

A pesar de los reveses, sigue en marcha una recuperación mundial desigual. En las economías avanzadas, los legados del boom previo a la crisis y la crisis subsiguiente, entre ellos un elevado nivel de deuda privada y pública, siguen ensombreciendo la recuperación. Los mercados emergentes se están ajustando a tasas de crecimiento económico más bajas que las que habían alcanzado durante el boom previo a la crisis y la recuperación que la siguió. A nivel general, el ritmo de la recuperación varía cada vez más según el país.

Las perspectivas también se ven afectadas por otros elementos. Los mercados financieros han sido optimistas: los precios de las acciones han subido, los diferenciales se han comprimido y la volatilidad es muy baja. Sin embargo, esto no se ha traducido en un repunte de la inversión, que se ha mantenido atenuada, sobre todo en las economías avanzadas. Y existen inquietudes de que los mercados estén subvalorando el riesgo y no estén internalizando del todo las incertidumbres que rodean las perspectivas macroeconómicas y las implicaciones para el ritmo de repliegue del estímulo monetario en algunas grandes economías avanzadas. Las tensiones geopolíticas se han agudizado. Por el momento, sus efectos macroeconómicos parecen estar limitados mayormente a las regiones que las originaron, pero hay riesgos tangibles de trastornos más generalizados. Algunos problemas a mediano plazo que anteceden a la crisis, como el impacto del envejecimiento de la población en la fuerza laboral y el débil crecimiento de productividad total de los factores, están retomando el primer plano y es necesario abordarlos. Estos problemas se manifiestan en forma de bajo crecimiento potencial en las economías avanzadas, que podría estar afectando al ritmo de la recuperación en la actualidad, y una reducción del crecimiento potencial en los mercados emergentes.

Como el crecimiento mundial en el primer semestre de 2014 fue más lento de lo previsto, para 2014 está proyectado en un 3,3%; es decir, 0,4 puntos porcentuales por debajo de lo proyectado en la edición de abril de 2014 de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO, por sus siglas en inglés). La proyección de crecimiento para 2015 también es ligeramente menor, de 3,8%. Estas proyecciones se basan en el supuesto de que los principales

factores que respaldan la recuperación de las economías avanzadas —entre ellos, la moderación de la consolidación fiscal (excepto en Japón) y la política monetaria sumamente acomodaticia— se mantendrán activos. Las proyecciones también suponen una reducción de las tensiones geopolíticas, lo cual contribuiría a cierto grado de recuperación en las economías afectadas. Las perspectivas de crecimiento tanto de las economías avanzadas como de los mercados emergentes muestran una heterogeneidad considerable. Entre las economías avanzadas, se proyecta un repunte del crecimiento, más lentamente en Japón y la zona del euro, y más rápidamente en general en Estados Unidos y las demás regiones. Entre los grandes mercados emergentes, se prevé que el crecimiento se mantendrá elevado en las economías emergentes de Asia, con una leve desaceleración en China y un repunte en India, pero que será atenuado en Brasil y Rusia.

El ritmo de la recuperación mundial ha defraudado en los últimos años. Con un crecimiento mundial más débil de lo esperado en el primer semestre de 2014 y una agudización de los riesgos a la baja, es posible que el repunte proyectado del crecimiento tampoco se materialice esta vez o que defraude las expectativas. Esto recalca aún más el hecho de que en la mayoría de las economías el objetivo de aumentar el crecimiento efectivo y potencial debe seguir siendo prioritario. En las economías avanzadas, se necesitará el respaldo continuo de la política monetaria y un ajuste fiscal con un ritmo y una composición calibrados de manera tal que apuntalen tanto la recuperación como el crecimiento a largo plazo. En una serie de economías, el aumento de la inversión pública en infraestructura podrá apoyar la demanda a corto plazo y contribuir a elevar el producto potencial a mediano plazo. En los mercados emergentes, el margen para respaldar el crecimiento con políticas macroeconómicas, de ser necesario, varía según el país y la región, pero es limitado en los países con vulnerabilidades externas. Y, tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, en general existe una necesidad urgente de reforma estructural para afianzar el potencial de crecimiento o lograr un crecimiento más sostenible.

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

	Interanual										
			Proyecciones				Diferencia con las proy. de la actualización de julio de 2014 del informe WEO		T4 a T4		
	2012	2013	2014	2015	2014	2015	2013	Proyecciones			
								2014	2015		
Producto mundial¹	3,4	3,3	3,3	3,8	-0,1	-0,2	3,7	3,1	3,8		
Economías avanzadas	1,2	1,4	1,8	2,3	0,0	-0,1	2,2	1,7	2,4		
Estados Unidos	2,3	2,2	2,2	3,1	0,5	0,0	3,1	2,1	3,0		
Zona del euro	-0,7	-0,4	0,8	1,3	-0,3	-0,2	0,5	0,8	1,6		
Alemania	0,9	0,5	1,4	1,5	-0,5	-0,2	1,4	1,1	1,9		
Francia	0,3	0,3	0,4	1,0	-0,4	-0,5	0,8	0,3	1,3		
Italia	-2,4	-1,9	-0,2	0,8	-0,5	-0,3	-0,9	-0,1	1,3		
España	-1,6	-1,2	1,3	1,7	0,1	0,1	-0,2	2,0	1,5		
Japón	1,5	1,5	0,9	0,8	-0,7	-0,2	2,4	0,6	0,5		
Reino Unido	0,3	1,7	3,2	2,7	0,0	0,0	2,7	3,5	2,2		
Canadá	1,7	2,0	2,3	2,4	0,1	0,1	2,7	2,2	2,4		
Otras economías avanzadas ²	2,0	2,3	2,9	3,1	0,0	-0,1	2,8	2,6	4,0		
Economías de mercados emergentes y en desarrollo³	5,1	4,7	4,4	5,0	-0,1	-0,2	5,1	4,5	5,0		
África subsahariana	4,4	5,1	5,1	5,8	-0,4	0,0	...	...	...
Sudáfrica	2,5	1,9	1,4	2,3	-0,3	-0,4	2,1	1,2	2,3		
América Latina y el Caribe	2,9	2,7	1,3	2,2	-0,7	-0,4	2,1	0,8	2,2		
Brasil	1,0	2,5	0,3	1,4	-1,0	-0,6	2,2	0,0	1,8		
México	4,0	1,1	2,4	3,5	0,0	0,1	0,6	3,5	3,3		
Comunidad de Estados Independientes	3,4	2,2	0,8	1,6	-0,1	-0,5	2,1	-1,5	1,5		
Rusia	3,4	1,3	0,2	0,5	0,0	-0,5	1,9	-0,8	0,9		
Excluido Rusia	3,6	4,2	2,0	4,0	-0,4	-0,4	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	6,7	6,6	6,5	6,6	0,1	0,0	6,7	6,6	6,3		
China	7,7	7,7	7,4	7,1	0,0	0,0	7,7	7,5	6,8		
India ⁴	4,7	5,0	5,6	6,4	0,2	0,0	6,1	5,8	6,5		
ASEAN-5 ⁵	6,2	5,2	4,7	5,4	0,1	-0,2	4,7	5,1	5,0		
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	1,4	2,8	2,7	2,9	0,0	0,0	3,6	2,8	4,4		
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	4,8	2,5	2,7	3,9	-0,4	-0,9	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>											
Unión Europea	-0,3	0,2	1,4	1,8	-0,2	-0,1	1,1	1,4	2,0		
Países en desarrollo de bajo ingreso	5,2	6,0	6,1	6,5	-0,2	0,0	...	...	...
Oriente Medio y Norte de África	4,8	2,3	2,6	3,8	-0,5	-1,0	...	...	...
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	2,4	2,5	2,6	3,2	-0,1	-0,1	3,0	2,4	3,1		
Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)	2,9	3,0	3,8	5,0	-0,1	-0,3	...	...	...
Importaciones											
Economías avanzadas	1,2	1,4	3,7	4,3	0,2	-0,3	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	6,0	5,3	4,4	6,1	-0,3	-0,3	...	...	...
Exportaciones											
Economías avanzadas	2,0	2,4	3,6	4,5	-0,1	-0,3	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,6	4,4	3,9	5,8	-0,5	-0,3	...	...	...
Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)											
Petróleo ⁶	1,0	-0,9	-1,3	-3,3	-1,3	1,0	2,6	-5,0	-0,7		
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	-10,0	-1,2	-3,0	-4,1	-1,4	-0,6	-2,9	-4,3	-1,2		
Precios al consumidor											
Economías avanzadas	2,0	1,4	1,6	1,8	0,0	0,0	1,2	1,7	1,9		
Economías de mercados emergentes y en desarrollo ³	6,1	5,9	5,5	5,6	0,1	0,3	5,5	5,5	5,1		
Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)											
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU. (seis meses)	0,7	0,4	0,4	0,7	0,0	-0,1	...	...	...
Sobre los depósitos en euros (tres meses)	0,6	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses (seis meses)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	...	...	...

Nota: Se parte del supuesto de que los tipos de cambio efectivos reales se mantienen constantes a los niveles vigentes entre el 30 de julio y el 27 de agosto de 2014. En los casos en que las economías no se enumeran en orden alfabético, el orden se basa en el tamaño de la economía. Los datos trimestrales agregados se han ajustado estacionalmente.

¹Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan el 90% de las ponderaciones mundiales ajustadas según la paridad del poder adquisitivo.

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

³Las estimaciones y proyecciones trimestrales abarcan aproximadamente el 80% de las economías emergentes y en desarrollo.

⁴En el caso de India, los datos y proyecciones se presentan en base al ejercicio fiscal, y el crecimiento del producto, en base al PIB a precios de mercado. Las correspondientes proyecciones de crecimiento del PIB al costo de los factores ascienden a 4,5%, 4,7%, 5,6% y 6,4% en 2012/13, 2013/14, 2014/15 y 2015/16, respectivamente.

⁵Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

⁶Promedio simple de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai y West Texas Intermediate. El precio promedio del petróleo fue US\$104,07 en 2013; el precio supuesto en base a los mercados de futuros es US\$102,76 en 2014 y US\$99,36 en 2015.

Evolución reciente y perspectivas

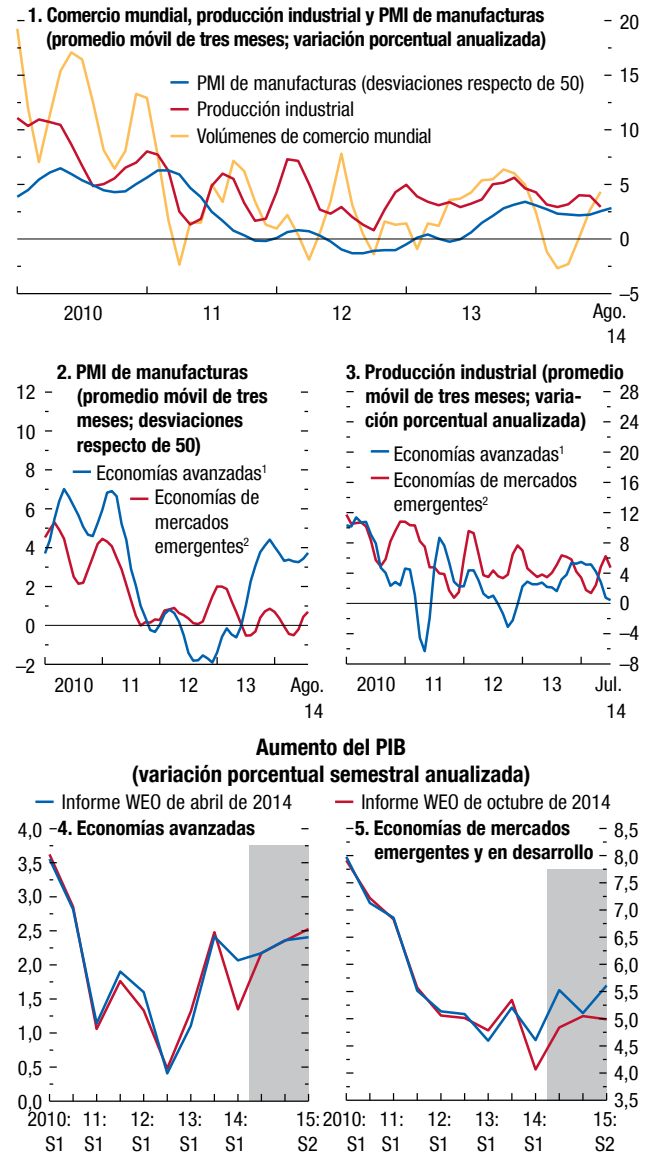
El punto de partida: La economía mundial en el primer semestre de 2014

En el primer semestre de 2014, el crecimiento fue inferior a los niveles proyectados en la edición de abril de 2014 del informe WEO (gráfico 1.1), como consecuencia de una serie de sorpresas negativas.

- El debilitamiento del crecimiento estadounidense (0,8% a tasa anualizada), con un enfriamiento sorpresivo de la actividad durante el primer trimestre de 2014. Esta contracción del crecimiento es producto de factores que parecen ser mayormente pasajeros, como un invierno crudo y una corrección de las existencias, así como una fuerte caída de la exportación tras el rápido crecimiento registrado en el cuarto trimestre de 2013. El crecimiento repuntó en el segundo trimestre de este año, y las condiciones del mercado laboral continuaron mejorando, con un vigoroso aumento del empleo. A pesar de la desaceleración, las importaciones de Estados Unidos superaron las previsiones durante el primer semestre, lo cual hace pensar que los efectos de contagio causados por el debilitamiento de la actividad estadounidense a través de los canales comerciales fueron limitados.
- Retracción de la actividad en Rusia y la Comunidad de Estados Independientes (CEI). En el caso de la primera, la causa es una disminución sustancial de la inversión y grandes salidas de capitales tras la intensificación de las tensiones con Ucrania. En el caso de la última, la causa es la debilidad de Ucrania y los efectos de contagio causados por la desaceleración de la economía rusa.
- Desaceleración del crecimiento en América Latina, especialmente en Brasil, cuya inversión sigue siendo floja y cuyo PIB se contrajo en el primer y el segundo trimestres.
- Estancamiento del crecimiento en la zona del euro, con una contracción del producto en Italia, ausencia de crecimiento en Francia e inesperada debilidad en Alemania durante el segundo trimestre.
- Expansión del PIB por debajo de las previsiones en Japón.
- Retracción de la actividad en China en el primer trimestre. Las autoridades chinas han reaccionado adoptando medidas encaminadas a apuntalar la actividad, lo cual ha contribuido a que se acelerara el crecimiento en el segundo trimestre.

Gráfico 1.1. Indicadores de la actividad mundial

La actividad y el comercio mundiales fueron más débiles de lo previsto en el primer semestre de 2014 como consecuencia de una serie de sorpresas negativas, tales como un invierno crudo y una corrección más marcada de las existencias en Estados Unidos durante el primer trimestre, las secuelas del conflicto de Ucrania para Rusia y los países vecinos, y la desaceleración del crecimiento de América Latina.



Fuentes: Oficina de Análisis de Política Económica de los Países Bajos; Haver Analytics; Markit Economics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: PI = producción industrial; PMI = índice de gerentes de compras.

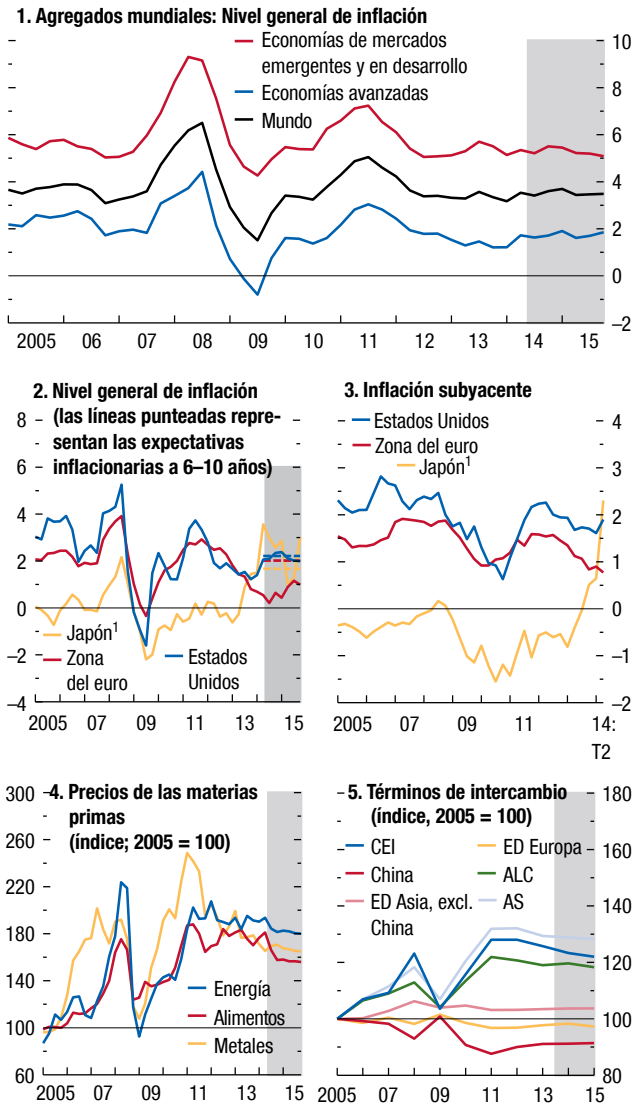
¹Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega (solo PI), Nueva Zelanda, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong (solo PI), Reino Unido, República Checa, Singapur, Suecia (solo PI), Suiza, zona del euro.

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

Gráfico 1.2. Inflación mundial

(Variación porcentual interanual, salvo indicación en contrario)

En las economías avanzadas, la inflación por lo general se ha mantenido por debajo de las metas de los bancos centrales, lo cual es indicio de una persistente capacidad ociosa sustancial en la economía. En Japón, el nivel general de inflación ha superado 3%, en tanto que la inflación subyacente se ubica por encima de 2%. Pero si se excluyen los efectos del aumento del impuesto sobre el consumo —que pasó de una tasa de 5% a 8% en el segundo trimestre de 2014— sobre el nivel de precios, la inflación ronda 1¼%, por debajo de la meta de inflación del Banco de Japón. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación se ha mantenido estable en términos amplios.



