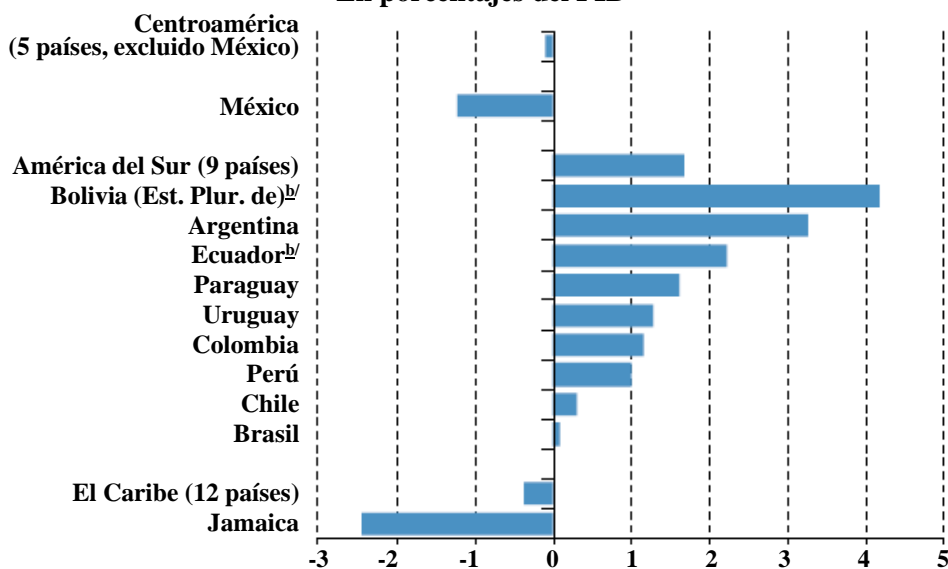
- En América del Sur se observa un fuerte aumento del gasto en Argentina y Bolivia (Estado Plurinacional de), lo que replica la dinámica de los ingresos, así como en Paraguay y Ecuador, a pesar de la caída cíclica de sus ingresos. En Perú, Chile, Colombia y Uruguay se han producido igualmente crecimientos por encima del PIB, mientras que en Brasil el gasto del gobierno central aumentó levemente como porcentaje del PIB, influido por la notoria reducción del pago de intereses en los últimos trimestres.
- En Centroamérica, según los últimos datos disponibles, se produjo una reducción modesta del gasto público como porcentaje del PIB. En México, el

año también se inició con un gasto muy moderado, que debería expandirse en el resto de 2013, de acuerdo con los anuncios recientes en el sentido de acelerar la ejecución presupuestaria y con la ampliación de las metas de déficit para este año y el siguiente.

- Los países del Caribe han continuado ajustando su gasto público, en un esfuerzo por reducir los déficit y el peso de la deuda pública en sus economías, en un contexto de escaso crecimiento que ya se prolonga por varios años.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (PAÍSES SELECCIONADOS):  
VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS GASTOS TOTALES COMO  
PORCENTAJE DEL PIB, JUNIO DE 2013<sup>a/</sup>**

**-En porcentajes del PIB-**



<sup>a/</sup> Se compara la suma de los ingresos de los cuatro trimestres que terminan en junio de 2013 con la suma de los ingresos de los cuatro trimestres que terminan en junio de 2012.

<sup>b/</sup> Sector público no financiero.

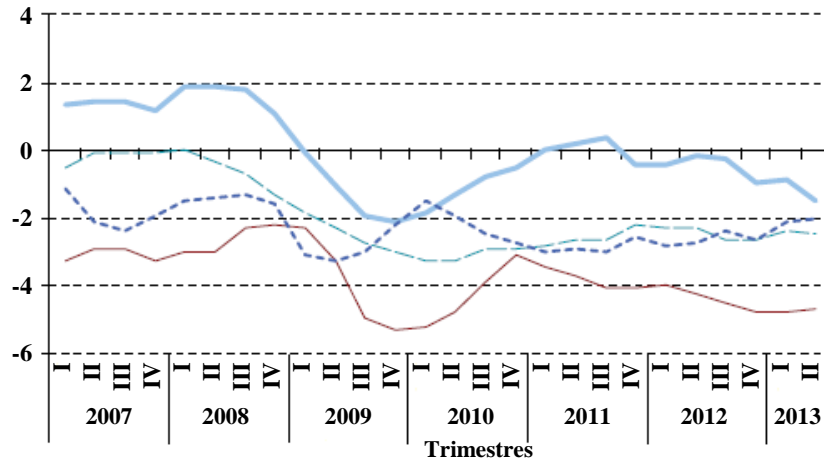
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

## 9. Aumentó el déficit fiscal en el Caribe y América del Sur

- De acuerdo con el resultado global de las operaciones del gobierno central, en los últimos trimestres persiste en el Caribe la tendencia a un deterioro de la

situación fiscal, en México y Centroamérica se mantiene el déficit en torno a un promedio de dos puntos y en América del Sur se observa un deterioro moderado.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EVOLUCIÓN DEL RESULTADO GLOBAL, ENERO DE 2007-JUNIO DE 2013<sup>a/</sup>**  
**-En porcentajes del PIB-**



— América del Sur (9 países) — El Caribe (13 países)  
 — Centroamérica (5 países, excluido México) — México

a/ Suma móvil del resultado global de los cuatro últimos trimestres dividido por el promedio móvil del PIB.

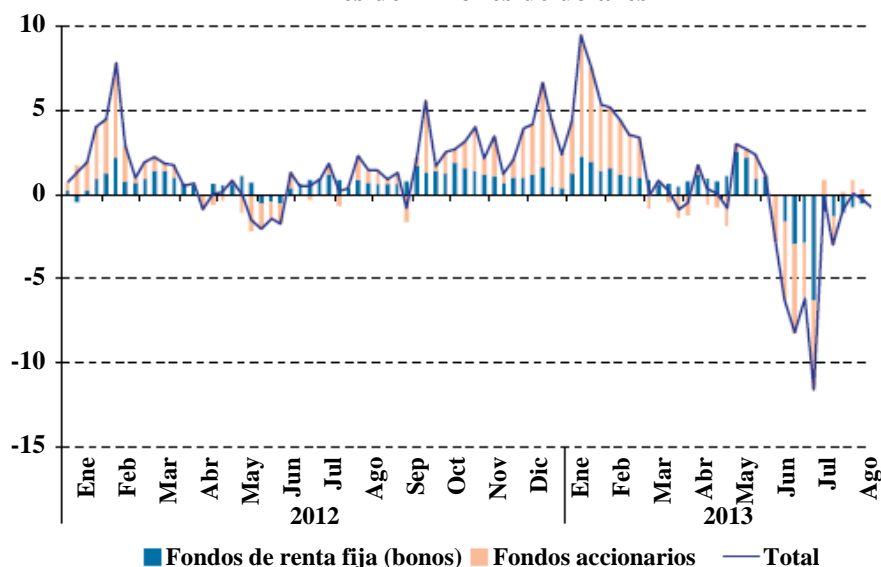
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