Fuentes: Consensus Economics; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios, y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: ALC= América Latina y el Caribe; AS = África subsahariana; CEI = Comunidad de Estados Independientes; ED Asia, excl. China = economías de mercados emergentes y en desarrollo de Asia excluido China; ED Europa = economías de mercados emergentes y en desarrollo de Europa.
¹En Japón, el aumento de la inflación en 2014 refleja, en gran medida, el aumento del impuesto sobre el consumo.

En general, la inflación se mantiene por debajo de las metas de los bancos centrales de las economías avanzadas, lo cual hace pensar que muchas de ellas registran sustanciales brechas del producto. En la zona del euro, la inflación se ha mantenido por debajo de las expectativas y volvió a retroceder, a 0,4% (en términos interanuales) en agosto (gráfico 1.2). En varias economías con un desempleo superior al promedio de la zona, continúa la suave deflación de precios al consumidor. En Estados Unidos, la inflación ha aumentado de manera moderada durante los últimos meses, pero se mantiene por debajo del objetivo a más largo plazo de 2% de la Reserva Federal. En Japón, el nivel general de inflación y la inflación subyacente (la que excluye alimentos y energía) han aumentado, a alrededor de 1,3% y 0,6% en julio (en términos interanuales), respectivamente, excluyendo los efectos del aumento del impuesto sobre el consumo. En las economías de mercados emergentes, la inflación se ha mantenido en general estable desde el segundo trimestre.

Las condiciones de la política monetaria han seguido siendo muy acomodaticias en las economías avanzadas y, en términos amplios, se han mantenido sin cambios en los mercados emergentes desde el segundo trimestre (gráfico 1.3). En la zona del euro, el Banco Central Europeo (BCE) ha anunciado una variedad de medidas para atacar el bajo nivel de inflación y abordar la fragmentación, entre ellas una reducción de las tasas de política monetaria, una flexibilización focalizada del crédito y otras medidas destinadas a incrementar la liquidez. En Estados Unidos, si bien la orientación monetaria sigue siendo expansiva, la Reserva Federal ha seguido recortando el volumen mensual de compras de activos, que tocarían a su fin en el último trimestre de este año. En los mercados emergentes, se han recortado las tasas de política monetaria en Chile, México y Perú tras las cifras de crecimiento decepcionantes, y también en Turquía, que ya ha revertido parte del fuerte endurecimiento de la política aplicado este año. Las tasas de política monetaria subieron en el primer semestre del año en Brasil y Colombia, en Rusia, que siente presión sobre el rublo, y en Sudáfrica.

Las tensiones geopolíticas se han exacerbado desde el segundo trimestre, con el deterioro de la situación entre Rusia y Ucrania y las luchas ininterrumpidas en algunos países de Oriente Medio. Hasta el momento, el impacto de estas tensiones en la actividad económica parece haberse limitado mayormente a los países que las originaron y sus socios comerciales más cercanos: la reacción de los mercados financieros ha sido apagada y

los precios de las materias primas de hecho han retrocedido. Sin embargo, es difícil evaluar las implicaciones de la agudización de las tensiones desde comienzos de julio.

Las condiciones financieras han mejorado desde la publicación de la edición de abril de 2014 del informe WEO. En particular, las tasas de interés a largo plazo han bajado en las economías avanzadas, lo cual refleja también las expectativas de una disminución de la tasa de política monetaria neutral estadounidense a mediano plazo (gráfico 1.4). Los precios de las acciones en general han subido y las primas por riesgo en general han bajado en las economías avanzadas y los mercados emergentes. La volatilidad es muy baja en una amplia variedad de clases de activos, y la inquietud de los mercados en torno a los riesgos para las economías avanzadas y los mercados emergentes sometidos a presión —reflejada, por ejemplo, en los diferenciales de las tasas de interés— en general se ha atenuado (gráfico 1.5). Como lo señala la edición de octubre de 2014 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*Global Financial Stability Report*, o informe GFSR), los riesgos de mercado y de liquidez se han agravado, y en algunas clases de activos (como los bonos empresariales de alto rendimiento) las valoraciones parecen ser exageradas. La mejora de las condiciones financieras ha sido generalizada. Los flujos de capitales encaminados hacia las economías de mercados emergentes han seguido siendo abundantes a pesar de la retracción general de la actividad, y los tipos de cambio se han estabilizado o fortalecido en algunas de estas economías.

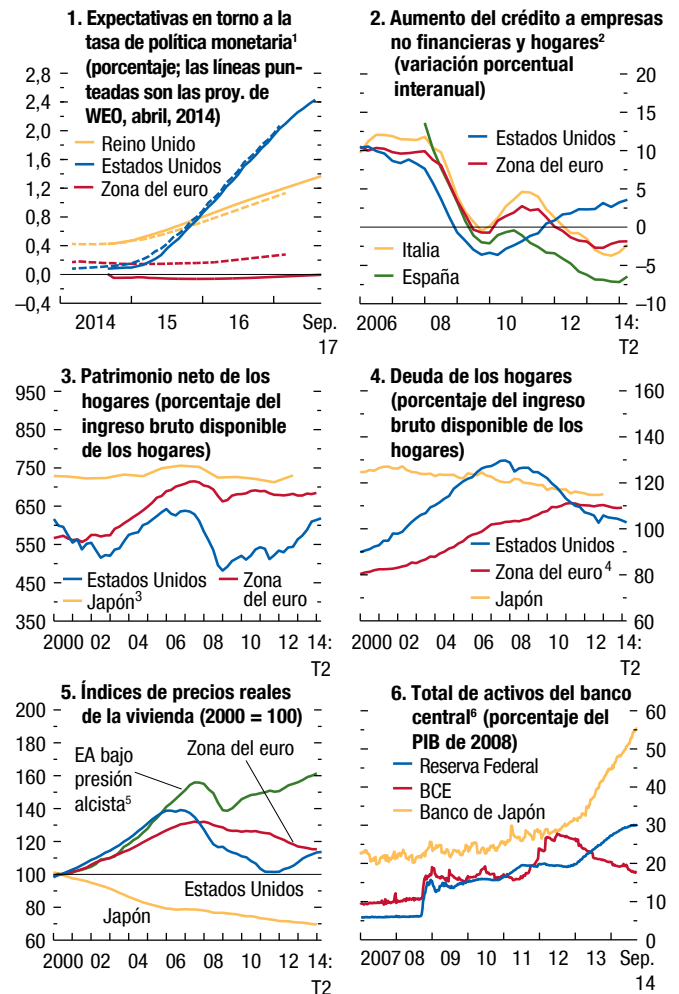
El pronóstico

Supuestos sobre las políticas

Según las proyecciones, la consolidación fiscal se moderará en las economías avanzadas (gráfico 1.6), con la destacada excepción de Japón. En los mercados emergentes, la orientación de la política fiscal se mantendría sin mayores cambios, aunque con marcadas diferencias entre países y regiones, como lo expone la edición de octubre de 2014 del informe *Monitor Fiscal*. En cuanto a la política monetaria, la conclusión del programa estadounidense de compras de activos está proyectada para el cuarto trimestre de 2014, y las tasas de política monetaria comenzarían a subir durante el segundo semestre de 2015 (véase el gráfico 1.3). La normalización de la política monetaria en el Reino Unido comenzaría en el primer semestre de 2015.

Gráfico 1.3. Condiciones monetarias en las economías avanzadas

Las condiciones monetarias han seguido siendo muy acomodaticias en las economías avanzadas. En Estados Unidos, la Reserva Federal ha seguido reduciendo las compras mensuales de activos, y se prevé que hayan finalizado para cuando esta edición del informe WEO salga a la luz, pero las tasas de política monetaria se mantienen cerca de cero. Recientemente, el Banco Central Europeo tomó una variedad de medidas para atacar el bajo nivel de inflación y subsanar la fragmentación financiera, tales como una expansión de crédito focalizada y otras medidas destinadas a promover la liquidez.



Fuentes: Banco de España; Bloomberg, L.P.; Banco Central Europeo (BCE); Haver Analytics; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Las expectativas se basan en los futuros sobre la tasa de los fondos federales (Estados Unidos), la tasa interbancaria a un día promedio en libras esterlinas (Reino Unido) y la tasa a término ofrecida en el mercado interbancario en euros (zona del euro); datos actualizados al 22 de septiembre de 2014.

²Se usan datos sobre el flujo de fondos para la zona del euro, España y Estados Unidos. Los préstamos bancarios italianos a residentes italianos se corrigen para tener en cuenta las titulaciones.

³Interpolado del patrimonio neto anual como porcentaje del ingreso disponible.

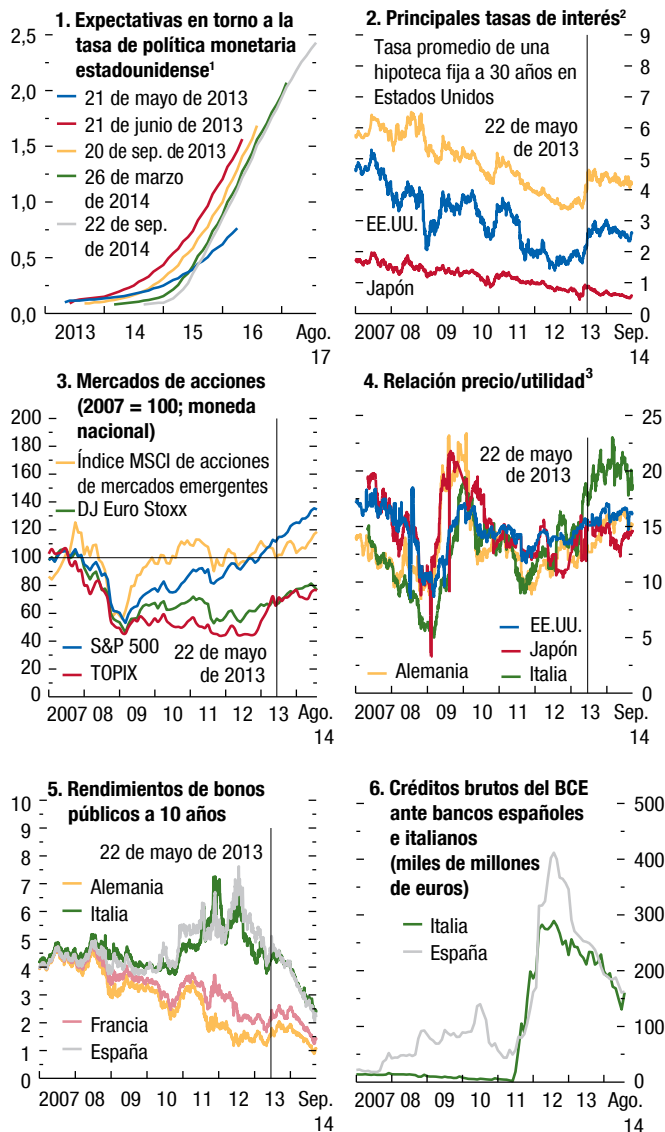
⁴La zona del euro incluye empleadores de subsectores (incluidos los trabajadores autónomos).

⁵Los países sometidos a presiones alcistas son los que tienen un índice de vulnerabilidad de los inmuebles residenciales superior a la media de las economías avanzadas (EA): Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Estonia, Francia, Israel, Noruega, Nueva Zelanda, Portugal, RAE de Hong Kong, Reino Unido, Suecia.

⁶Los datos abarcan hasta el 19 de septiembre de 2014, excepto en el caso del BCE (12 de septiembre de 2014). Los cálculos del BCE están basados en el estado financiero semanal del Eurosistema.

Gráfico 1.4. Condiciones de los mercados financieros de las economías avanzadas
(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

La expectativa de los mercados es que la Reserva Federal comience a aumentar la tasa de interés de los fondos federales a mediados de 2015, básicamente al mismo ritmo que pronosticó la edición de abril de 2014 del informe WEO. Pero las tasas de interés a más largo plazo de las economías avanzadas han vuelto a bajar, probablemente reflejando en parte la expectativa de descenso de las tasas de política monetaria neutrales. Esto último quizá explique en cierta medida el alza reciente de los precios de las acciones.



Fuentes: Banco de España; Bloomberg, L.P.; *Financial Times*; Haver Analytics; Thomson Reuters Datastream, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: BCE = Banco Central Europeo; DJ = Dow Jones; MSCI = Morgan Stanley Capital International; S&P = Standard & Poor's; TOPIX = Índice de precios de la bolsa de Tokio.

¹Las expectativas se basan en los futuros sobre la tasa de los fondos federales de Estados Unidos.

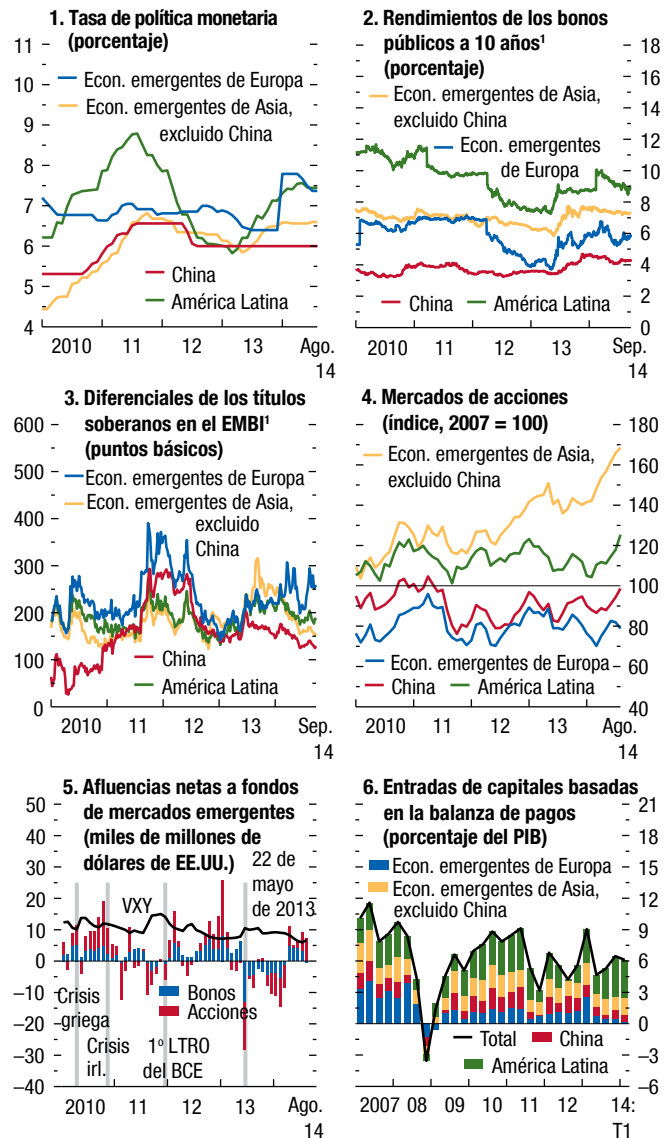
²Las tasas de interés corresponden a los rendimientos de los bonos públicos a 10 años, salvo indicación en contrario. Los datos abarcan cifras hasta el 19 de septiembre de 2014.

³Los datos abarcan cifras hasta el 18 de septiembre de 2014. Algunas observaciones sobre Japón fueron interpoladas debido a la falta de datos.

⁴Los datos abarcan cifras hasta el 19 de septiembre de 2014.

Gráfico 1.5. Condiciones financieras y flujos de capitales en las economías de mercados emergentes

Las condiciones financieras también se han distendido en las economías de mercados emergentes desde abril de 2014, reflejando lo ocurrido en las economías avanzadas. Los precios de las acciones bajaron, las tasas de interés a más largo plazo en general cedieron holgadamente el terreno ganado en el primer trimestre de 2014 y los diferenciales de riesgo disminuyeron en términos globales. Las entradas brutas de capitales también han vuelto a aumentar en los mercados emergentes.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; EPFR Global; Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: BCE = Banco Central Europeo; Crisis irl. = Crisis irlandesa; EMBI = Índice de Volatilidad de Mercados Emergentes de J.P. Morgan; LTRO = operaciones de refinanciación a más largo plazo; VXY = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan; las economías emergentes de Asia, excluido China incluyen Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia; las economías emergentes de Europa abarcan Polonia, Rumania (solo entradas de capitales), Rusia y Turquía; América Latina incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

¹Los datos abarcan cifras hasta el 19 de septiembre de 2014.

En cuanto a Japón y la zona del euro, se prevé que se mantengan las orientaciones muy acomodaticias de la política. La expectativa general para los mercados emergentes es que las tasas de política monetaria se mantengan en compás de espera hasta que comiencen a subir las tasas en Estados Unidos (gráfico 1.7).

Otros supuestos

Se supone que las condiciones financieras mundiales seguirán siendo acomodaticias, con cierto deterioro paulatino, que se reflejaría, entre otras cosas, en el aumento de los rendimientos a 10 años de los bonos del Tesoro estadounidense a medida que se acerca la fecha de despegue de las tasas de interés estadounidenses. Se supone que el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y el Reino Unido transcurrirá sin sobresaltos, sin aumentos grandes ni dilatados en la volatilidad de los mercados financieros ni movimientos violentos de las tasas de interés a largo plazo. Según las proyecciones, los precios de las materias primas disminuirán moderadamente en un contexto de una recuperación no del todo sólida y de la salida de nueva oferta al mercado (por ejemplo, petróleo liviano de formaciones compactas en Estados Unidos). Se presume que las tensiones geopolíticas y las luchas internas se moderarán poco a poco en 2015–16, lo cual permitiría una recuperación paulatina en las economías más duramente afectadas.