**10. La volatilidad financiera internacional ha dado lugar a un ajuste de corto plazo de los flujos de capital hacia los países emergentes**

- Los inversionistas financieros han comenzado a rebalancear sus carteras, retirándose de fondos orientados a instrumentos de los países emergentes.
- Ante los mayores rendimientos esperados de los activos de los Estados Unidos de Norteamérica y la estabilidad del riesgo en los países desarrollados, sus instrumentos financieros aparecen más atractivos que antes respecto de aquellos de los países emergentes.

- Por ello, si bien la inversión extranjera directa y la inversión de cartera han seguido llegando a la región, los componentes más volátiles del financiamiento externo exhiben salidas netas, y la acumulación de reservas ha sido menor que en períodos anteriores.
- Es previsible que el retiro de los estímulos monetarios en los Estados Unidos de Norteamérica se exprese en alzas de las tasas de interés mundiales, incluido el costo del financiamiento externo para América Latina y el Caribe.

**FLUJOS NETOS DE ENTRADAS Y SALIDAS DE RECURSOS DESDE  
FONDOS DE INVERSIÓN EN PAÍSES EMERGENTES,  
ENERO DE 2012-AGOSTO DE 2013**  
-En miles de millones de dólares-



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras de EPFR Global.

### **11. Después del anuncio del posible fin del estímulo monetario en los Estados Unidos de Norteamérica, aumentó la inestabilidad cambiaria en los países más integrados a los mercados financieros internacionales**

- En las economías de América Latina y el Caribe, la volatilidad de los mercados financieros internacionales, las distintas fases de los estímulos monetarios y los



resultados macro registrados propiciaron una apreciación de las monedas de aquellos países más integrados a los mercados financieros.

- Sin embargo, los recientes anuncios de la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica sobre el posible fin del estímulo monetario, sumados a una desaceleración del crecimiento de estos países, han significado una fuerte reversión de las valoraciones de las monedas de la región, de modo que después de dichos anuncios los procesos de apreciación que se venían observando han dado paso a depreciaciones que en algunos casos, como el de Brasil, superan el 15 por ciento.

**EVOLUCIÓN DEL REAL, EL PESO MEXICANO, EL PESO COLOMBIANO, EL PESO CHILENO Y EL SOL RESPECTO DEL DÓLAR DE LOS ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA, ENERO-SEPTIEMBRE DE 2013**  
**-Índice, 22 de mayo de 2013=1.00-**

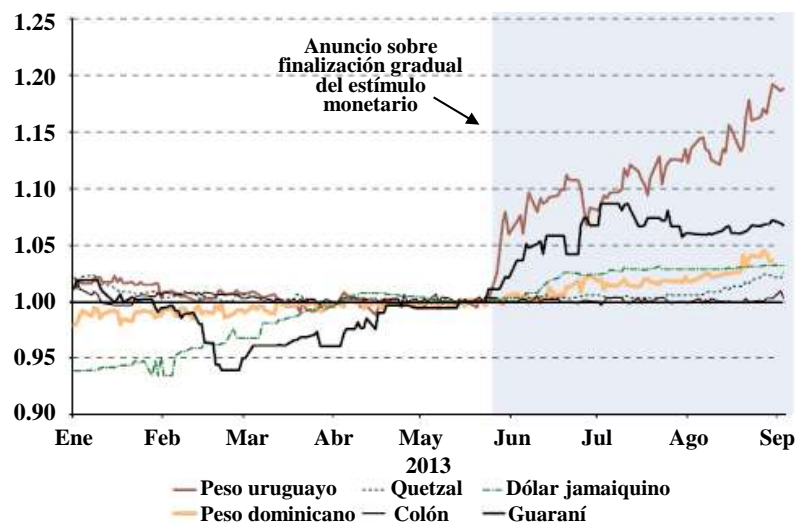


FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

## 12. La inestabilidad cambiaria también ha aumentado en otros países de la región

- Los efectos del anuncio sobre el posible fin del estímulo monetario no solo se han observado en las monedas de las economías más integradas a los mercados financieros internacionales. Otras monedas han registrado también depreciaciones, que en el caso del peso uruguayo y el guaraní llegan al 18 y el 5%, respectivamente.

**EVOLUCIÓN DEL PESO URUGUAYO, EL PESO DOMINICANO, EL QUETZAL, EL COLÓN, EL DÓLAR JAMAQUINO Y EL GUARANÍ RESPECTO DEL DÓLAR DE LOS ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMÉRICA, ENERO-SEPTIEMBRE DE 2013**  
**-Índice, 22 de mayo de 2013=1.00-**

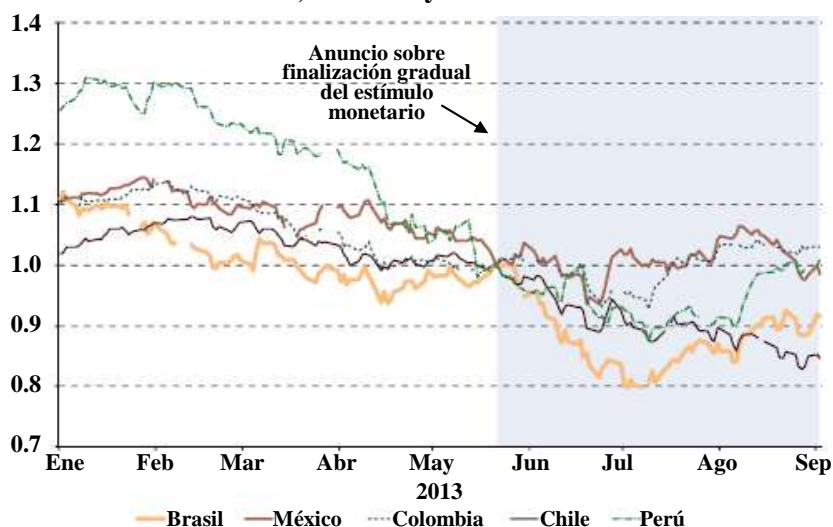


FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

## 13. La inestabilidad financiera ha afectado las bolsas de valores de América Latina

- Durante este período, la evolución de los principales mercados accionarios de la región también ha registrado una elevada volatilidad, que luego del anuncio sobre la finalización gradual del estímulo monetario se ha traducido en pérdidas en Brasil, Chile, México y Perú.

**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS):  
EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS DE VALORES  
-Índice, 22 de mayo de 2013=1.00-**



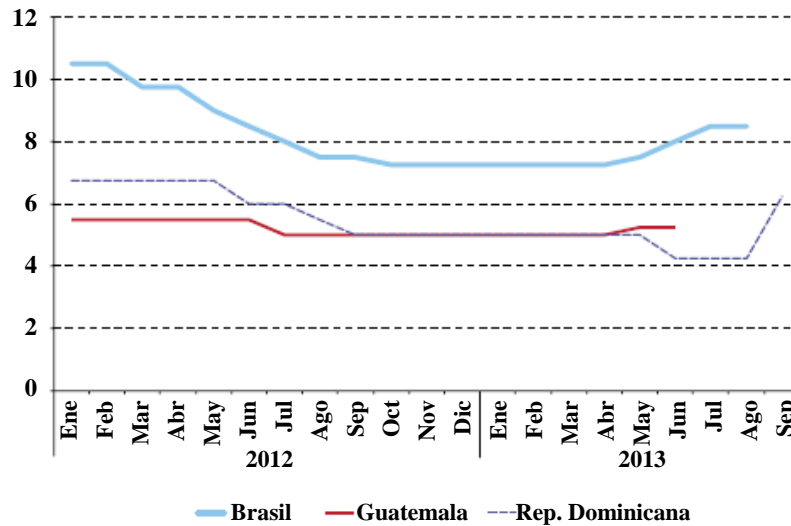
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras Bloomberg.

**14. Las políticas monetarias adoptadas ante la inestabilidad financiera han sido diversas, tanto entre los países que aplican esquemas de metas de inflación como entre aquellos que tienen otros regímenes de política monetaria**

- En un entorno de elevada volatilidad externa, que se ha reflejado en los tipos de cambio a través de significativas depreciaciones nominales, los bancos centrales de la región han recurrido nuevamente al manejo de sus instrumentos (tasas de interés, crecimiento de los agregados, manejo de las reservas internacionales y de políticas macroprudenciales) para atender a sus objetivos de política.
- En economías que cuentan con esquemas de metas de inflación y que, en consecuencia, emplean la tasa de política monetaria como una de las principales herramientas (o la principal herramienta) para la conducción de la política monetaria, se han tomado en 2013 las siguientes medidas:

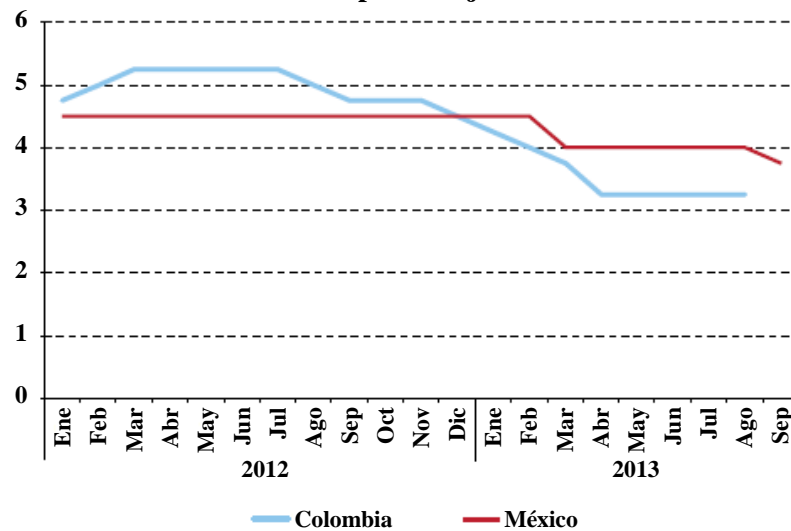
- En Brasil, Guatemala y la República Dominicana se incrementaron las tasas de referencia.
  - En Colombia y México se redujeron las tasas de referencia.
  - En Chile y Perú los bancos centrales han mantenido inalteradas sus tasas de referencia.
- La evolución descrita de las tasas de referencia refleja el hecho de que en los países que incrementaron las tasas, existió preocupación por las crecientes presiones inflacionarias, mientras que en los países que redujeron o mantuvieron sus tasas de referencia, se ha considerado que niveles de inflación dentro de las metas planteadas daban espacio para que los bancos centrales propiciaran condiciones monetarias tendientes a estimular un mayor dinamismo de la demanda agregada interna. Además, algunas autoridades (las mexicanas, en particular) han manifestado que con las reducciones de tasas también se busca contrarrestar los efectos de la creciente volatilidad que ocasionan los estímulos monetarios establecidos en las economías avanzadas.

**PAÍSES CON ESQUEMAS DE METAS DE INFLACIÓN QUE AUMENTARON LAS TASAS DE REFERENCIA DE LA POLÍTICA MONETARIA: NIVEL DE LAS TASAS, ENERO DE 2012-SEPTIEMBRE DE 2013**  
**-En porcentajes-**



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

**PAÍSES CON ESQUEMAS DE METAS DE INFLACIÓN QUE DISMINUYERON LAS TASAS DE REFERENCIA DE LA POLÍTICA MONETARIA: NIVEL DE LAS TASAS, ENERO DE 2012-SEPTIEMBRE DE 2013**  
**-En porcentajes-**

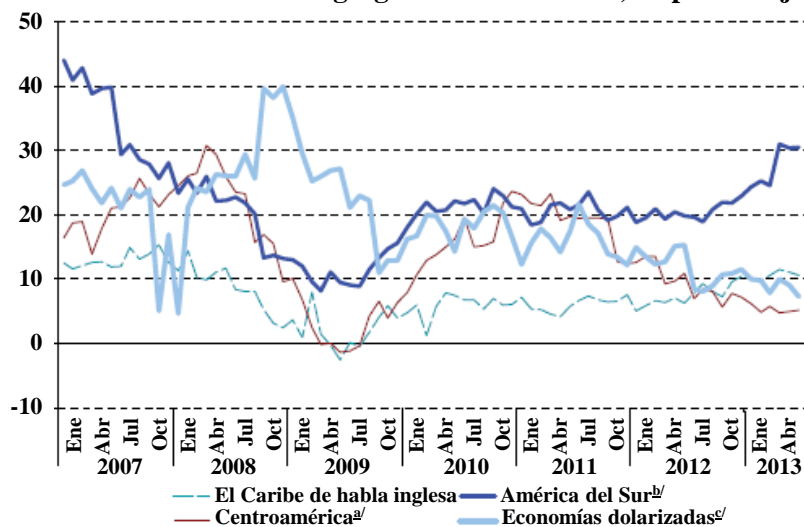


FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

- En los países que no cuentan con el esquema de metas de inflación, los agregados monetarios son el principal indicador del tipo de política monetaria. Estos agregados han mantenido un crecimiento alto en algunos de los países de la región, como Argentina y Venezuela (República Bolivariana de). Esto explica que en el conjunto de las economías de América del Sur que corresponden a esta categoría (Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Paraguay, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de)) se haya registrado el mayor crecimiento medio del agregado monetario M1 de la región, con tasas cercanas al 30 por ciento.
  