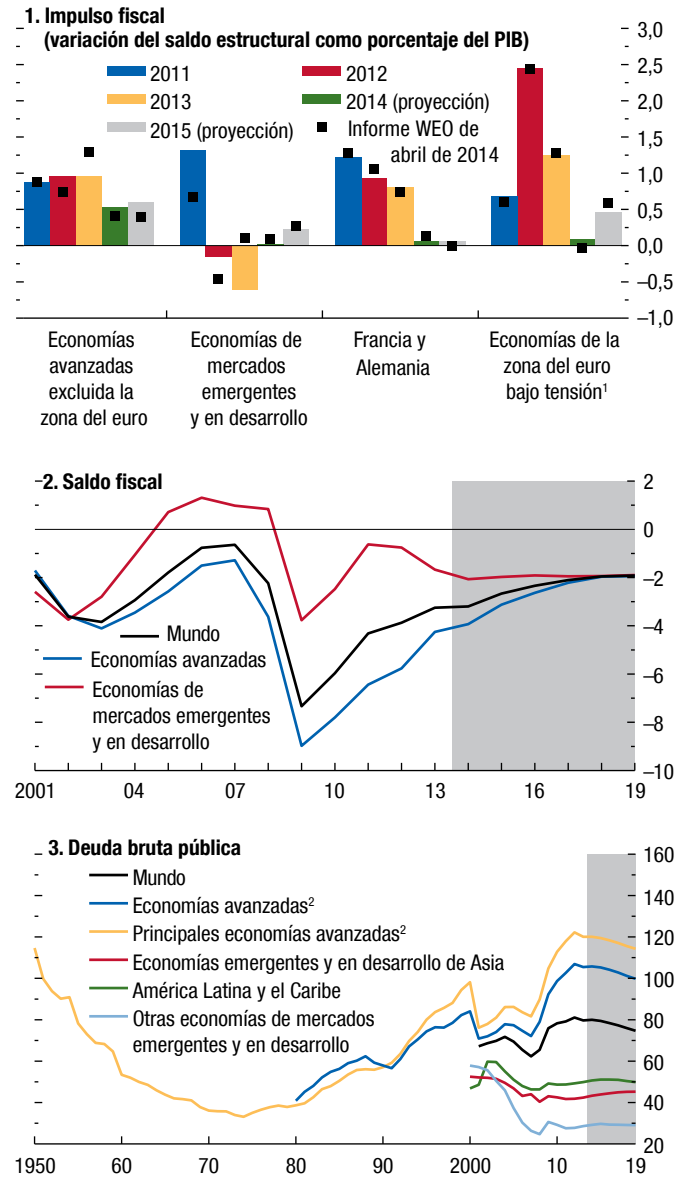
Perspectivas mundiales

El crecimiento mundial, calculado con las nuevas paridades del poder adquisitivo de 2011 del Programa de Comparación Internacional¹, repuntaría hasta llegar a una tasa anual de alrededor de 3,7% en el segundo semestre de 2014 y un porcentaje ligeramente mayor en 2015, aproximadamente 1 punto porcentual más rápido que en el primer semestre de 2014. El aumento del crecimiento estará impulsado por un repunte tanto en las economías avanzadas, con Estados Unidos a la cabeza, como en los mercados emergentes. El crecimiento en la mayoría de las economías de mercados emergentes y

¹A partir de la actualización de julio de 2014 del informe WEO, las cifras del FMI sobre el crecimiento mundial y regional se calculan usando las ponderaciones revisadas de la paridad del poder adquisitivo del Programa de Comparación Internacional y, por lo tanto, no pueden compararse con las de la edición de abril de 2014 del informe WEO. Para los efectos de la comparación con la edición actual del informe WEO, se han calculado nuevamente las tasas de crecimiento mundial y regional de la edición de abril de 2014 usando las ponderaciones revisadas.

Gráfico 1.6. Políticas fiscales
(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

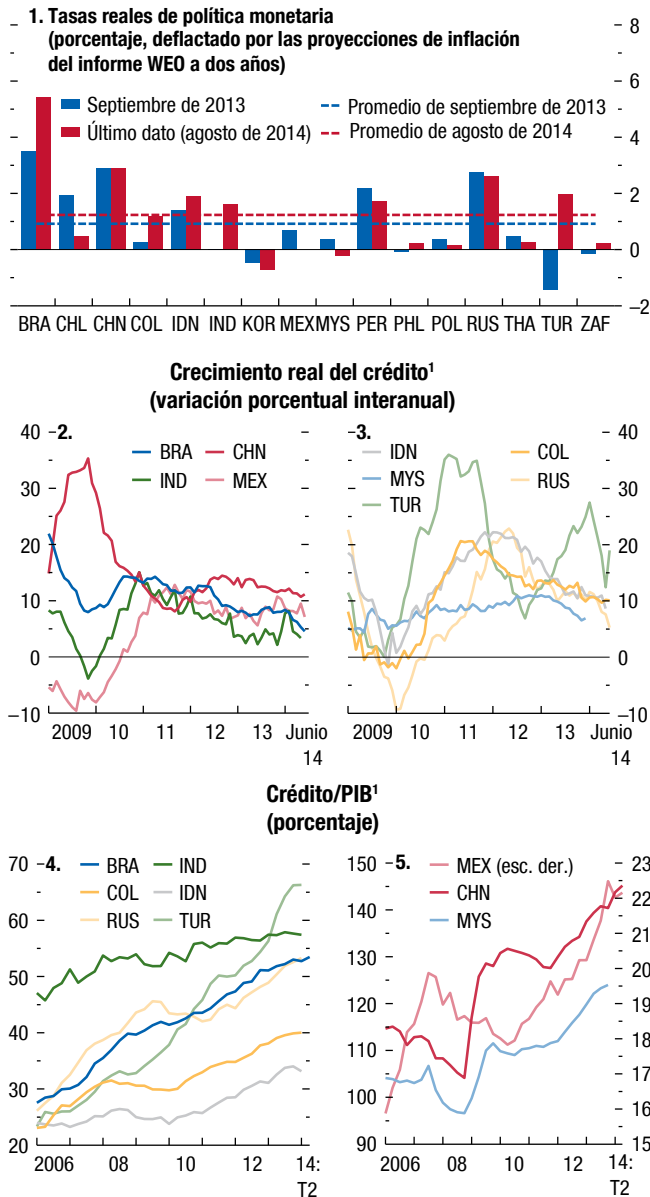
Se prevé que la consolidación fiscal se modere en las economías avanzadas en 2014–15, con la excepción de Japón, que aumentó el impuesto sobre el consumo y replegará el estímulo fiscal. En las economías de mercados emergentes, la política fiscal se mantendría sin grandes cambios.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: Principales economías avanzadas = Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, el Reino Unido.
¹España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal.
²Los datos hasta 2000 no incluyen a Estados Unidos.

Gráfico 1.7. Políticas monetarias y crédito en las economías de mercados emergentes

Las condiciones monetarias son más ajustadas en muchas economías de mercados emergentes, ya que los bancos centrales respondieron con aumentos de la tasa de política monetaria al deterioro de las condiciones financieras externas que estas economías enfrentan desde que se anunció el repliegue del estímulo monetario en mayo de 2013. No obstante, las tasas reales de política monetaria siguen siendo negativas o están muy por debajo de los promedios previos a la crisis en muchas economías de mercados emergentes. La expansión del crédito bancario continúa desacelerándose en las economías de mercados emergentes, si bien en algunas se mantiene a tasas de dos dígitos. Por ende, el apalancamiento a nivel de toda la economía, medido en función de la relación crédito bancario/PIB, ha seguido aumentando.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de International Financial Statistics (IFS), y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).
¹El crédito representa los derechos de otras sociedades de depósito frente al sector privado según los datos de IFS, excepto en el caso de Brasil. Los datos de crédito de Brasil corresponden al crédito al sector privado tomado del Sistema de Información de Crédito del Banco Central de Brasil.

en desarrollo estaría respaldado por el desvanecimiento de los reveses pasajeros que sufrieron la producción y la demanda interna (entre otras cosas, como consecuencia de las tensiones geopolíticas y las luchas internas), el sostén que brindan las políticas a la demanda y la eliminación paulatina de los obstáculos estructurales al crecimiento, así como el fortalecimiento de la demanda externa de las economías avanzadas.

Revisiones de las proyecciones de crecimiento

Las perspectivas para 2014 son marginalmente más débiles que en la actualización de julio de 2014 del informe WEO, con una revisión al alza del crecimiento en Estados Unidos (cuadro 1.1, gráfico 1.8) compensada por algunas revisiones a la baja en los mercados emergentes, sobre todo en América Latina y Oriente Medio, así como Japón y la zona del euro. En comparación con la edición de abril de 2014 del informe WEO, el crecimiento mundial de 2014 ha sufrido una revisión a la baja de más o menos 0,4 puntos porcentuales, principalmente debido a una debilidad superior a la esperada en el primer semestre del año, y es ligeramente más bajo en 2015. En el resto de este informe, la comparación de las proyecciones de crecimiento se realiza con respecto a las de la edición de abril de 2014 del informe WEO, ajustadas de ser necesario en función de las nuevas ponderaciones según la paridad del poder adquisitivo.

Perspectivas de las economías avanzadas

Se prevé que el crecimiento se fortalecerá en 2014–15 en la mayoría de las economías avanzadas, pero el ritmo de la recuperación sigue variando según la región. El repunte más fuerte del crecimiento sería el de Estados Unidos, en tanto que el freno que generó la crisis tardará en desvanecerse en la zona del euro, y el crecimiento en Japón seguirá siendo pequeño. Las proyecciones apuntan a un crecimiento sólido en otras regiones, como las economías avanzadas de Asia, Canadá y el Reino Unido.

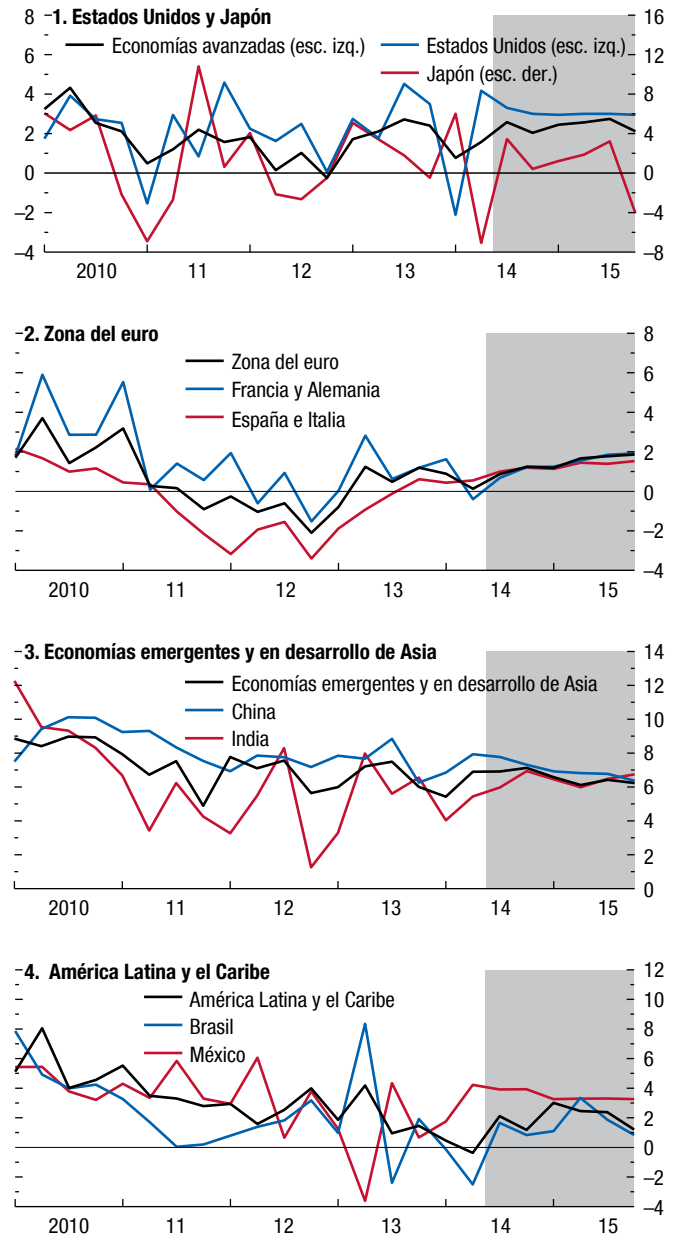
- En *Estados Unidos*, siguen estando dadas las condiciones propicias para que la recuperación repunte con más fuerza: orientación acomodaticia de la política monetaria y condiciones financieras favorables, marcada reducción del lastre fiscal (con una variación acumulada del saldo estructural primario de alrededor de 1¼% en 2014–15, en comparación con 1½% en 2013), fortalecimiento de los balances de los hogares y reanimación del mercado

de la vivienda. En consecuencia, se proyecta que el crecimiento promediará aproximadamente 3% en el segundo semestre de 2014 y principios de 2015. Las compras de activos de la Reserva Federal concluirían en octubre de 2014, y las tasas de interés abandonarían el límite cero a mediados de 2015. Se prevé que el empleo aumentará con fuerza, pero parte de la recuperación de la tasa de participación en el mercado laboral enlentecerá la disminución de la tasa de desempleo. El legado de la aguda debilidad del primer trimestre de 2014 implica una revisión a la baja de 0,6 puntos porcentuales del crecimiento previsto para 2014 respecto de la edición de abril de 2014 del informe WEO, en tanto que la previsión para 2015 se mantiene prácticamente sin cambios.

- En la *zona del euro*, se prevé que poco a poco irá echando raíz una recuperación floja, sustentada por una reducción del lastre fiscal, una política monetaria acomodaticia y una mejora de las condiciones de préstamo, con una fuerte compresión de los diferenciales en las economías sometidas a tensión y tasas de interés a largo plazo históricamente bajas en los países del núcleo de la zona. Se proyecta que el crecimiento promediará 0,8% en 2014 y 1,3% en 2015; es decir, menos que en la edición de abril de 2014 del informe WEO. Las perspectivas varían según el país, no solo entre las economías más duramente golpeadas por la crisis y las demás, sino también dentro de esos grupos. Entre las primeras, el crecimiento se ha reanudado en España, respaldado por la demanda externa y por un aumento de la demanda interna que refleja la mejora de las condiciones financieras y el robustecimiento de la confianza. Según la proyección actual, el crecimiento promediará 1,3% y 1,7% en 2014 y 2015, respectivamente, lo cual representa una revisión al alza de aproximadamente 1% con respecto a lo proyectado en la edición de abril de 2014 del informe WEO. La economía italiana, por el contrario, se contrajo en el primer semestre de 2014, y en términos anualizados no se espera que recupere un crecimiento positivo hasta 2015. Entre las economías del núcleo de la zona, las proyecciones de crecimiento de Alemania han sufrido una revisión a la baja respecto de la edición de abril de 2014 del informe WEO, más que nada como consecuencia del debilitamiento de la recuperación de la demanda interna. El crecimiento en Francia se estancó en el primer semestre de 2014, y las proyecciones han sido revisadas a la baja.

Gráfico 1.8. Proyecciones de crecimiento del PIB
(Variación porcentual trimestral anualizada)

Se prevé que el crecimiento mundial repunte a una tasa anual de alrededor de 3,7% en el segundo semestre de 2014 y comienzos de 2015. El repunte más fuerte sería el de Estados Unidos; el freno a la actividad impuesto por la crisis apenas se moderará en la zona del euro, y el crecimiento en Japón seguirá siendo tímido. En la mayoría de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el crecimiento se vería respaldado gracias a la suavización de los efectos negativos pasajeros que sufrieron la producción y la demanda interna (entre ellos, los causados por las tensiones geopolíticas); las políticas de apoyo a la demanda; la desaparición gradual de las barreras estructurales al crecimiento, y el fortalecimiento de la demanda externa de las economías avanzadas.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

- En *Japón*, el patrón de crecimiento del primer semestre se vio afectado por el aumento del impuesto sobre el consumo que ocurrió en abril, y que impulsó la actividad en el primer trimestre a expensas del segundo. Como la contracción en el segundo trimestre fue superior a la esperada, ahora se proyecta que el PIB aumente 0,9% en 2014: es decir, 0,5 puntos porcentuales menos que en la edición de abril de 2014 del informe WEO. Como se prevé una recuperación de la inversión privada, el crecimiento se mantendría más o menos estable en 2015, pese al ajuste fiscal planificado.
- En la mayoría de las demás economías avanzadas, incluidos Canadá, Noruega, el Reino Unido y Suecia, se prevé un crecimiento sólido. En el *Reino Unido*, la actividad ha repuntado y se ha equilibrado, alimentada tanto por el consumo como por la inversión empresarial, gracias a la mejora de las condiciones de los mercados financieros y de crédito y a la salud de los balances empresariales. Se proyecta que el crecimiento promediará 3,2% en 2014 y 2,7% en 2015, alrededor de ¼ puntos porcentuales más de lo previsto en la edición de abril de 2014 del informe WEO. Los precios inmobiliarios están aumentando a paso firme, especialmente en Londres, y también son elevados en otras economías avanzadas, como Canadá, Noruega, Suecia y Suiza (recuadro 1.1).