- En el caso de Uruguay, las autoridades monetarias decidieron en junio de 2013 cambiar el instrumento de la política monetaria y adoptaron una política basada en el seguimiento del crecimiento de los agregados monetarios, en lugar del manejo de tasas.
  
- Se diferencian del grupo anterior aquellas economías de Centroamérica que no emplean el esquema de metas de inflación, donde el promedio de la tasa de crecimiento del agregado monetario M1 es inferior al 10%; las tres economías dolarizadas de la región, donde los agregados han crecido a tasas cercanas al 10%, y las economías del Caribe de habla inglesa, que exhiben tasas de crecimiento del agregado monetario M1 levemente superiores al 10 por ciento.

**PAÍSES SIN ESQUEMAS DE METAS DE INFLACIÓN: CRECIMIENTO DIFERENCIADO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS**

**-Variación interanual del agregado monetario M1, en porcentajes-**



a/ Se incluyen Costa Rica, Haití, Honduras y Nicaragua.

b/ Se incluyen la Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), el Paraguay, el Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

c/ Ecuador, El Salvador y Panamá.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

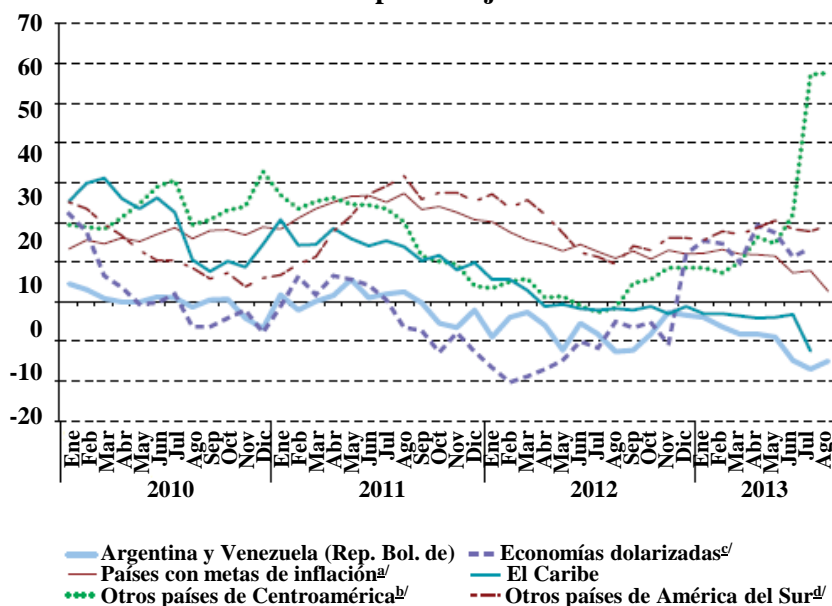
**15. El crecimiento de las reservas internacionales se desaceleró en varios países de la región**

- Se produjo una caída o una desaceleración del crecimiento de las reservas internacionales de las economías de la región más integradas a los mercados financieros internacionales.
- En Brasil y Chile se han producido pequeñas caídas de las reservas al comparar los niveles de julio de 2013 y diciembre de 2012.
- En ese mismo período, las reservas internacionales se incrementaron en Colombia, México y Perú.

- En México y Brasil, se registraron reducciones de las reservas internacionales después del anuncio del posible fin de los estímulos monetarios por parte de las autoridades monetarias de los Estados Unidos de Norteamérica.
  
- En otras economías de la región se produjeron aumentos de las reservas internacionales, especialmente en algunos países centroamericanos que no tienen regímenes de metas de inflación (como resultado del aumento en Costa Rica, en particular) y en Haití. Al mismo tiempo, hubo una reducción de las reservas internacionales en Argentina y Venezuela (República Bolivariana de) y en varios países del Caribe (las Bahamas, Barbados, Jamaica, Suriname y Guyana), donde se registraron contracciones que en algunos casos fueron superiores al 10 por ciento.
  
- La gestión de las reservas internacionales fue complementada con otras medidas para reducir la volatilidad cambiaria, incluidos la introducción de mecanismos de venta con pacto de recompra de dólares de los Estados Unidos de Norteamérica, a fin de facilitar la protección ante fluctuaciones del tipo de cambio y garantías de acceso a niveles adecuados de liquidez de divisas para el normal funcionamiento de la economía (Brasil), arreglos monetarios para atender las demandas de divisas con fines de facilitar el comercio bilateral (Brasil y Chile), uso activo de tasas de encaje y regulaciones del crédito en moneda extranjera para favorecer el crédito en moneda nacional (Perú) e intervenciones (compras de divisas) en los mercados cambiarios (Costa Rica y Colombia).



**VARIACIÓN INTERANUAL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES, 2010-2013**  
**-En porcentajes-**



a/ Se incluyen el Brasil, Chile, Colombia, México, el Perú, Guatemala y la República Dominicana.

b/ Se incluyen Costa Rica, Haití, Honduras y Nicaragua.

c/ Ecuador, El Salvador y Panamá.

d/ Se incluyen Bolivia (Estado Plurinacional de), el Paraguay y el Uruguay.

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

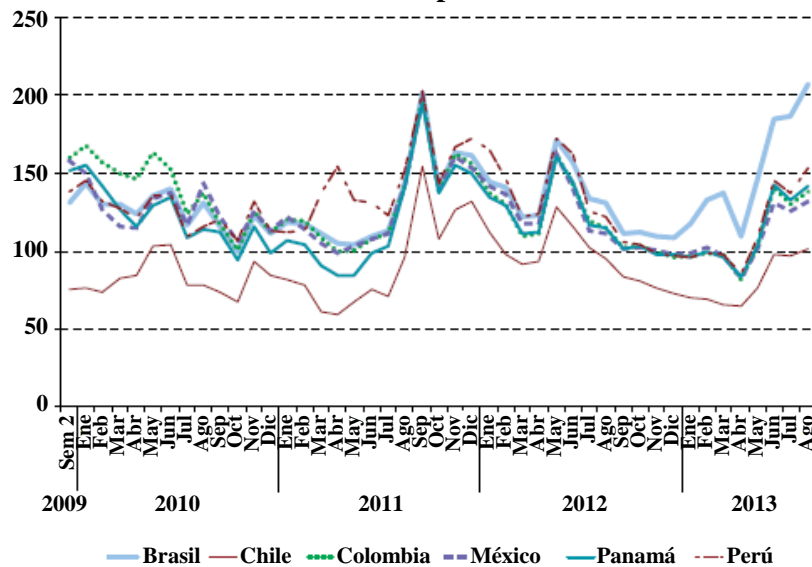
**16. La volatilidad financiera mundial ha dado lugar al aumento del riesgo país en varios países de América Latina y el Caribe**

- La evolución de las primas de riesgo de la región ha estado, en general, determinada en gran medida por los eventos en los mercados financieros mundiales. En 2011, y hasta el anuncio de una nueva política por parte del Banco Central Europeo, las primas de riesgo aumentaron debido a la incertidumbre en torno a la crisis en países de la zona del euro. A partir de ese anuncio, las primas exhibieron una tendencia a la reducción, que se interrumpió a raíz del anuncio por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica sobre el posible término de los programas de estímulo monetario.

- Así, desde mayo de 2013, la mayoría de las primas riesgo de los países emergentes, incluidos los países de la región, se han elevado significativamente. Ello refleja las expectativas de encarecimiento futuro de los recursos externos y, por tanto, afecta más a aquellos países cuyo financiamiento depende en forma importante de tales recursos.

**INDICADORES DE RIESGO EN LA REGIÓN: CANJE DE RIESGO DE INCUMPLIMIENTO DE CRÉDITO A CINCO AÑOS, SEGUNDO SEMESTRE DE 2009-AGOSTO DE 2013**

-Índice de primas-



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

### Capítulo III

#### Los desafíos de América Latina y el Caribe ante la actual coyuntura económica internacional

##### 1. El desafío de controlar la inflación

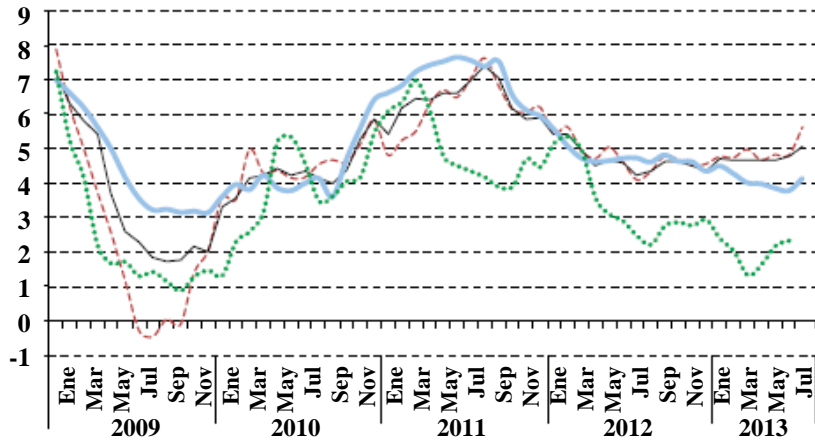
- A pesar de la volatilidad financiera, las presiones inflacionarias tienden a ser menores (con excepciones), aunque se han agudizado los dilemas de la política monetaria en algunos países.

- En el segundo semestre de 2013, la mediana de las tasas de inflación muestra un ligero incremento con relación a los meses previos. No obstante, se observan diferencias importantes entre países.
- Este comportamiento al alza es más notorio en Centroamérica y México que en América del Sur.
- Argentina y Venezuela (República Bolivariana de) se mantienen como las dos economías de la región que registran tasas de inflación de dos dígitos.
- El repunte de las medianas de las tasas de inflación en los últimos meses se debe principalmente a la mayor alza de los precios de los alimentos, resultado de fenómenos puntuales que han afectado la oferta local, y al alza de los precios internacionales de algunos productos.
- Dentro de estos se encuentran el maíz, el trigo y la harina de soja, los que, pese a registrar disminuciones con relación a los niveles del segundo semestre de 2012, muestran todavía incrementos con relación al primer semestre de ese año.
- El aumento reciente de las tasas de inflación se observa también cuando se mide como promedio simple regional, lo que refleja la evolución de un número limitado de países. En los últimos 12 meses hubo un incremento de la inflación en Brasil en comparación con el promedio del resto de América del Sur, pero luego se estabilizó y comenzó a descender.
- El aumento significativo de la inflación en el resto de América del Sur en los últimos meses responde al alza importante de este indicador en Venezuela (República Bolivariana de).

- En algunos países han cobrado importancia dilemas de la política monetaria ante alzas de las tasas de inflación en contextos de desaceleración del crecimiento y de mayor volatilidad (especialmente depreciación) cambiaria.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: MEDIANA DE LAS TASAS DE INFLACIÓN  
EN 12 MESES, ENERO DE 2009-JULIO DE 2013**

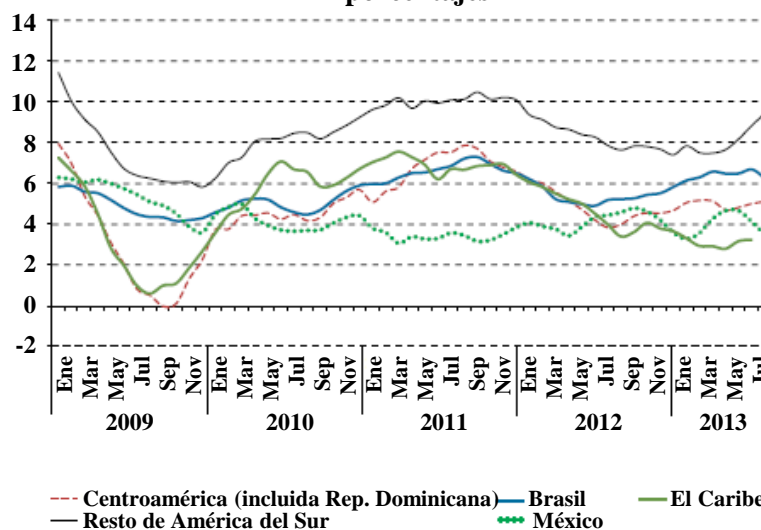
-En porcentajes-



--- Centroamérica (incluida Rep. Dominicana) y México    — América del Sur  
— América Latina y el Caribe    - - - El Caribe