Perspectivas de las economías de mercados emergentes y en desarrollo

De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo experimentará un leve aumento en el segundo semestre de 2014 y comienzos de 2015, gracias al fortalecimiento de la demanda interna y a una recuperación de la demanda externa asociada a la aceleración del crecimiento en las economías avanzadas. Al igual que en otros años, las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuarán generando el grueso del crecimiento mundial, incluso a tipos de cambio de mercado. Con todo, tanto para 2014 como para 2015 la previsión es aproximadamente 0,3 puntos porcentuales más baja que lo previsto en la edición de abril de 2014 del informe WEO, lo cual refleja tanto resultados menos alentadores en el primer semestre de 2014 como la determinación de que algunos de los reveses parecen estar relacionados con factores estructurales, y por ende tienen probabilidades de perdurar más. De

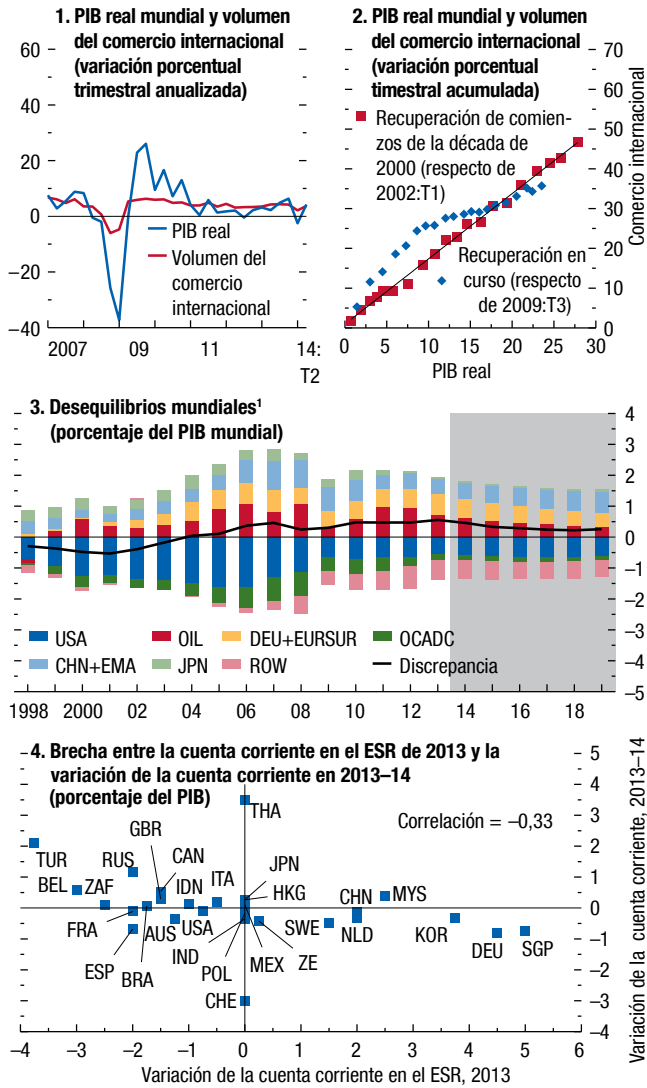
hecho, las perspectivas de los mercados emergentes han sido revisadas a la baja en varios de los últimos informes WEO, lo cual refleja una cambiante evaluación de la sostenibilidad de las tasas de crecimiento alcanzadas antes de la crisis y durante el repunte de 2010–11 (recuadro 1.2).

- En *China*, las proyecciones de crecimiento han sido revisadas a la baja ligeramente tanto para 2014 como para 2015 respecto de la edición de abril de 2014 del informe WEO. Tras un primer trimestre más débil de lo esperado, las autoridades desplegaron medidas de política para respaldar la actividad, incluida la reducción de impuestos a la pequeña y mediana empresa, la aceleración del gasto fiscal y en infraestructura, y recortes focalizados de los encajes legales. El crecimiento se afianzó en el segundo trimestre gracias a estas medidas, así como al fortalecimiento de la exportación, y según las proyecciones promediaría 7,4% en 2014, cumpliendo con la meta de las autoridades. Para 2015 se prevé un crecimiento más moderado, de 7,1%, a medida que la economía se oriente hacia una senda más sostenible y que la inversión residencial se enfríe más.
- En *India*, se espera un aumento del crecimiento en lo que queda de 2014 y en 2015, a medida que la exportación y la inversión continúan repuntando y compensan holgadamente el efecto de una temporada de monzones desfavorable para el crecimiento agrícola. Las perspectivas para 2014 son ligeramente más alentadoras que en la edición de abril de 2014 del informe WEO, y no han cambiado para 2015. El crecimiento de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental–5 (ASEAN-5) está proyectado en 4,7% en 2014 y en 5,4% en 2015. En comparación con la edición de abril de 2014 del informe WEO, la previsión para 2014 es ligeramente más débil, debido a una fuerte desaceleración en Tailandia en medio de las tensiones políticas de este año, y continúa sin cambios para 2015. En otras *economías emergentes y en desarrollo de Asia*, el crecimiento probablemente conserve el vigor, gracias en parte a las condiciones financieras favorables y las políticas más bien acomodaticias.
- El crecimiento en *América Latina y el Caribe* bajará, según los pronósticos actuales, a 1,3% en 2014 y repuntará a alrededor de 2,2% en 2015. Las proyecciones se han revisado a la baja en más de 1 punto porcentual para 2014 y 0,8 puntos porcentuales para 2015, como consecuencia de factores externos, dados el grado inesperado de debilitamiento de las

- exportaciones en medio de una desmejora de los términos de intercambio y una variedad de limitaciones internas idiosincráticas. En *Brasil*, el PIB se contrajo en el primer semestre, debido a la debilidad de la inversión y a la moderación del consumo, dados el deterioro de las condiciones financieras y la continua debilidad de la confianza de las empresas y de los consumidores. Estos factores, sumados a la poca competitividad, mantendrían atenuado el crecimiento en gran parte de 2014–15. En el caso de *México*, la previsión para este año es más baja que la consignada en la edición de abril de 2014 del informe WEO debido al grado imprevisto de desaceleración del crecimiento a comienzos de 2014, causado por la debilidad de la demanda externa y la actividad del sector de la construcción, pero se proyecta que el crecimiento repunte a partir de 2015, a medida que los efectos de las reformas estructurales comiencen a hacerse sentir y que se afiance el crecimiento de Estados Unidos. En otros países de la región, las revisiones a la baja del crecimiento reflejan una contracción de la demanda interna (*Chile* y *Perú*); una profundización de los desequilibrios macroeconómicos y de la política económica que se están manifestando en forma de inflación elevada, crecimiento negativo y un ensanchamiento del diferencial entre el tipo de cambio paralelo y el oficial en *Argentina*; y profundas distorsiones de las políticas que han conducido a una escasez generalizada, un colapso del crecimiento y una inflación actualmente superior al 60% en *Venezuela*.
- Las previsiones para la *Comunidad de Estados Independientes* han desmejorado significativamente, como consecuencia de un drástico deterioro en las condiciones económicas en el primer semestre, que persistiría durante algún tiempo. En *Rusia*, la inversión sigue siendo débil en un ambiente de debilitamiento de la confianza, que también se ve afectado por las tensiones geopolíticas y las sanciones. No se proyecta un repunte de la actividad hasta 2015. Las continuas caídas de la producción industrial y la exportación causarían una fuerte contracción de la actividad en *Ucrania* en 2014, y las condiciones mejorarán lentamente el próximo año. El crecimiento se ha enfriado en el resto de la CEI, con la disminución de los flujos comerciales y de remesas procedentes de *Rusia*, y se proyecta un menor nivel para 2014–15 que en las proyecciones de la edición de abril de 2014 del informe WEO.
 - El crecimiento de las *economías emergentes y en desarrollo de Europa* se mantendría cerca de 3% en 2014–15, con una revisión al alza de las proyecciones para 2014 de 0,4 puntos porcentuales. Esta revisión refleja principalmente el fortalecimiento del consumo privado en *Hungría* y una demanda interna vigorosa en *Polonia*.
 - Con la intensificación de las luchas en algunos países de la región, el repunte del crecimiento de *Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán* proyectado para 2014 resultará, según los pronósticos, más débil que el que contemplaba la edición de abril de 2014 del informe WEO. Se prevé que el crecimiento aumente en 2015, suponiendo que mejore la seguridad, lo cual hará posible la recuperación en la producción de petróleo, sobre todo en *Libia*. Se prevé también que la actividad económica de los importadores de petróleo no mejore sino gradualmente, a medida que continúen enfrentando transiciones sociopolíticas difíciles, una merma de la confianza y los reveses que causan los conflictos regionales.
 - En *África subsahariana*, se prevé que el crecimiento conserve el vigor, siguiendo más o menos las líneas trazadas en la edición de abril de 2014 del informe WEO para el período 2014–15, aunque las perspectivas varían según el país. En *Sudáfrica*, el crecimiento de 2014 está lastrado por las tensiones industriales y las demoras en subsanar las lagunas en la infraestructura, incluidas las restricciones del sector eléctrico. Para 2015 se prevé una recuperación apagada. Por el contrario, en *Nigeria*, la actividad ha dado muestras de su capacidad de resistencia a pesar de las malas condiciones de seguridad y la contracción de la producción de petróleo ocurrida este año. En algunos países, como *Ghana* y hasta hace poco *Zambia*, los grandes desequilibrios macroeconómicos han generado presiones sobre el tipo de cambio y la inflación. Más allá de las víctimas humanas que está cobrando, el estallido de ébola tendrá un impacto agudo en las economías de *Guinea, Liberia y Sierra Leona*, como se explica en el capítulo 2. Si continúa intensificándose y se propaga a los países vecinos de manera considerable, podría tener consecuencias más generalizadas.
 - Estas proyecciones implican perspectivas favorables para los países en desarrollo de bajo ingreso, cuyo crecimiento está proyectado en más de 6% tanto en 2014 como en 2015. El mayor crecimiento en las economías avanzadas favorecerá la demanda externa

Gráfico 1.9. Sector externo

La expansión del comercio mundial volvió a enfriarse en el primer semestre de 2014, a la par de la desaceleración del crecimiento mundial registrada durante este período. Pero al comercio mundial le ha faltado el fuerte ímpetu tradicional desde la desaceleración de la actividad mundial ocurrida en 2011. Los desequilibrios mundiales de las cuentas corrientes han disminuido sustancialmente desde la crisis financiera internacional de 2008 y esa tendencia seguirá, según los pronósticos. Entre las economías más grandes, la variación proyectada de los saldos en cuenta corriente a corto plazo es congruente con una nueva disminución del exceso de superávits y déficits (medidos según las brechas de la cuenta corriente en 2013 que identifica en su edición de 2014 el Informe piloto sobre el sector externo elaborado por el FMI).



Fuentes: Oficina de Análisis de Política Económica de los Países Bajos; FMI, Informe piloto sobre el sector externo (ESR) de 2014, y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).
¹CHN+EMA = China y economías emergentes de Asia (Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, provincia china de Taiwán, RAE de Hong Kong, Singapur, Tailandia); DEU+EURSUR = Alemania y otras economías avanzadas europeas con superávit (Austria, Dinamarca, Luxemburgo, Países Bajos, Suecia, Suiza); EA = economías avanzadas; OCADC = otros países europeos con cuenta corriente en déficit antes de la crisis (España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal, Reino Unido, grupo de economías emergentes y en desarrollo de Europa del informe WEO); OIL = Noruega y economías de mercados emergentes y en desarrollo exportadoras de petróleo del informe WEO; ROW = resto del mundo; ZE = zona del euro.

meta de los países en desarrollo de bajo ingreso, si bien la disminución proyectada de los precios de las materias primas no combustibles provocará cierto deterioro de los términos de intercambio de los exportadores netos de materias primas. Se prevé que la demanda interna conservará la capacidad de resistencia en los últimos años.

Perspectivas de inflación

La inflación sigue siendo demasiado baja en las economías avanzadas, lo cual es un indicio de que muchas de ellas tienen sustanciales brechas del producto, y la deflación continúa siendo motivo de preocupación. En Estados Unidos, la inflación, medida por el deflactor del gasto de consumo personal, está proyectada en 1,6% a fines de 2014 y aumentaría poco a poco hacia el objetivo a más largo plazo de la Reserva Federal de 2%. En la zona del euro, se proyecta que la inflación subirá poco a poco a medida que la recuperación se afiance y las brechas del producto disminuyan lentamente, a 0,9% en términos anualizados en 2015 y 1,2% en 2016. Pero las presiones de precios se mantendrán muy atenuadas de acuerdo con las proyecciones de referencia actuales, porque las persistentes brechas del producto, las condiciones crediticias débiles y la fragmentación financiera —especialmente en las economías sometidas a tensión— se sumarán para contener los precios. En consecuencia, las tasas de inflación de toda la zona del euro se mantendrán sustancialmente por debajo de la meta de estabilidad de precios del BCE por lo menos hasta 2019 con las políticas vigentes, lo cual sugiere que el riesgo de que las expectativas inflacionarias queden desancadas ha aumentado. En Japón, el nivel general de inflación subiría a una tasa promedio anual de 2,7% en 2014. Ese movimiento refleja el aumento del impuesto sobre el consumo, pero la inflación subyacente también está en alza, a un ritmo de 1,1% este año. Se proyecta que la inflación suba paulatinamente hacia la meta de 2% a mediano plazo, a medida que se cierre la brecha del producto y que se afiancen las expectativas inflacionarias. Para las economías de mercados emergentes y en desarrollo, se pronostica que la inflación caiga en 2014, tal como lo preveía la edición de abril de 2014 del informe WEO, y que se mantenga sin grandes cambios en 2015. La disminución reciente refleja en gran medida la caída de los precios de las materias primas, sobre todo de las materias primas alimentarias, que tienen una elevada ponderación en las canastas de los índices de precios al consumidor de estos países.

El sector externo y las perspectivas de reequilibramiento

El crecimiento del volumen mundial de comercio sufrió una desaceleración marcada en el primer semestre de 2014, en comparación con la actividad mundial (gráfico 1.9, panel 1). No se han concretado las expectativas de que, gracias al afianzamiento de la recuperación, el comercio mundial volvería a crecer más rápido que el PIB, en base a lo ocurrido en el segundo semestre de 2013 (gráfico 1.9, panel 2). En parte, la desaceleración del crecimiento del comercio internacional podría reflejar la moderación del ritmo de fragmentación de los procesos mundiales de producción (cadenas de valor) tras años de rápido cambio. De hecho, gran parte del reciente enfriamiento de la expansión del comercio internacional en relación con el PIB es un fenómeno que afecta a los mercados emergentes. Y parte de esa desaceleración podría ser cíclica, como consecuencia de la contracción del crecimiento mundial desde 2011. Efectivamente, en las primeras etapas de la recuperación mundial, en 2009–10, el comercio mundial repuntó con fuerza, repitiendo en términos generales los patrones observados en otros períodos de aceleración del crecimiento mundial. Según las proyecciones, el comercio mundial repuntará antes que el PIB a medida que la recuperación mundial se afiance, pero la diferencia entre la expansión del crecimiento y del PIB se mantendría por debajo de los precios previos a la crisis reciente.

Los desequilibrios mundiales de las cuentas corrientes disminuyeron en 2013 y, según las proyecciones, continuarán contrayéndose, aunque con moderación, en 2014 y años posteriores (gráfico 1.9, panel 3). En 2014, la contracción sería resultado de una reducción de las posiciones de déficit y superávit dentro de Europa, así como de cierta reducción de los superávits de los exportadores de petróleo. Al mismo tiempo, como lo explica el capítulo 4, persisten los efectos del período de desequilibrio mundial y de la crisis financiera internacional, ya que los países que tenían elevados déficits en cuenta corriente antes de la crisis aún cargan con elevados pasivos externos brutos y netos. Aunque muchos de estos países han logrado profundas correcciones de la cuenta corriente, el crecimiento débil o negativo del PIB y el bajo nivel de inflación han impedido una mejora sistemática de las posiciones externas netas. Y las bajas tasas de crecimiento proyectadas del PIB nominal y real implican una mejora muy

gradual de las posiciones externas netas de los países deudores en el futuro, aunque en varios casos los saldos en cuenta corriente se mantendrían en el terreno del superávit.

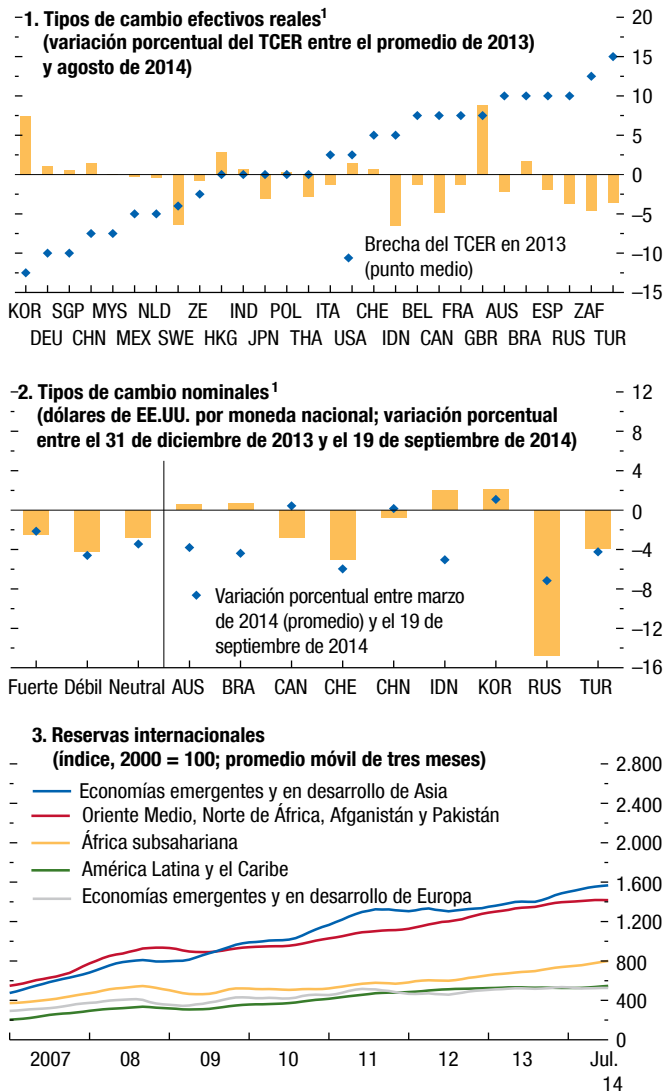
La disminución proyectada de los desequilibrios mundiales de las cuentas corrientes coincide, en términos generales, con una reducción de los desequilibrios “excesivos”, y las variaciones del tipo de cambio durante el último año han brindado cierto respaldo al ajuste. Como lo señala el Informe piloto sobre el sector externo de 2014 (FMI 2014a), en 2013 los desequilibrios externos estaban en baja, pero aun así eran casi el doble de lo que justifican los fundamentos y las políticas aconsejables. El gráfico 1.9 (panel 4) muestra que las variaciones proyectadas de los saldos en cuenta corriente de 2014, en comparación con 2013, contribuirían a reducir las brechas de la cuenta corriente de 2013, como lo señala el Informe piloto sobre el sector externo de 2014. Estas brechas miden las desviaciones de los saldos en cuenta corriente respecto de un nivel coherente con los fundamentos subyacentes y las políticas aconsejables. Y el panel 1 del gráfico 1.10 compara las evaluaciones de las monedas correspondientes a 2013 consignadas en el Informe piloto sobre el sector externo de 2014, que están basadas en el promedio de los tipos de cambio efectivos reales de ese año, con las variaciones posteriores de los tipos de cambio efectivos reales. Las monedas subvaluadas (las que tuvieron una brecha negativa del tipo de cambio efectivo real en 2013) en general se han apreciado, y las monedas sobrevaluadas se han depreciado, lo cual concuerda con un reequilibramiento.