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: TASAS DE INFLACIÓN (PROMEDIO SIMPLE)  
EN 12 MESES, ENERO DE 2009-JULIO DE 2013**  
-En porcentajes-



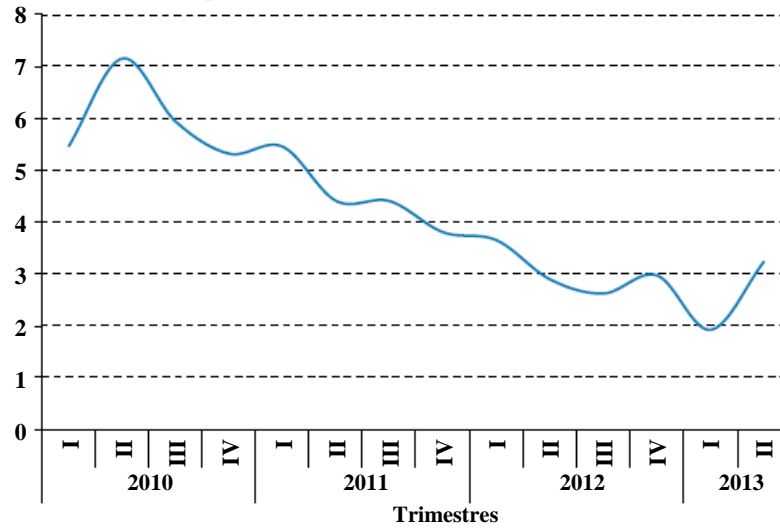
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

## 2. El desafío de asegurar una recuperación sostenida del crecimiento

- Ya en el segundo trimestre de 2013 se observa una recuperación parcial del crecimiento.
- En el primer semestre de 2013, América Latina y el Caribe creció a una tasa cercana al 2.5% en comparación con igual período de 2012.
- En un contexto de paulatina desaceleración de las economías de la región, en el segundo trimestre de 2013 se apreció un repunte de la economía regional en comparación con los resultados del primer trimestre.
- Esta alza estuvo impulsada por el crecimiento de la inversión, apoyada en buena medida en el sector de la construcción, y la recuperación parcial de los volúmenes exportados de bienes y servicios en varios países.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL,  
2010-SEGUNDO TRIMESTRE DE 2013**

**-Variación interanual en porcentajes, sobre la base de dólares constantes de 2005-**



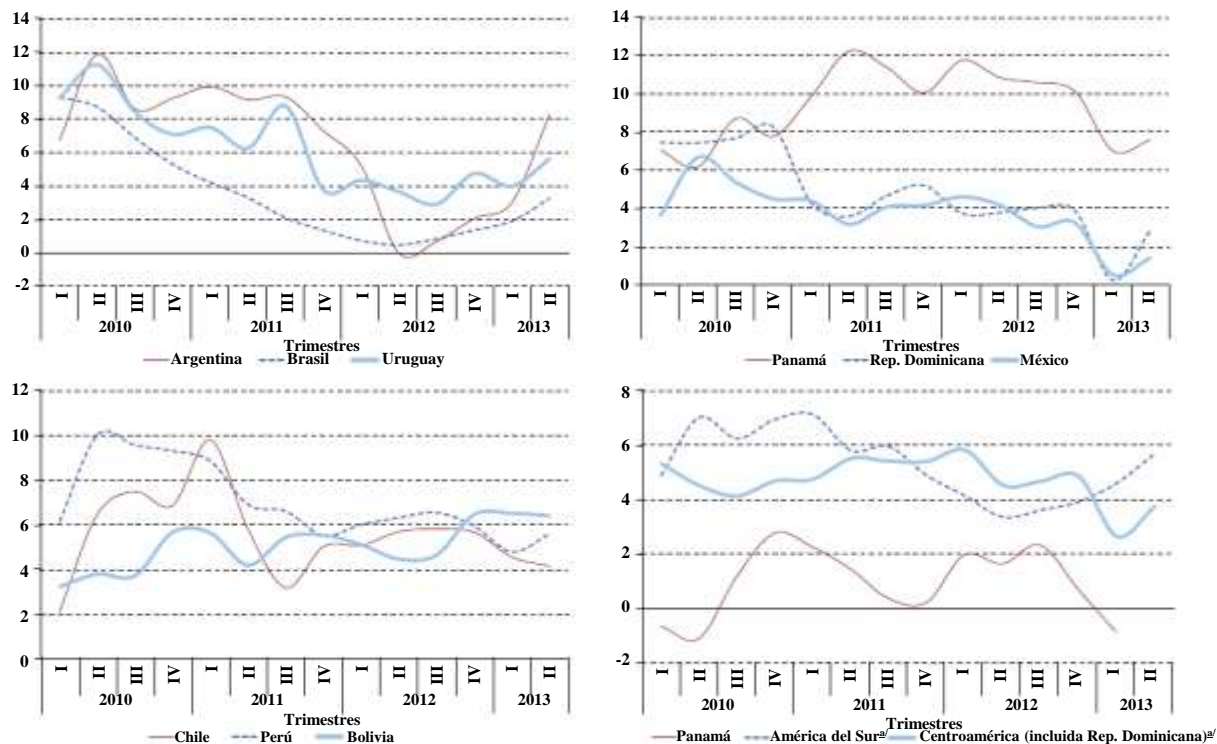
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Pero la recuperación del crecimiento es desigual.

- No obstante el repunte de la tasa de crecimiento en el segundo trimestre de 2013, en varios países el promedio de este indicador en el primer semestre del año muestra tasas inferiores a las observadas a lo largo de 2012.
- Ejemplos de lo anterior son algunas economías de Centroamérica, Chile, México y Perú.
- Por su parte, Brasil y las economías exportadoras de productos agropecuarios de América del Sur presentan un mayor ritmo de crecimiento en comparación con los registros de 2012.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL, 2010-SEGUNDO TRIMESTRE DE 2013**

**-Variación interanual en porcentajes, sobre la base de monedas nacionales respectivas a precios constantes-**



a/ Estimación. Corresponde al promedio simple de las tasas de variación del PIB de los países incorporados en cada subregión.

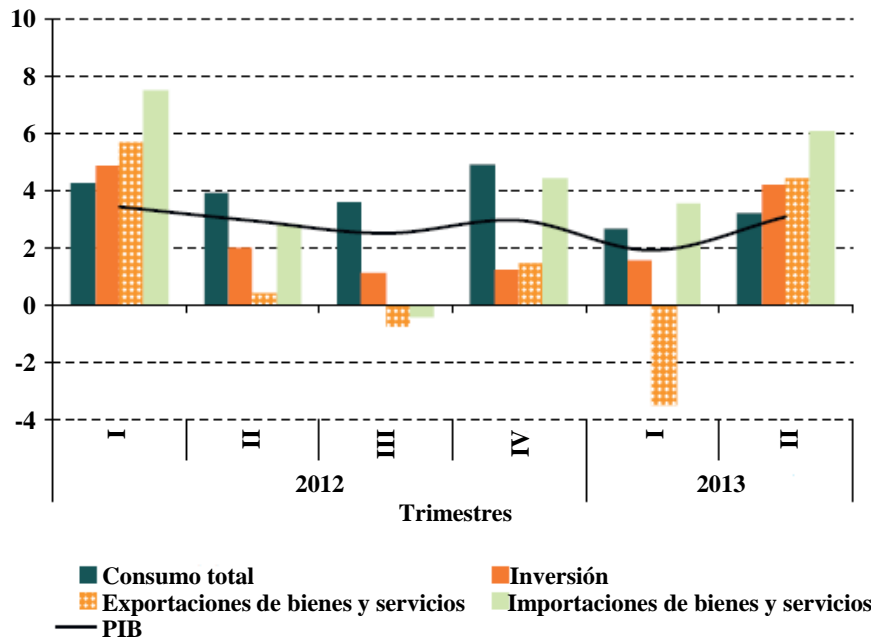
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Esta recuperación parcial ha sido impulsada tanto por las exportaciones de bienes y servicios como por la inversión (además del consumo), en un contexto de desempeño mixto del sector manufacturero.

- El aumento de la tasa de crecimiento del PIB regional respondió a la recuperación del volumen exportado de bienes y servicios (que había anotado una caída en el primer trimestre del año) y un alza en la inversión.
- El consumo total, que fue el componente más dinámico entre el segundo trimestre de 2012 y el primer trimestre de 2013, tuvo un crecimiento menor.

- Los índices de producción industrial de la región mostraron un desempeño heterogéneo en el primer semestre de 2013.
- En el segundo trimestre de 2013, varios países mantuvieron tasas de variación positivas en este sector, aunque en algunos casos se observó una desaceleración del crecimiento.
- En otros, se registró una recuperación de las caídas verificadas a lo largo de 2012 y en el primer trimestre de 2013. A la vez, en algunas economías se registran caídas o tasas de crecimiento muy bajas.

**AMÉRICA LATINA: PRODUCTO INTERNO BRUTO Y COMPONENTES DE LA DEMANDA AGREGADA, 2012-SEGUNDO TRIMESTRE DE 2013**  
**-Variación trimestral en porcentajes, sobre la base de dólares constantes de 2005-**



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.



**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL, 2012-SEGUNDO TRIMESTRE DE 2013**

**-Variación interanual en porcentajes-**

País/Trimestres	2012				2013	
	I	II	III	IV	I	II
Argentina	2.3	-3.3	-2.5	-0.9	-1.3	3.6
Bolivia (Estado Plurinacional de)	5.3	5.8	4.4	3.8	4.6	6.8
Brasil	-3.4	-4.7	-2.4	-0.4	0.0	5.1
Chile	4.3	4.1	1.4	4.2	0.5	-1.0
Colombia	1.5	0.4	0.1	-2.0	-6.2	0.1
Costa Rica	14.2	12.0	-0.3	2.7	-4.7	3.3
El Salvador	1.8	1.7	1.5	1.1	0.6	0.4
Honduras	15.5	8.2	6.1	3.7	3.4	1.8
México	4.7	3.6	3.8	2.5	-1.4	1.6
Nicaragua	6.7	0.7	1.7	2.2	-2.3	5.2
Perú	-0.7	0.2	3.6	2.7	-0.1	3.1
Uruguay	-4.5	4.3	8.8	15.5	8.8	2.8
Venezuela (República Bolivariana de )	2.2	1.8	2.5	0.9	-4.1	7.2

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

### **3. El desafío de evitar que la desaceleración del empleo aumente y genere creciente desempleo**

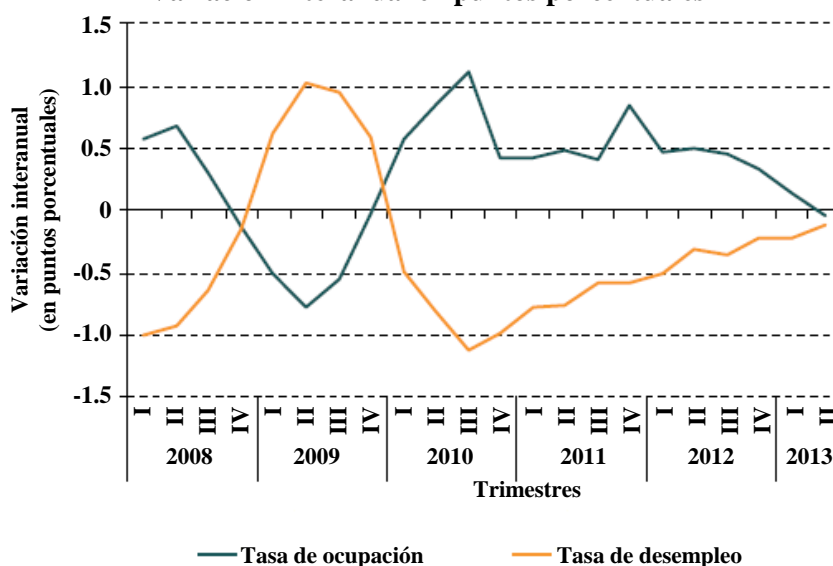
- En el transcurso del primer semestre de 2013 continuó la desaceleración en la generación de empleo, y en el segundo trimestre la tasa de ocupación se ubicó en un nivel similar al del mismo período de 2013.
- La desaceleración simultánea de la incorporación de personas previamente inactivas al mercado laboral atenuó el impacto que tuvo en el desempleo el enfriamiento de la creación de empleo, y aun en el segundo trimestre se observó una leve reducción de la tasa de desempleo. En la comparación del primer semestre en su conjunto, esta tasa bajó del 6.7% en 2012 al 6.6% en 2013.
- El estancamiento de la tasa de ocupación obedece al debilitamiento de la demanda laboral, ya que la generación de empleo asalariado, específicamente de empleo asalariado formal, se desaceleró. A pesar de ello, en la mayoría de los países el empleo asalariado sigue creciendo más que el resto de las categorías, lo que refleja que la región aún no entró en una coyuntura de sobreoferta laboral, lo

que también se observa por el hecho de que la tasa de desempleo (todavía) no aumenta.