Riesgos

Los riesgos a la baja han aumentado en comparación con el segundo trimestre. La razón principal es la agudización de los *riesgos geopolíticos*, que incluyen la agitación en Oriente Medio y las tensiones internacionales en torno a la situación en Rusia y Ucrania. Además, como el escenario base ahora denota un mayor optimismo en los mercados financieros —los diferenciales de riesgo y los principales indicadores de volatilidad implícita están cercanos a los niveles mínimos registrados durante la expansión previa a la crisis, los precios de las acciones han continuado al alza y los rendimientos a más largo plazo han disminuido—, los riesgos a la baja derivados de una *corrección en el mercado financiero* ahora son mayores.

Gráfico 1.10. Tipos de cambio y reservas

Las monedas de las grandes economías de mercados emergentes se han depreciado frente al dólar de EE.UU. en 2014, como consecuencia de la turbulencia del mercado financiero a comienzos del año y el relativo debilitamiento de las perspectivas a mediano plazo en comparación con las economías avanzadas. A nivel más amplio, los movimientos del tipo de cambio observados durante el último año han sido más o menos congruentes con la profundización de las correcciones de sobrevaloraciones y subvaloraciones de monedas (medidas según las brechas del TCER identificadas en la edición de 2014 del Informe piloto sobre el sector externo elaborado por el FMI). El ritmo de acumulación de reservas ha disminuido en América Latina y en las economías emergentes y en desarrollo de Europa, como consecuencia del descenso de las entradas de capitales y las pérdidas de reservas utilizadas para intervenir en el mercado de cambio. Ha conservado el vigor en Oriente Medio, como reflejo del nivel aún elevado de los precios del petróleo, y en los últimos tiempos se ha acelerado en las economías emergentes y en desarrollo de Asia.



Fuentes: Global Insight; FMI, Informe piloto sobre el sector externo de 2014; FMI, base de datos de International Financial Statistics, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Fuerte = economías relativamente más fuertes; Débil = economías relativamente más débiles; Neutral = economías en situación generalmente neutral; TCER = tipo de cambio efectivo real; ZE = zona del euro. En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

¹Las brechas y clasificaciones de los TCER se basan en el Informe piloto sobre el sector externo de 2014.

En cuanto a los otros riesgos analizados en el informe WEO de abril de 2014, persisten los relacionados con las dificultades imprevistas derivadas de la *normalización de la política monetaria en Estados Unidos*. La inflación en la zona del euro ha seguido disminuyendo, y las expectativas de inflación han descendido, lo que indica que también persisten los *riesgos de deflación propiamente dicha o de un período prolongado de inflación muy baja*. A mediano plazo, el *bajo crecimiento del producto potencial* y un *“estancamiento secular”* siguen siendo riesgos importantes en las economías avanzadas, dado que aún no se observa un crecimiento robusto de la demanda. En particular, pese a que continúan el nivel sumamente bajo de las tasas de interés y el mayor apetito de riesgo en los mercados financieros, la inversión todavía no ha repuntado, quizá debido a las preocupaciones por el bajo crecimiento potencial a mediano plazo y a un moderado consumo privado (en un contexto de débil crecimiento del ingreso medio). En el caso de los mercados emergentes, pese a que los pronósticos han sido revisados a la baja, persiste el riesgo de que el aumento del crecimiento proyectado para el próximo año no se materialice (al menos en su totalidad) y de que el *crecimiento potencial sea inferior al actualmente proyectado*. Y no dejan de preocupar los riesgos de un *aterrizaje brusco en China* a mediano plazo debido a la capacidad excedentaria y al exceso de crédito, puesto que la inversión y el crédito siguen siendo los principales impulsores del crecimiento.

Pronóstico de PIB mundial

El gráfico de abanico del pronóstico del PIB real mundial hasta 2015 indica que la banda de incertidumbre en torno a las proyecciones del informe WEO prácticamente no ha variado en los últimos seis meses (gráfico 1.11, panel 1). La probabilidad de que el crecimiento mundial caiga por debajo del umbral de recesión de 2% en 2015 es de menos de 1%, nivel que es notablemente inferior a los pronósticos elaborados en octubre de 2012 y octubre 2013 para el año siguiente. En lo que se refiere a los componentes que determinan la incertidumbre en torno a los pronósticos, los riesgos a la baja para el crecimiento mundial causados por los precios del petróleo han aumentado en comparación con el informe WEO de abril de 2014, y de forma notable para 2015. También se han intensificado los riesgos a la baja relacionados con una corrección de

precios de las acciones en 2014, lo que se condice con la idea de una posible efervescencia en torno a ciertas valuaciones. Además, basándose en el grado en que las predicciones de los diferenciales por plazo se han cumplido en el pasado, las perspectivas de mayores diferenciales por plazos en 2015 debido al aumento de las tasas a largo plazo son coherentes con los riesgos al alza del crecimiento mundial.

Las simulaciones basadas en el Modelo de Proyección Mundial del personal técnico del FMI indican un aumento de los riesgos de recesión (medidos en función de la probabilidad de dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo en los próximos cuatro trimestres), en particular en la zona del euro y en el grupo del resto de las economías (gráfico 1.12, panel 1). Este aumento se debe en parte a que el punto de partida del crecimiento es más bajo en comparación con el informe WEO de abril de 2014. Los resultados de estas simulaciones destacan el hecho de que la recuperación mundial sigue presentando varias fragilidades.

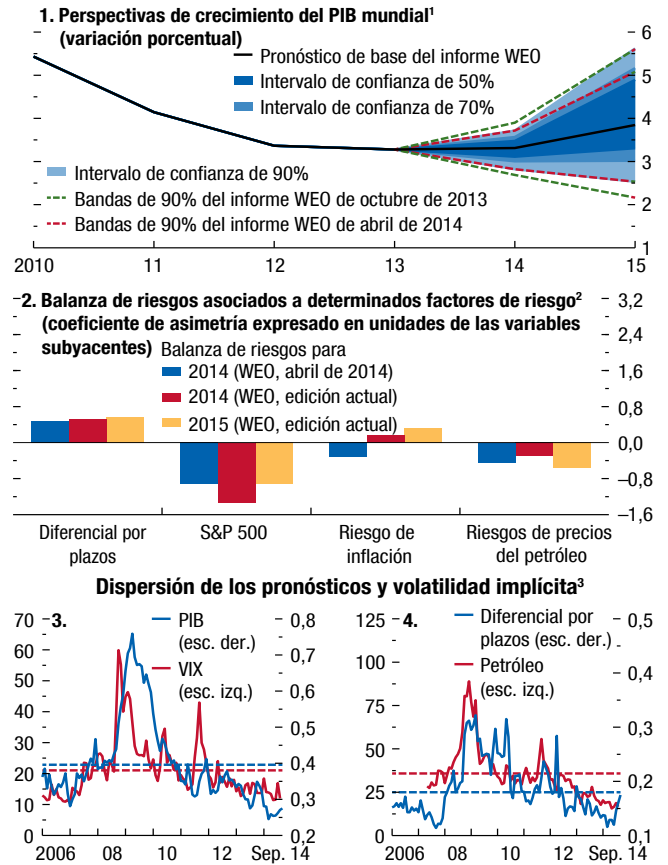
Riesgos inmediatos y a corto plazo

Los riesgos a los que está expuesta la frágil recuperación mundial emanan de varias fuentes: crecientes tensiones geopolíticas y sus repercusiones en los mercados de materias primas y en la actividad real, shocks originados en los mercados financieros y resultados macroeconómicos decepcionantes en los países o regiones de importancia sistémica. En todos estos casos, las interconexiones del comercio mundial y los mercados financieros pueden actuar como agentes de transmisión y amplificación de shocks, con importantes efectos de contagio transfronterizo.

Con respecto a los *riesgos geopolíticos*, el escenario base incluye una recesión en Ucrania y un estancamiento del producto en Rusia en 2014, con efectos de contagio negativos para la CEI y, en menor grado, para otros socios comerciales. Se supone que estos efectos se disipan gradualmente en 2015 y en los años posteriores. Un aumento de las tensiones podría provocar mayores efectos de contagio a escala mundial que darían lugar a trastornos en la producción o el transporte de gas natural o petróleo crudo, una mayor aversión al riesgo en los mercados financieros, un efecto negativo en la confianza y la inversión empresarial en los socios comerciales debido a la mayor incertidumbre y perturbaciones en el comercio y las finanzas a raíz de un endurecimiento de las sanciones y contrasanciones. Otra importante

Gráfico 1.11. Riesgos para las perspectivas mundiales

El gráfico de abanico, que indica el grado de incertidumbre en torno a las perspectivas mundiales de crecimiento, prácticamente no presenta cambios con respecto al informe WEO de abril de 2014. En principio, la menor incertidumbre en el escenario base (dado que ahora se dispone de más información sobre 2014) debería haber reducido la banda de incertidumbre para 2014, suponiendo que no varían las demás condiciones; el hecho de que eso no haya sucedido es un indicio de que a corto plazo los riesgos a la baja serán algo mayores. Según los indicadores de volatilidad basados en el mercado financiero y los indicadores de dispersión del pronóstico, la incertidumbre prácticamente no ha variado.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Mercado de Opciones de Chicago (CBOE, por sus siglas en inglés); Consensus Economics; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

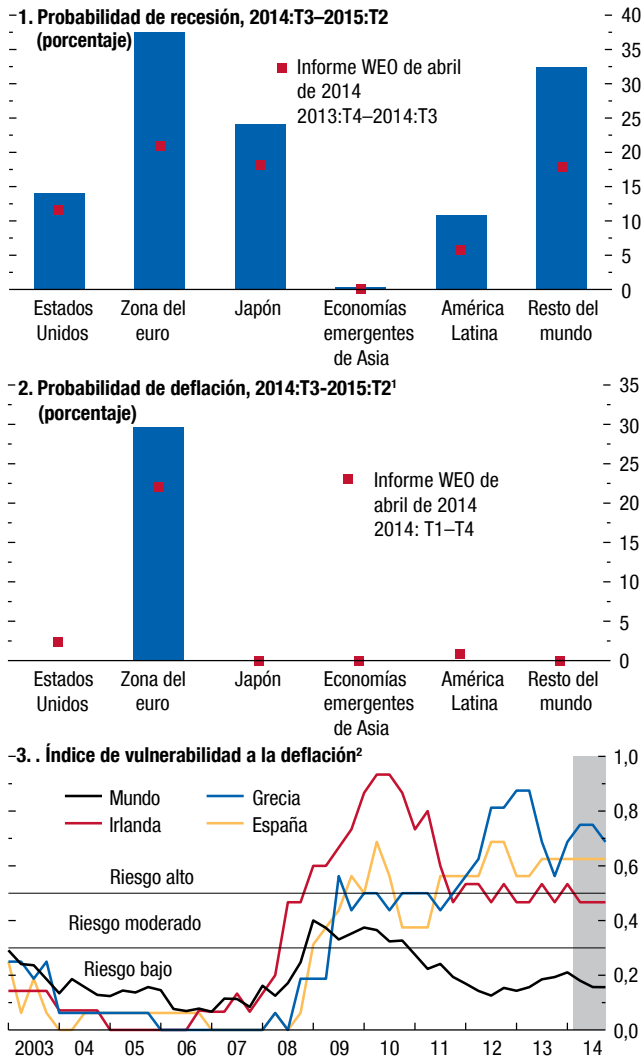
¹El gráfico de abanico muestra la incertidumbre en torno al pronóstico central del informe WEO con intervalos de confianza de 50%, 70% y 90%. Tal como se indica, el intervalo de confianza de 70% incluye el intervalo de 50%, y el intervalo de confianza de 90% incluye los intervalos de 50% y 70%. Véase más información en el apéndice 1.2 del informe WEO de abril de 2009. Las bandas de 90% para los pronósticos del año en curso y a un año de los informes WEO de octubre de 2013 y abril de 2014 se muestran en relación con el escenario base actual.

²Las barras denotan el coeficiente de asimetría expresado en unidades de las variables subyacentes. Los valores correspondientes a los riesgos de inflación y a los riesgos por los precios del petróleo se registran con el signo opuesto porque representan riesgos a la baja para el crecimiento. Obsérvese que los riesgos vinculados al índice Standard & Poor's (S&P) 500 para 2015 se basan en los contratos de opciones correspondientes a diciembre de 2015.

³El PIB mide la dispersión media ponderada en función de la paridad del poder adquisitivo de los pronósticos del PIB para las economías del G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido), Brasil, China, India y México. VIX = Índice de volatilidad implícita del S&P 500 elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago. El diferencial por plazos mide la dispersión media de los diferenciales por plazos implícitos en los pronósticos de las tasas de interés de Alemania, Estados Unidos, Japón y Reino Unido. El petróleo se mide por el índice de volatilidad de petróleo crudo utilizado por el Mercado de Opciones de Chicago. Los pronósticos provienen de las encuestas de Consensus Economics. Las líneas punteadas denotan los valores medios desde 2000 hasta el presente.

Gráfico 1.12. Riesgos de recesión y deflación

El Modelo de Proyección Mundial del personal técnico del FMI indica que los riesgos de recesión a un año han aumentado en comparación con el informe WEO de abril de 2014 para América Latina, Japón, la zona del euro y el grupo del resto del mundo. El aumento se debe principalmente a que los puntos de partida del crecimiento son más bajos, lo que significa que es más probable que un shock negativo más pequeño pueda desencadenar una recesión, suponiendo que no varían las demás condiciones. Los riesgos de deflación han aumentado en la zona del euro en comparación con el informe WEO de abril de 2014, también debido principalmente a un punto de partida de inflación aún más bajo, dado que la inflación en la zona del euro disminuyó a alrededor de ½% en el segundo trimestre de 2014.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: América Latina = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; Economías emergentes de Asia = China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, Singapur, Tailandia; Resto del mundo = Argentina, Australia, Bulgaria, Canadá, Dinamarca, Estonia, Israel, Noruega, Nueva Zelanda, Reino Unido, República Checa, Rusia, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Turquía, Venezuela.
¹La deflación se define como dos trimestres consecutivos en que se registran descensos de los precios al consumidor dentro de un período de cuatro trimestres.
²Los detalles de la elaboración de este indicador figuran en Kumar (2003) y Decressin y Laxton (2009). El indicador ha sido ampliado para que incluya los precios inmobiliarios.

fuelle de riesgos geopolíticos son los acontecimientos en Oriente Medio. El escenario base incluye repercusiones negativas graves derivadas del actual conflicto en la actividad económica en 2014 en algunos países de la región, en particular Iraq y Libia, que se supone se dispararán en 2015 y los años posteriores. La intensificación del conflicto en la región podría perturbar la producción de petróleo y desencadenar una escalada de precios del petróleo. Las potenciales implicaciones mundiales de estas circunstancias, y los posibles mecanismos de ampliación a través de los mercados financieros, se analizan en “Escenarios de riesgo: Aumento fuerte y repentino de los precios del petróleo”.

Los bajos niveles de las tasas de interés y el mayor apetito de riesgo en los mercados financieros han traído consigo aumentos de precios de las acciones, una compresión de los diferenciales y un descenso de la volatilidad a niveles muy bajos. Parte del optimismo en los mercados financieros es comprensible: los riesgos extremos han disminuido en los últimos dos años, el saneamiento de los balances ha avanzado y la comunicación por parte de los bancos centrales ha sido eficaz, todo esto en un contexto en que las bajas tasas de interés a largo plazo elevarían naturalmente los precios de los activos. Sin embargo, el mayor apetito de riesgo en los mercados financieros no se ha traducido en un repunte de la inversión, la cual ha permanecido deprimida, sobre todo en las economías avanzadas. Y como se analiza más a fondo en este capítulo y en el informe GFSR de octubre de 2014, existe la preocupación de que los mercados estén subvalorando el riesgo, ya que no han asimilado plenamente las incertidumbres que rodean a las perspectivas macroeconómicas ni sus implicaciones para el ritmo de retiro del estímulo monetario en algunas de las principales economías avanzadas.

Más específicamente, los mercados financieros pueden amplificar los riesgos vinculados a aumentos imprevistamente rápidos de las tasas de interés en Estados Unidos. Como se señala en el Informe sobre efectos de contagio de 2014 (FMI, 2014b), en ediciones anteriores del informe WEO y en la Sección especial del capítulo 2 sobre los efectos de contagio, el carácter de estos riesgos y de los riesgos derivados de los efectos de contagio mundiales dependerá de los factores que desencadenen los aumentos. Un crecimiento más rápido en Estados Unidos incrementaría la demanda externa en los países socios y además contribuiría a generar más confianza en la recuperación mundial; en gene-

ral, esto sería positivo para el resto de las economías, pese al endurecimiento de las condiciones financieras. Pero persisten los riesgos de un aumento de las tasas de interés en Estados Unidos provocado por otros factores, lo cual podría tener efectos de contagio más perjudiciales. Entre estos podría estar un aumento de las primas por plazo de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo debido a una variación en las carteras o a expectativas de un endurecimiento más rápido de la política monetaria a raíz de una revisión a la baja de la capacidad ociosa en la economía estadounidense. El aumento de la prima por plazo podría a su vez elevar las primas de riesgo y la volatilidad en los mercados financieros mundiales y provocar un vuelco en los flujos de capitales, en especial los provenientes de los mercados emergentes en situación vulnerable. Como se señala en el informe GFSR de octubre de 2014, algunos mercados de Estados Unidos, como los de crédito y de bonos de alto rendimiento, parecen ser especialmente susceptibles a los efectos negativos de una normalización de la política monetaria más rápida de lo previsto.