- Esta situación se debe a los avances acumulados durante el último decenio, en cuyo transcurso se generó una importante cantidad de empleos formales.

**AMÉRICA LATINA (10 PAÍSES): TASA DE OCUPACIÓN Y TASA DE DESEMPLEO, 2008-SEGUNDO TRIMESTRE DE 2013**

**-Variación interanual en puntos porcentuales-**



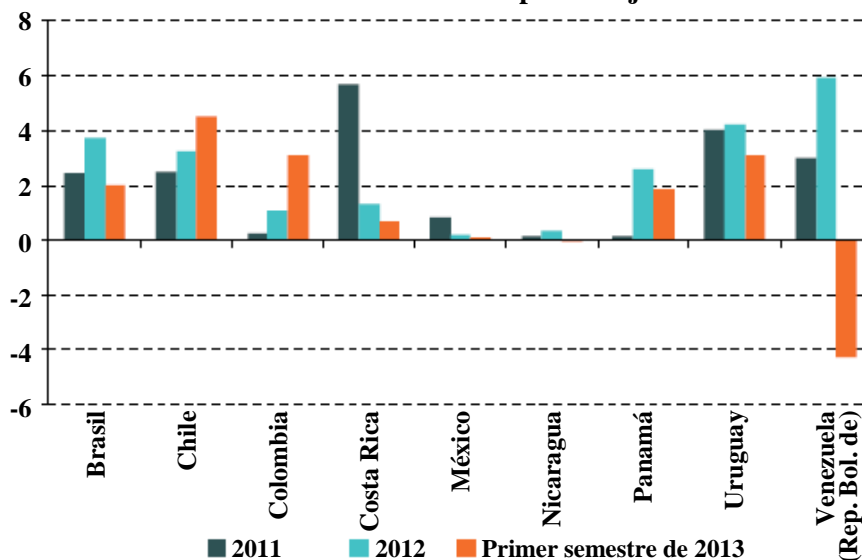
FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

#### 4. El desafío de asegurar un crecimiento de la masa salarial, con creciente empleo y productividad

- Esta doble característica de los mercados de trabajo —desaceleración de las mejoras laborales, pero sin que haya presiones significativas desde la oferta— también se refleja en la evolución de los salarios. En general, durante el primer semestre de 2013 los salarios medios nominales aumentaron a tasas similares a las de 2012.

- Sin embargo, en muchos países los salarios reales crecieron menos que en el año anterior debido, en la mayoría de los casos (Brasil, Costa Rica, Panamá y Uruguay), a un moderado repunte de la inflación, siendo el caso extremo Venezuela (República Bolivariana de), donde el salario real medio había aumentado marcadamente en 2012, mientras la aceleración de la inflación en el primer semestre de 2013 incidió en una fuerte caída salarial posterior.
- En otros países (México y Nicaragua), la variación interanual se mantuvo estable con respecto a 2012, pero a un nivel bajo.
- Las excepciones a estas pautas fueron Chile y Colombia, donde un menor ascenso de los precios al consumidor incidió en mayores aumentos del poder de compra de los salarios.
- Como resultado de una menor generación de empleo y salarios que, en la región en su conjunto, crecen levemente menos que en 2012, la masa salarial se estaría expandiendo a tasas más bajas, con lo cual este motor de la demanda interna y, por lo tanto, del crecimiento, se estaría debilitando.

**AMÉRICA LATINA (PAÍSES SELECCIONADOS): SALARIOS MEDIOS REALES DEL EMPLEO FORMAL, 2011-PRIMER SEMESTRE DE 2013**  
**-Variación interanual en porcentajes-**



FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información oficial de los países.

## 5. El desafío de impulsar el crecimiento con igualdad: pactos sociales para la inversión (y la productividad) con tres dimensiones

### a) Marco institucional:

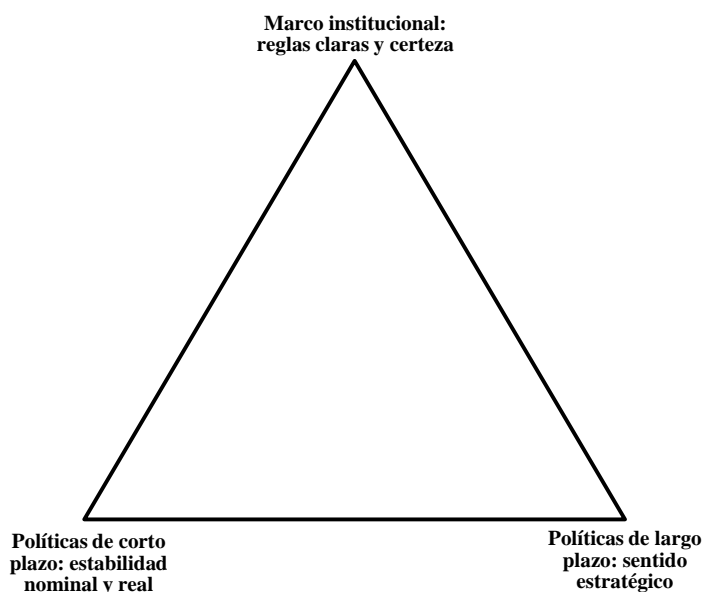
- Consolidar o crear instancias de coordinación para integrar el conjunto de políticas dirigidas a impulsar la inversión y favorecer la resolución de conflictos de manera preventiva.

### b) Políticas de corto plazo:

- Evitar el surgimiento de capacidad ociosa, desarrollar capacidades contracíclicas para enfrentar choques oportunamente y prevenir crisis nacionales que desemboquen en períodos recesivos mediante el mantenimiento del equilibrio interno y externo sostenible en el tiempo.

## c) Políticas de largo plazo para el cambio estructural:

- Favorecer la inversión en la diversificación de los sectores transables.
- Impulsar la inversión en infraestructura.
- Capacitar a la mano de obra para facilitar el cambio estructural.
- Fortalecer la micro, pequeña y mediana empresa para aumentar su productividad y fomentar su inserción competitiva en cadenas de valor.
- Asegurar la coordinación con otras políticas (industrial, de innovación y ambiental) para impulsar la inversión que asegure el cambio estructural.

**TRES DIMENSIONES DE UN PACTO SOCIAL PARA LA INVERSIÓN DIRIGIDO A ASEGURAR CRECIMIENTO CON IGUALDAD**

FUENTE: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

**Fuente de información:**

<http://www.eclac.org/publicaciones/xml/8/51118/CoyunturaEconomicaInternacional.pdf>