Los resultados decepcionantes de crecimiento, los acontecimientos geopolíticos u otros factores también pueden ocasionar un *vuelco repentino de las primas de riesgo y una compresión de la volatilidad en los mercados financieros mundiales*. Un aumento de la aversión mundial al riesgo puede dar lugar a afluencias de capitales en busca de refugio y por ende puede estar vinculado a un descenso de las tasas de interés a largo plazo en Estados Unidos (a diferencia de los escenarios descritos en el párrafo previo), pero aun así puede suponer un endurecimiento significativo de las condiciones financieras, cambios de sentido de los flujos de capitales y presiones cambiarías en los mercados emergentes, así como efectos negativos en los precios de las acciones. En el informe GFSR de octubre de 2014 se plantea un escenario en que un rápido ajuste del mercado hace que los mercados de bonos a plazo y las primas de riesgo de crédito se reviertan a sus niveles normales históricos. Una cadena de interacciones negativas entre las salidas y el desempeño de los activos en el sector de gestión de activos podría exacerbar la transición de una situación de volatilidad baja a alta, con implicaciones negativas para muchos activos de los mercados de crédito y emergentes. Un shock de este tipo podría ocasionar fuertes pérdidas en las carteras de bonos mundiales, las cuales podrían dar lugar a rápidos ajustes de las carteras y una considerable agitación en los mercados,

con implicaciones de alcance potencialmente mundial para la estabilidad financiera y macroeconómica.

En algunas economías avanzadas, un *período prolongado de inflación baja o una deflación propiamente dicha plantean riesgos para la actividad*, particularmente en los casos en que la crisis haya dejado como secuela una elevada deuda pública o privada, o ambas cosas. La inflación corriente sigue estando por debajo del nivel fijado como meta —y es cercana a cero— en muchas economías avanzadas, y se proyecta que aumentará solo lentamente. El riesgo es que una inflación que se sitúe por debajo del objetivo por un período prolongado provocaría una disminución de las expectativas inflacionarias a largo plazo. Dado que en muchos casos las tasas de interés de política monetaria son iguales a cero o se aproximan a ese límite, el margen para reducir las tasas es escaso. Un nivel más alto de las tasas reales entorpecería la recuperación, por ejemplo al exacerbar los problemas de sobreendeudamiento². En la mayoría de las economías, el riesgo de deflación para finales de 2014 es insignificante, de acuerdo con las simulaciones del Modelo de Proyección Mundial, pero sigue habiendo un riesgo alto de que la inflación se estanque por algún tiempo en un nivel inferior a las metas de los bancos centrales. El riesgo de deflación propiamente dicha continúa siendo motivo de preocupación para la zona del euro, donde la inflación ha seguido disminuyendo en meses recientes, y en menor medida para Japón (dado que la inflación subyacente permanece muy por debajo de la meta de 2%). En la zona del euro, el riesgo de deflación —medido como la probabilidad de dos trimestres consecutivos de inflación negativa dentro de un período de pronóstico de cuatro trimestres— se estima que es de aproximadamente 30% (gráfico 1.12, panel 2). Análogamente, los indicadores generales de vulnerabilidad a la deflación, que miden el riesgo de caídas más persistentes del nivel de precios, siguen superando el umbral de alto riesgo en algunas economías de la zona del euro, debido a que en meses recientes la inflación ha sido incluso más baja de lo previsto (gráfico 1.12, panel 3).

También hay *riesgos para el crecimiento a corto plazo en China*, y están principalmente vinculados a la probabilidad de una corrección del mercado inmobiliario más severa que la prevista en el escenario base. La

²En el recuadro 1.1 de la edición de octubre de 2014 del informe *Monitor Fiscal* se analizan las implicaciones de una inflación baja para la dinámica de la deuda en la zona del euro.

Escenarios de riesgo: Aumento fuerte y repentino de los precios del petróleo

Los riesgos geopolíticos son nuevamente un importante motivo de preocupación en lo que respecta a los precios del petróleo. En el caso de Iraq, una escalada del conflicto interno podría perturbar la producción petrolera del país (y del mundo). Esta posibilidad podría tener repercusiones mundiales desfavorables para otras economías a través de precios del petróleo más elevados, menor apetito por el riesgo en los mercados financieros mundiales y, en un plano más general, una caída de la confianza. En este análisis se consideran esos dos mecanismos de contagio en dos escenarios. En ambos se supone que el precio del petróleo sube en promedio aproximadamente 20% en el primer año como respuesta a perturbaciones imprevistas de la oferta mundial de petróleo causadas por una disminución temporal de la producción en Iraq (gráfico 1.13). Los precios del petróleo regresan al nivel de base después de tres años.

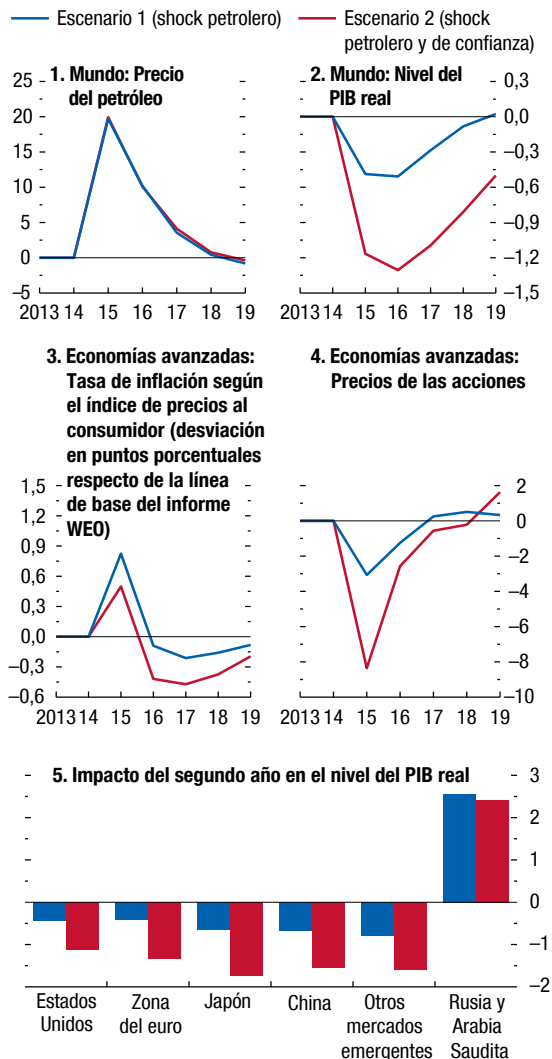
En el primer escenario solo aumentan los precios del petróleo. En consecuencia, los ingresos reales disminuyen porque los mayores costos de producción reducen las utilidades en los países que son importadores netos de petróleo, donde la demanda interna cae fuertemente. La demanda interna en los países exportadores de petróleo aumenta al mejorar los términos de intercambio, pero no lo suficiente como para compensar el impacto negativo en los países importadores. Como resultado, el PIB mundial se reduce alrededor de 1/2% en el año en que el shock se materializa. La magnitud de la caída del producto en las distintas regiones depende de la proporción que las importaciones de petróleo representan en los costos y el gasto de los hogares, así como de las limitaciones de la política monetaria (barras azules en el gráfico 1.13, panel 5). Japón, cuya economía se ubica en el límite inferior de cero, es el país más afectado en ambos casos y los efectos en los mercados emergentes que son importadores netos de petróleo son grandes debido a que allí la dependencia del petróleo es relativamente mayor.

En el segundo escenario se supone también que el aumento de los precios del petróleo reduce la confianza de los consumidores, las empresas y los inversionistas. El supuesto es que en el año en que ocurre el shock, los precios de las acciones caen 3%, en promedio, en las economías avanzadas y 7% en las de mercados emergentes. Posteriormente, como en el primer escenario, los precios mundiales de las acciones siguen cayendo a causa del menor nivel de rentabilidad y crecimiento en los países que son importadores netos de petróleo. Cuando los precios del petróleo comienzan a caer, el apetito por el riesgo y la confianza se van normalizando. Aun así, los efectos adversos en la demanda interna y el producto de los países importadores netos de petróleo superan, en casi todos los casos, más de dos veces los del primer escenario (barras rojas en el gráfico 1.13, panel 5), dado el impacto adicional de un efecto riqueza negativo y costos de capitales más elevados en estas economías. El PIB mundial se contrae aproximadamente un 1 1/2%.

Gráfico 1.13. Shock petrolero de Iraq

(Desviación porcentual respecto de la línea de base del informe WEO salvo indicación en contrario)

Se utiliza aquí el modelo G20 del FMI (G20MOD) para analizar el impacto macroeconómico de una potencial perturbación significativa de la oferta mundial de petróleo debido a una escalada del conflicto en Iraq. En el primer escenario (líneas y barras azules), el aumento de los precios del petróleo es el único freno para la economía mundial, mientras que en el segundo (líneas y barras rojas) la perturbación también socava la confianza. Las exportaciones petroleras de Iraq caen 50% respecto del nivel presente (aproximadamente 1 1/2% del actual consumo mundial de petróleo), siendo compensada solo la mitad de la caída por la mayor producción resultante de la capacidad ociosa actual). Esto determina un aumento fuerte y repentino de 20% en el precio del petróleo, en parte a raíz del marcado incremento de la demanda precautoria de inventarios petroleros. El precio del petróleo comienza a caer después del primer año pero solo gradualmente, en gran medida porque se supone que las perturbaciones de la oferta tardan en corregirse más tiempo del inicialmente previsto.



Fuente: FMI, simulaciones del modelo G20MOD.

inversión inmobiliaria ha sido un importante motor de crecimiento en China, y será difícil corregir los desequilibrios del mercado, tal como lo evidencian la sobrevaluación en las grandes ciudades y la oferta excesiva en muchas ciudades más pequeñas, al tiempo que se evita una desaceleración demasiado brusca. Los vínculos del sector financiero amplificarían el impacto de esta corrección, en vista de la exposición directa que tienen los bancos tradicionales y paralelos a la actividad inmobiliaria por vía del crédito a los constructores y las hipotecas de los hogares, además de la exposición indirecta que se produce cuando los inmuebles son usados para garantizar otros préstamos. Por otro lado, el gasto de los gobiernos locales depende del sector inmobiliario en forma directa, por el ingreso derivado de las ventas de terrenos, e indirecta, por los ingresos tributarios generados por el sector. Algunas medidas de política, como por ejemplo la inversión adicional en infraestructura, podrían ayudar a amortiguar el impacto inmediato del shock, pero complicarían el desafío que implica reequilibrar la demanda para que dependa menos de la inversión y más del consumo.

Riesgos a mediano plazo

La tendencia a revisar a la baja los pronósticos de crecimiento, documentada en el recuadro 1.2, y las repetidas revisiones a la baja de las estimaciones del crecimiento potencial a mediano plazo ponen de relieve las incertidumbres que rodean a la capacidad de recuperación de la economía mundial a mediano plazo. Por consiguiente, el presente informe WEO se centra en los riesgos de que la demanda y el crecimiento potencial sean insuficientes, una cuestión que también fue analizada en informes anteriores³.

Bajo crecimiento potencial en las economías avanzadas: Cada vez hay más evidencia de que el crecimiento potencial en las economías avanzadas había empezado a disminuir antes de la crisis, y de que la productividad total de los factores ha estado creciendo a ritmos moderados en todas las principales economías avanzadas⁴. Y el impacto de una tasa más moderada de crecimiento de la productividad total de los factores se

vería agravado por un crecimiento más lento o una disminución absoluta de la mano de obra como insumo a raíz del envejecimiento de la población. Además de estas tendencias a largo plazo, un período prolongado de crecimiento flojo y fuertes brechas negativas del producto podrían erosionar el crecimiento potencial de las economías que están sufriendo estancamiento. Los canales a través de los cuales esta erosión podría generar repercusiones son una menor inversión, por ejemplo en investigación y desarrollo, que afecte el capital productivo y la productividad total de los factores, así como un deterioro de las aptitudes y una contracción de la oferta de mano de obra como resultado de la histéresis en el desempleo. Un bajo crecimiento real y potencial también haría más difícil la tarea de reducir los elevados niveles de endeudamiento público y privado.

Estancamiento secular en las economías avanzadas: Además de las implicaciones del crecimiento potencial más lento, las principales economías avanzadas, especialmente Japón y la zona del euro, podrían atravesar un prolongado período de bajo crecimiento debido a la continua debilidad de la demanda privada que podría transformarse en estancamiento, situación en la cual las economías afectadas no podrían generar la demanda necesaria para restablecer el pleno empleo aplicando medidas autocorrectivas normales. La tasa de interés real de equilibrio de los activos seguros que es congruente con una situación de pleno empleo quizá sea demasiado baja para que pueda alcanzarse con tasas de interés nominales ubicadas en el límite inferior cero. Como se explica en el capítulo 3 del informe WEO de abril de 2014, es probable que las tasas de interés real de los activos seguros suban conforme al escenario base del informe WEO, pero que permanezcan por debajo del valor medio de alrededor de 2% registrado a mediados de la década de 2000, antes de la crisis. Sin embargo, las posteriores reducciones de las tasas de interés normales y reales de los bonos públicos “seguros” a largo plazo llevadas a cabo en los últimos meses —pese a las expectativas de un afianzamiento de la recuperación— ponen de relieve el hecho de que los riesgos de estancamiento no se pueden tomar a la ligera. El escenario de riesgo que se analiza más adelante ilustra cómo el estancamiento en las economías avanzadas podría por sí solo amplificar las contracciones del crecimiento potencial, generando efectos negativos prolongados en el PIB de la economía mundial en su conjunto.

³Entre otros riesgos a mediano plazo, en el informe WEO de abril de 2013 se presenta un escenario caracterizado por crecientes preocupaciones acerca de la sostenibilidad fiscal en Estados Unidos, Japón y la zona del euro.

⁴Para el caso de Estados Unidos, véanse por ejemplo Fernald (2014), Gordon (2014) y Hall (2014).

Escenario de riesgo: Estancamiento secular y un producto potencial bajo en las economías avanzadas

El estancamiento secular en las economías avanzadas sigue siendo motivo de preocupación. La demanda todavía no ha cobrado un fuerte impulso a pesar de que las tasas de interés siguen siendo muy bajas y que han disminuido los factores que frenan la recuperación, como la consolidación fiscal o las condiciones financieras restrictivas. En el siguiente escenario se analizan las repercusiones económicas mundiales de la prolongada debilidad de la demanda en

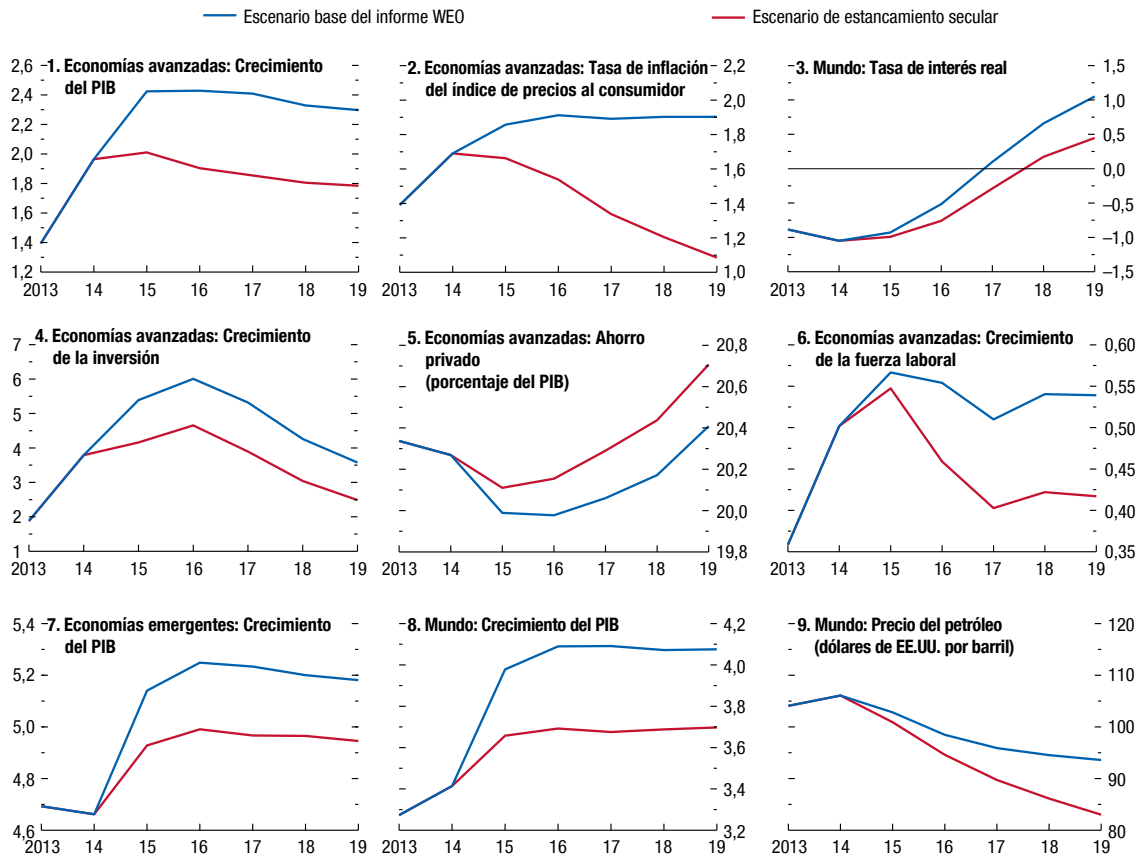
las economías avanzadas, derivadas de una secuencia de shocks negativos inesperados sobre la inversión privada y un mayor nivel de ahorro privado en las principales economías. Esta evolución podría ser el resultado de la continuación de un nivel bajo de confianza, el escaso apetito de riesgos reales y el sobreendeudamiento posterior a la crisis. A su vez, se parte del supuesto de que en las economías avanzadas, al debilitarse la demanda interna, el crecimiento

Gráfico 1.14. Estancamiento secular
(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

El Modelo G20 (G20MOD) del FMI se utiliza aquí para estudiar un escenario base alternativo razonable del estancamiento secular en las economías avanzadas. Las fuentes de estancamiento son la inversión privada más baja de lo previsto y el ahorro del sector privado más alto de lo previsto, que dan lugar a un debilitamiento de la demanda interna en las economías avanzadas. El crecimiento de la inversión se desacelera un poco menos de 0,5 puntos porcentuales en Japón y la zona del euro, y se desacelera anualmente más de 1 punto porcentual en Estados Unidos y otras economías avanzadas. En las economías avanzadas, el ahorro privado como proporción del PIB aumenta en alrededor de 0,2 puntos porcentuales. Por su parte, el debilitamiento de la demanda tiene efectos de contagio negativos en el producto potencial de estas economías. Dada la tecnología incorporada en los bienes de capital, una menor inversión se traduce en una desaceleración del aumento de la productividad. Además, el aumento del desempleo provoca una erosión de las aptitudes que eleva la tasa natural de desempleo, y la fuerza laboral se contrae a me-

diada que los trabajadores, al desanimarse, abandonan la fuerza laboral. En conjunto la oferta de mano de obra en las economías avanzadas disminuye anualmente en alrededor de un 0,1%.

Por consiguiente, el crecimiento en las economías avanzadas se sitúa alrededor de 0,5 puntos porcentuales por debajo del nivel de base del informe WEO, en tanto que la inflación disminuye en 0,8 puntos porcentuales al cabo de cinco años. La desaceleración del crecimiento en las economías avanzadas tiene importantes efectos de contagio para las economías de mercados emergentes, tanto directos, observados en la disminución de la demanda externa, como indirectos, pues se supone que los mercados de acciones de las economías emergentes reflejan en parte la debilidad en los mercados de acciones de las economías avanzadas. El crecimiento mundial es aproximadamente 0,4 puntos porcentuales más bajo que en el escenario base del informe WEO.



Fuentes: FMI, simulaciones del G20MOD, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Escenario de riesgo: Estancamiento secular y un producto potencial bajo en las economías avanzadas (*continuación*)

es menor y se reduce por lo tanto el producto potencial. Concretamente, la disminución de la inversión provoca un menor crecimiento de la productividad. El aumento del desempleo erosiona las aptitudes de la fuerza laboral y hace crecer la tasa natural de desempleo. El tamaño de la fuerza laboral también disminuye, pues los trabajadores, al desanimarse, abandonan el mercado laboral.

Estas disminuciones (relativamente pequeñas) de la demanda en las economías avanzadas, junto con la merma del producto potencial, podrían dar lugar a debilidades económicas persistentes a nivel mundial durante un período de cinco años (véase el gráfico 1.14). Específicamente, en las economías avanzadas el crecimiento de la inversión está entre 0,8 y 1 punto porcentual por debajo del nivel del escenario base, mientras que las tasas de ahorro privado se sitúan 0,5 puntos porcentuales por encima del nivel base. En promedio, el crecimiento en las economías avanzadas es aproximadamente 0,4 puntos porcentuales más bajo y la inflación alrededor de 0,8 puntos porcentuales más baja al cabo de cinco años. A pesar de la caída del producto potencial, las brechas del producto inicialmente siguen ampliándose al disminuir el crecimiento. Y posteriormente estas brechas se reducen tan solo lentamente. Dado que la debilidad de la demanda es inesperada, la política monetaria de las economías avanzadas termina siendo demasiado restrictiva desde un punto de vista retrospectivo, con tasas de interés real que no descienden lo suficiente. En relación con el escenario base, la normalización de las tasas de interés en las economías avanzadas es más gradual, y la tasa de interés real mundial registra un descenso.

El menor crecimiento en las economías avanzadas genera importantes efectos de contagio para las economías de mercados emergentes, tanto directos, observados en la disminución de la demanda externa, como indirectos, a través de los efectos de contagio negativos en la productividad. Por consiguiente, los mercados de acciones en las economías de mercados emergentes reflejan parte de la debilidad de los mercados de acciones de las economías avanzadas. El crecimiento en los mercados emergentes es, en promedio, alrededor de 0,2 puntos porcentuales más bajo que el del escenario base del informe WEO, y el crecimiento mundial es aproximadamente 0,3 puntos porcentuales más bajo, con una reducción de los precios del petróleo de alrededor del 10% en el transcurso de cinco años.

Crecimiento potencial más bajo en las economías de mercados emergentes: Como se explica en el recuadro 1.2 y en el capítulo 3 del Informe sobre los efectos de contagio de 2014 (FMI, 2014b), los pronósticos de crecimiento para las economías emergentes han sido

revisados a la baja repetidamente en los informes WEO desde 2010, incluido este. Al mismo tiempo, los pronósticos actuales siguen previendo un repunte significativo y duradero del crecimiento en los mercados emergentes en 2015. Existe el riesgo de que ese repunte no se materialice, debido a la inacción para resolver las limitaciones estructurales que reducen el crecimiento potencial, a un endurecimiento de las condiciones financieras mundiales, a un ritmo lento de recuperación en las economías avanzadas, o a una combinación de estos factores. Las limitaciones estructurales, así como los factores externos mencionados anteriormente, también pueden frenar el ritmo de crecimiento en los países de bajo ingreso, que hasta ahora han tenido un muy buen desempeño.

Aterrizaje brusco en China: Además del riesgo general de que tanto el crecimiento real como el crecimiento potencial se sitúen por debajo de las estimaciones actuales, otro riesgo al que está expuesto el crecimiento mundial es la posibilidad de un aterrizaje brusco en China, como se ha analizado en ediciones pasadas del informe WEO. Si no se produce un cambio en el patrón de crecimiento basado en el crédito y la inversión, los factores de vulnerabilidad continuarán en aumento. Los datos de múltiples países indican que auges crediticios de magnitudes similares a menudo han desembocado en fuertes correcciones. No obstante, en el caso de China, el gobierno aún tiene capacidad para absorber y responder a los tipos de shocks que causaron crisis en otros lugares: retiros masivos de depósitos, un colapso del mercado inmobiliario o fugas de capitales. Al mismo tiempo, el uso repetido de estímulos a la inversión financiados con crédito en respuesta a déficits de crecimiento reduce el margen disponible para aplicar políticas y crea el riesgo de que se amplifiquen las vulnerabilidades subyacentes. Si no se reequilibra el crecimiento, seguirá aumentando el riesgo de un shock que cause una perturbación financiera o una desaceleración drástica, con el potencial de importantes repercusiones transfronterizas dados el tamaño y el grado de apertura de la economía china.

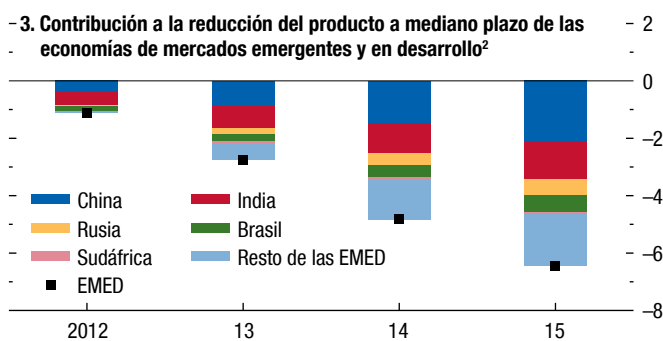
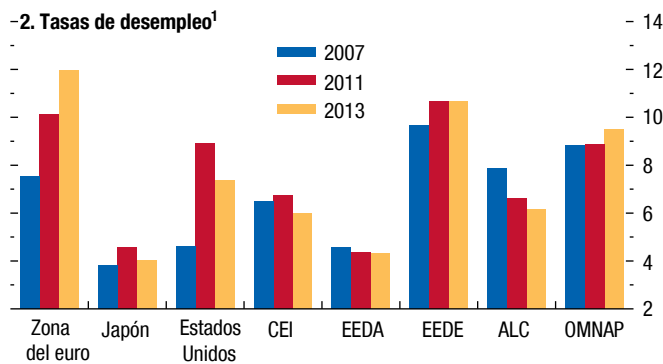
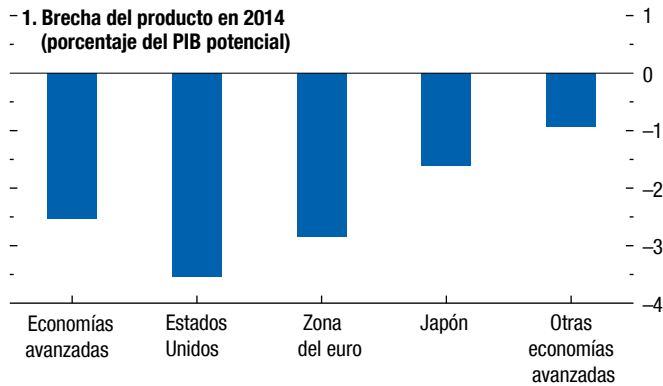
Políticas

La recuperación mundial sigue siendo frágil y desigual. Los frenos que suponen para la recuperación los altos niveles de deuda pública y privada están disminuyendo, pero no al mismo ritmo en todos los países, y las tasas de desempleo y las brechas del producto aún son altas en ciertos casos (gráfico 1.15). Los riesgos de

Gráfico 1.15. Tendencias de la capacidad, el desempleo y el producto

(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

La recuperación mundial sigue siendo desigual. En las economías avanzadas, el freno que supone para el crecimiento el alto nivel de endeudamiento público y privado se está soltando, pero no al mismo ritmo en todos los países, y las tasas de desempleo y las brechas del producto siguen siendo altas en ciertos casos. Las perspectivas de crecimiento a mediano plazo también han sido revisadas a la baja en muchas economías, particularmente entre los principales mercados emergentes, en comparación con las proyecciones del informe WEO de octubre de 2011.



Fuentes: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: ALC = América Latina y el Caribe; CEI = Comunidad de Estados Independientes; EEDA = economías emergentes y en desarrollo de Asia; EEDE = economías emergentes y en desarrollo de Europa; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo; OMNAP = Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán.

¹Se omite África subsahariana debido a limitaciones de los datos.

²En relación con la edición de septiembre de 2011 del informe WEO.

estancamiento y bajo crecimiento potencial en estas economías siguen siendo importantes motivos de preocupación a mediano plazo. Estos factores apuntan a la necesidad de tomar medidas en dos frentes: continuar apoyando la demanda interna y adoptar políticas y reformas que puedan estimular la oferta. Los mercados emergentes siguen siendo el puntal del crecimiento mundial, pero sus tasas de crecimiento están cediendo con respecto a los niveles previos a la crisis. Estos mercados deben abordar problemas estructurales de fondo y emprender reformas estructurales: desafíos de política que son muy distintos de un país a otro. Al mismo tiempo, tienen que hacer frente a las implicaciones de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos y a posibles cambios en la actitud de los mercados financieros en términos más generales. La implementación de estas políticas sustentaría un crecimiento fuerte y equilibrado y ayudaría a que continúe la reducción de los desequilibrios externos.

Combatir el bajo nivel de inflación y sustentar la recuperación en las economías avanzadas

En las diferentes economías avanzadas, las brechas del producto en general siguieron siendo amplias y se proyecta que se cerrarán solo gradualmente; la inflación es baja, y para abordar el problema de la deuda pública es necesario que la consolidación fiscal continúe, como se explica en la edición de octubre de 2014 del informe *Monitor Fiscal*. Por lo tanto, es esencial que la política siga manteniendo una orientación acomodaticia para respaldar la recuperación. No obstante, dentro de estas líneas generales, los desafíos en cada país difieren cada vez más.

- La recuperación en la zona del euro aún es débil y desigual, las tasas de desempleo superan con creces el valor de equilibrio en la mayoría de los países, y la inflación en toda la zona del euro es demasiado baja, lo cual apunta a una debilidad generalizada de la demanda interna. Estas circunstancias exigen medidas de política para apoyar la actividad. En lo que se refiere a la política monetaria, las medidas adoptadas recientemente por el BCE son positivas: tasas de política monetaria más bajas y el anuncio de financiamiento a plazo y a bajo costo para los bancos y de un programa de compra de activos privados. Pero si las perspectivas de inflación no mejoran y las expectativas inflacionarias continúan descendiendo, el BCE debería estar dispuesto a

adoptar un mayor número de medidas, incluida la compra de activos soberanos. Sin embargo, para reducir la fragmentación en las economías que soportan tensiones y garantizar que la inflación vuelva a subir al nivel que permite la estabilidad de precios, se precisan medidas que van más allá de la política monetaria. El examen que se está realizando sobre la calidad de los activos de los bancos es crucial para restablecer la confianza en el sector bancario y mejorar la intermediación. Más allá de las limitaciones de la demanda, se deben adoptar medidas estructurales para incrementar las tasas de crecimiento potencial sumamente bajas, como se explica en más detalle en la siguiente subsección. En cuanto a la política fiscal, el ritmo de consolidación fiscal se ha desacelerado y la orientación fiscal global para 2014–15 es solo levemente contractiva. Esto permite alcanzar un mejor equilibrio entre el apoyo a la demanda y la reducción de la deuda. Alemania, que ha completado su consolidación fiscal, podría dedicar recursos al financiamiento de una muy necesaria inversión pública en infraestructura (principalmente en proyectos de mantenimiento y modernización), sin infringir las reglas fiscales. Los resultados inesperados de crecimiento negativo en los países de la zona del euro no deberían dar lugar a nuevos esfuerzos de consolidación, que serían vanos. Además, de materializarse los riesgos de deflación y de agotarse las opciones de política monetaria, es posible que se deba recurrir a las cláusulas de escape previstas en el marco fiscal.

- En Japón, la aplicación enérgica de una política monetaria más expansiva —la primera flecha de la Abeconomía— ha ayudado a elevar la inflación y las expectativas inflacionarias, y la inflación observada y la prevista están avanzando hacia la meta de 2%. Las comunicaciones por parte del Banco de Japón han sido eficaces, pero se puede hacer más para ayudar a anclar las expectativas inflacionarias, como por ejemplo explicar con claridad los indicadores que se emplean para determinar si la inflación está bien encaminada. Este esfuerzo también ayudaría a guiar las expectativas cuando surja la necesidad de modificar el programa de compra de activos, y allanaría el camino para cuando llegue el momento del repliegue. Si la inflación observada o la prevista se estancaran o si el crecimiento fuera decepcionante, estaría justificada la toma de medidas adicionales por parte del Banco de Japón, pero sería esencial que

tales medidas estuvieran acompañadas de reformas complementarias en pro del crecimiento, en parte debido a los riesgos potenciales para la estabilidad financiera. En el frente fiscal, dado el alto nivel de endeudamiento público, la aplicación del segundo aumento del impuesto al consumo es esencial para establecer un historial de disciplina fiscal, pero es probable que tal aumento haga mella en la demanda interna, lo cual destaca la importancia de un repunte de la confianza y la inversión.

- En Estados Unidos, dado que se espera que el crecimiento se sitúe por encima de la tendencia en lo que resta de 2014 y en 2015, la principal cuestión en materia de política es el ritmo adecuado de normalización de la política monetaria. Según la proyección de referencia del personal técnico del FMI, los planes actuales —concretamente, suspender el programa de compra de activos más adelante en el año e incrementar gradualmente las tasas de política monetaria a partir de mediados de 2015— son adecuados, dado que la brecha del producto aún es considerable y que la inflación está contenida. Pero quizás haya que reconsiderar el momento en que se deba elevar la tasa de política monetaria, teniendo en cuenta la evolución de la inflación y el desempleo. Dos factores complican la evaluación de la capacidad ociosa de la economía: es difícil determinar en qué medida la disminución de la participación en la fuerza laboral es cíclica, y hay incertidumbre acerca de la tasa de equilibrio del desempleo. Gracias a que el mercado laboral está afianzándose más rápidamente de lo pronosticado y a que la inflación, si bien es baja, está empezando a aumentar, los riesgos de una inflación persistentemente baja han disminuido y, dada la menor capacidad ociosa, cabe decir que hay una mayor probabilidad de que las tasas de interés de política monetaria aumenten más rápido en comparación con el escenario base del informe WEO. En este contexto, una estrategia de comunicación eficaz es esencial para evitar reacciones que perturben los mercados y para anclar las expectativas del mercado. En cuanto a la política fiscal, las prioridades deben ser evitar accidentes fiscales a corto plazo provocados por comportamientos políticos arriesgados y llevar a cabo la consolidación fiscal con un enfoque que favorezca más el crecimiento, como por ejemplo concentrando el gasto en infraestructura en la etapa inicial del proceso, y al mismo tiempo alcanzando un acuerdo político en torno a una trayectoria de consolidación fiscal a mediano plazo creíble y detallada.

- La recuperación está cobrando fuerza en otras economías avanzadas, y en algunas de ellas el dinamismo de los precios inmobiliarios está planteando desafíos para las políticas (recuadro 1.1). En el Reino Unido, por ejemplo, se ha recurrido a herramientas macroprudenciales para contener los riesgos para la estabilidad financiera. También se podría considerar establecer condiciones monetarias más restrictivas si las herramientas macroprudenciales no lograran atenuar las preocupaciones relativas a la estabilidad financiera, aunque habría que sopesar detenidamente la disyuntiva entre el daño que se infligiría a la economía real y los costos que las vulnerabilidades financieras generarían a la larga.

Función de la inversión pública

Como se explica en el capítulo 3, en los casos de las economías que tienen necesidades de infraestructura claramente definidas y cuentan con procesos de inversión pública eficientes, y si hay capacidad económica ociosa y holgura monetaria, resulta muy aconsejable incrementar la inversión pública en infraestructura. La mayor inversión pública proporcionaría un muy necesario estímulo a la demanda a corto plazo y además ayudaría a elevar el producto potencial a largo plazo. Además, según datos obtenidos en economías avanzadas, un aumento de la inversión pública financiado con deuda incidiría más en el producto que un aumento de efecto neutro en el presupuesto, y ambas opciones generarían reducciones similares en la relación deuda/PIB.

Estabilidad financiera y políticas macroprudenciales

En las economías avanzadas siguen habiendo importantes brechas del producto, pero la posibilidad de una acumulación de riesgos del sector financiero en un entorno prolongado de tasas de interés bajas significa que sigue siendo necesario llevar a cabo una vigilancia estrecha, como se explica en más detalle en la edición de octubre de 2014 del informe GFSR. Por ejemplo, unas cuantas economías avanzadas más pequeñas están experimentando auges crediticios, y en ciertos segmentos de los mercados financieros de Estados Unidos los riesgos parecen estar subvalorados. Las autoridades deben permanecer atentas, reforzar la regulación y supervisión del sistema bancario paralelo y estar preparadas para desplegar las herramientas macroprudenciales como primera línea de defensa si es que esta amenaza se tornara más visible. Como se explica en el informe GFSR, para reforzar las herramientas macro-

prudenciales quizá sea necesario modificar la estructura regulatoria y jurídica⁵.

Estimular el crecimiento a mediano plazo y reducir los riesgos de estancamiento

En la zona del euro se necesitan más reformas estructurales que fomenten el crecimiento a fin de combatir el alto nivel de desempleo, incrementar la competitividad en las economías que soportan tensiones y facilitar el reequilibrio. Para reducir el desempleo entre los jóvenes también puede ser útil que cada país tome medidas específicas, como políticas activas en el mercado laboral que sean eficaces en función de los costos, acciones para reducir el costo de oportunidad del empleo y programas de capacitación mejor focalizados. Una mayor inversión en infraestructura en los países acreedores ayudaría a estimular la demanda interna a corto plazo, y eso a su vez ayudaría a reducir los superávits excesivos y a impulsar el producto potencial más adelante. En los países deudores, las reformas en pro de la competitividad en los mercados de productos y de mano de obra ayudarían a incentivar el crecimiento de las exportaciones, apoyando así el ajuste externo incluso a medida que se afianza la recuperación y que cede la compresión de las importaciones⁶. Deberían realizarse esfuerzos sostenidos para implementar la Directiva de Servicios de la Unión Europea, avanzar en la formulación de acuerdos de libre comercio e integrar más estrechamente las plataformas y las políticas sobre energía.

En Japón, son necesarias reformas estructurales más enérgicas (la tercera flecha de la Abeconomía) para estimular el crecimiento potencial y alejarse más decisivamente de la deflación. En particular, es esencial incrementar la oferta de mano de obra, dadas las desfavorables tendencias demográficas, pero también es importante reducir la dualidad en el mercado laboral, reforzar el suministro de capital de riesgo para estimular la inversión y elevar la productividad mediante la desregulación de los sectores agrícola y de servicios. Incentivar el crecimiento también es una tarea crucial en vista de los desafíos relacionados con el elevado nivel de deuda pública y la necesidad de una impor-

⁵En la edición de abril de 2014 del informe sobre las perspectivas económicas de Asia y el Pacífico se analizan las funciones y las limitaciones de las herramientas microprudenciales y macroprudenciales en el contexto de Asia.

⁶Las reformas laborales estructurales pueden implicar costos fiscales no despreciables, como se explica en el capítulo 2 de la edición de octubre de 2014 del informe *Monitor Fiscal*.

tante consolidación fiscal, para lo cual se necesita urgentemente un plan concreto a mediano plazo que vaya más allá de 2015.

En Estados Unidos, el crecimiento potencial es más alto que en la mayoría de las otras principales economías avanzadas, gracias a una creciente fuerza laboral. Sin embargo, la oferta de mano de obra y la productividad total de los factores han estado aumentando a ritmos muy inferiores a las tendencias históricas, y la inversión en relación con el PIB sigue estando muy por debajo de los niveles previos a la crisis. Se deben tomar medidas para elevar la productividad, incentivar la innovación, reforzar el capital físico y humano e incrementar la participación en la fuerza laboral. Estas medidas deben conllevar inversiones tanto en infraestructura como en educación. La participación en la fuerza laboral ha disminuido y el desempleo a largo plazo sigue siendo elevado, lo que significa que aún hay margen para reforzar las políticas activas en el mercado laboral, las cuales en el pasado han sido mucho menos prevalentes en Estados Unidos que en otras regiones del mundo avanzado.

Adaptarse a un entorno cambiante en las economías de mercados emergentes y en desarrollo

Los esfuerzos realizados por los mercados emergentes para reequilibrar el crecimiento favoreciendo las fuentes internas en años recientes han respaldado el crecimiento mundial y han propiciado una disminución considerable de los desequilibrios mundiales en cuenta corriente. Pero en unos cuantos países, en un contexto en que el crecimiento ha estado por debajo de las expectativas en los últimos años, este reequilibrio también ha exacerbado algunos factores de vulnerabilidad y ha reducido el margen para la aplicación de políticas, con niveles de inflación superiores al nivel fijado como meta o con posiciones fiscales más débiles en relación con el período previo a la crisis, o ambas cosas. La reducción de estas vulnerabilidades ha cobrado más importancia a la luz de los cambios en la coyuntura mundial. Por un lado, la recuperación en las economías avanzadas apunta a un aumento de la demanda de exportaciones de los mercados emergentes. Por otro lado, la consiguiente normalización de la política monetaria, particularmente en Estados Unidos, hace pensar que algunos de los flujos de capital que se dirigieron a los mercados emergentes en busca de mayor rentabilidad bien podrían revertirse. A su vez, este cambio de sentido implica condiciones financieras más restrictivas y un entorno financiero en que los inverso-

res extranjeros son menos indulgentes y las deficiencias macroeconómicas son más costosas. Y los sobresaltos financieros, como los de mayo y junio de 2013, bien podrían repetirse, sobre todo después de un período renovado de condiciones financieras favorables, con diferenciales cada vez más reducidos y poca volatilidad.

En este entorno, para reducir los factores de vulnerabilidad la política macroeconómica debe tener una orientación coherente con el grado de capacidad económica ociosa, dentro de un marco macroeconómico creíble. En el informe WEO de abril de 2014 se analiza la gestión de los riesgos derivados de los flujos de capitales en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En general, estos países deben continuar gestionando los shocks financieros externos por medio de la flexibilización del tipo de cambio, complementada con otras medidas, como intervenciones cambiarias para limitar una volatilidad excesiva en el mercado.

En el último año, algunos países han podido disminuir su vulnerabilidad a shocks adversos adoptando políticas macroeconómicas para reducir tanto la inflación como los déficits en cuenta corriente externa (India, Indonesia). En algunos países, las vulnerabilidades están relacionadas con una rápida expansión del crédito interno. Dado que el entorno externo se está tornando menos favorable, es necesario prestar más atención a la vigilancia del sector financiero y de las exposiciones de las empresas no financieras, particularmente en moneda extranjera, y al cumplimiento de la regulación y la supervisión prudencial y de las medidas macroprudenciales para aliviar estos riesgos. En otras economías, el aumento del endeudamiento externo ha incrementado la exposición a riesgos de financiamiento, y se debe dar prioridad a elevar las tasas de ahorro interno, como por ejemplo fortaleciendo las finanzas públicas (Brasil, Turquía).

En China, el reequilibrio a favor de la demanda interna ha estado caracterizado por un auge de la inversión y el crédito, y la intermediación del crédito ha ocurrido no solo a través de los bancos sino también a través de plataformas de los gobiernos locales y del sector de la banca paralela, que están sujetos a una regulación y supervisión menos estrictas. Para hacer frente a los riesgos consiguientes es necesario calibrar con cuidado las políticas para facilitar la transición de la economía hacia un crecimiento que esté más basado en el consumo, con una desaceleración de la inversión y la actividad inmobiliaria, y al mismo tiempo apuntalar la estabilidad del sector financiero. Por lo tanto,

resulta crucial implementar los elementos básicos del plan de reforma estructural de las autoridades que tienen por objeto reforzar la regulación y supervisión del sector financiero, reducir las garantías implícitas, liberalizar la tasa pasiva y usar las tasas de interés en lugar de las metas cuantitativas para implementar la política monetaria, incentivando así una valoración de riesgos basada en el mercado. La ampliación adicional de la red de protección social, mediante una reducción de la alta tasa de contribución a la seguridad social, y la mejora de las prestaciones de atención de la salud ayudarían a reducir las tasas de ahorro de los hogares y a elevar el consumo interno. Esta estrategia de reequilibrio interno, aunada a una mayor flexibilización del tipo de cambio, también contribuiría al reequilibrio mundial.

Varios años de perspectivas de crecimiento más lento (recuadro 1.2) hacen pensar que también es momento de que las principales economías de mercados emergentes emprendan importantes reformas estructurales para impulsar el crecimiento de una manera más robusta. La agenda, lógicamente diversa entre los distintos países, incluye eliminar los cuellos de botella de infraestructura en el sector de la energía (India, Sudáfrica); reducir los límites al comercio y la inversión y mejorar el entorno empresarial (Indonesia, Rusia), y realizar reformas en la educación y los mercados laboral y de productos para fomentar la competitividad y la productividad (Brasil, China, India, Sudáfrica) y mejorar la prestación de servicios públicos (Sudáfrica). Las políticas que se están implementando en México —en particular, la apertura de los sectores de la energía y de las telecomunicaciones a la competencia, así como las reformas del mercado laboral— son un paso positivo para atraer inversión y elevar el empleo y el crecimiento potencial. En India, la recuperación de la confianza tras las elecciones también ofrece una oportunidad para que este país ponga en marcha reformas estructurales que son muy necesarias.

Desafíos para los países de bajo ingreso

Muchos países de bajo ingreso han gozado de elevadas tasas de crecimiento por varios años gracias al apoyo brindado por las mejores políticas macroeconó-

micas, así como regímenes empresariales y de inversión más favorables que aprovecharon el mayor interés de los inversores extranjeros y, en varios casos, sólidos términos de intercambio. Pero persisten las vulnerabilidades. En general, los avances de los países de bajo ingreso hacia el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo del Milenio han sido desiguales y lentos. En unos cuantos de esos países, el reciente agravamiento de los déficits fiscales y los mayores niveles de endeudamiento denotan una disminución del gasto público en inversión esencial —prioridades sociales e infraestructura— a favor de un aumento del gasto corriente. El mayor acceso al financiamiento externo de fuentes no oficiales ha llevado a las entidades no residentes a mantener mayores cantidades de deuda tanto en moneda extranjera como local, y eso ha significado que algunos países, en especial los que tienen políticas internas deficientes, se tornen vulnerables a variaciones en la actitud de los mercados y a cambios de sentido de los flujos de capitales. El descenso proyectado de los precios de muchas materias primas generaría presiones sobre los ingresos y las entradas de divisas en varios países, y las perspectivas de crecimiento más moderado en los mercados emergentes, sumadas al bajo crecimiento en las economías avanzadas, pueden perjudicar la capacidad de los países de bajo ingreso para sustentar un crecimiento sólido.

En este contexto, y con un crecimiento aún vigoroso, es de primordial importancia fortalecer las políticas y reducir la vulnerabilidad a los shocks externos. En muchos de estos países, esto implicaría afianzar los saldos fiscales aumentando los ingresos (por ejemplo, ampliando la base de generación de ingresos), así como limitar el gasto público corriente y racionalizarlo de manera que se pueda aumentar el gasto social y en educación. Los desafíos en materia de políticas estructurales radican en fortalecer los marcos fiscales para promover la planificación a mediano plazo y preservar la sostenibilidad de la deuda, y en profundizar la transformación estructural y la diversificación. Asimismo, si se logra una mayor independencia de la política monetaria y se afianzan el marco de política monetaria y la credibilidad, sería posible flexibilizar más los tipos de cambio para realizar ajustes frente a los shocks externos y para limitar sus potenciales repercusiones adversas en la economía.

Sección especial: Evolución y perspectivas de los mercados de materias primas, con un enfoque centrado en el gas natural en la economía mundial

Los precios de las materias primas han descendido paulatinamente desde la publicación de la edición de abril de 2014 de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO, por sus siglas en inglés), a raíz de una caída de los precios de los alimentos ante las mejores perspectivas de oferta. Los precios del petróleo descendieron recientemente debido a la debilidad de la demanda y la abundancia de la oferta. Los precios de los metales han subido en un contexto de menores existencias de algunos de esos recursos. En un marco de conflictos geopolíticos, los riesgos para los precios del petróleo se inclinan al alza. Los riesgos meteorológicos para el suministro de alimentos se han moderado.

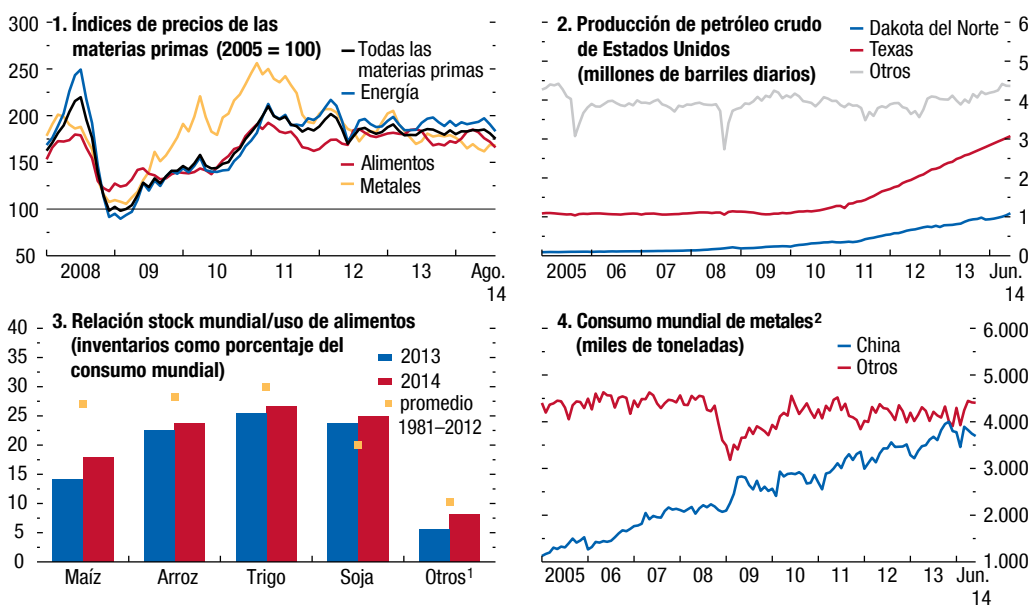
Los precios de las materias primas han descendido paulatinamente en los últimos meses (gráfico 1.SE.1, panel 1). Dicha baja fue inducida por una caída de 9% de los precios de los alimentos, debida en su mayor parte a las mejores perspectivas de oferta. Los precios

Los autores de esta sección son Rabah Arezki (jefe del equipo), Prakash Loungani, Akito Matsumoto, Marina Rousset y Shane Streifel, quienes contaron con la colaboración de Thiemo Fetzer (investigador visitante) así como con la asistencia de Daniel Rivera Greenwood en la labor de investigación.

del petróleo crudo declinaron recientemente, a pesar de las preocupaciones con respecto a la oferta generadas por la situación geopolítica, y están por debajo del precio promedio de aproximadamente US\$104 el barril vigente desde el inicio de 2011. Los precios del gas natural, por su parte, han bajado en todos los principales mercados debido a la debilidad de la demanda y al amplio nivel de oferta (véase la sección “El gas natural en la economía mundial”). Los precios del carbón también se han desplomado ante el significativo exceso de oferta. Los precios de los metales han registrado un imprevisto aumento de 2%, pero se proyecta que experimentarán un descenso.

En cuanto a los mercados petroleros, las perturbaciones de la oferta del crudo totalizaron más de 3 millones de barriles diarios (mbd) durante el último año, registrándose los mayores cortes en Iraq, Libia y Siria, además de los trastornos generados por las sanciones impuestas contra la República Islámica del Irán. Otras perturbaciones obedecen a factores geopolíticos (por ejemplo, en Sudán del Sur) y técnicos (por ejemplo, en Canadá y el Mar del Norte). A pesar de

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



Fuentes: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; Agencia Internacional de Energía; Departamento de Agricultura de Estados Unidos; Oficina Mundial de Estadísticas del Metal, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Incluye cebada, mijo, semilla de palma, colza, centeno, sorgo y semillas de girasol.

²El consumo de metales es el volumen total de aluminio, cobre, plomo, níquel, estaño y cinc.

esos trastornos, los precios del petróleo se han movido ligeramente a la baja, reflejando una compensación resultante del fuerte crecimiento de la oferta en países que no integran la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) (principalmente desde los depósitos estadounidenses de petróleo no convencional), el continuo y alto nivel de producción en algunos países miembros de la OPEP y el potencial respaldo que brindaría la capacidad ociosa relativamente alta de los productores de la OPEP. Se prevé que el aumento de la oferta proveniente de países que no forman parte de la OPEP superará el crecimiento moderado de la demanda mundial de petróleo en 2014 y 2015. Existen riesgos a la baja para los precios en el caso de que el crecimiento mundial sea decepcionante, según se analiza en otras secciones de este informe WEO. Pero también hay riesgo de que surjan más perturbaciones a causa de los problemas geopolíticos que afectan a una serie de regiones productoras de petróleo.

El aumento de la producción petrolera en América del Norte (gráfico 1.SE.1, panel 2) —particularmente del petróleo ligero proveniente de reservorios de baja permeabilidad— ha afectado los flujos del comercio mundial de petróleo. Al aumentar la producción nacional en Estados Unidos, las importaciones netas de petróleo hacia dicho país han caído desde 12,5 mbd en 2005 a 5,5 mbd a la fecha en 2014. Las importaciones de crudo ligero desde África occidental han sido las más afectadas y esos flujos han sido dirigidos entonces hacia otros destinos. Estados Unidos también ha aumentado sus exportaciones de productos derivados del petróleo, aprovechando los bajos precios del crudo nacional y favoreciendo de ese modo su saldo comercial neto.

Los precios de los alimentos han bajado un 9% desde marzo de 2014 debido a las mejores perspectivas de producción mundial. Sin embargo, los precios de unos pocos productos alimenticios se han elevado. Los precios de la carne registran un fuerte aumento como resultado de una epidemia de virus porcino que ha elevado significativamente la mortalidad de los lechones en Estados Unidos, y los precios de los granos de café Arábica han subido vertiginosamente debido a una grave sequía en Brasil. Hasta ahora, las condiciones meteorológicas han sido favorables durante la actual campaña agrícola, y se prevén cosechas abundantes de los principales cereales y oleaginosas. Aunque se proyecta que las existencias mundiales aumentarán (gráfico 1.SE.1, panel 3), igualmente continuarán por debajo de los

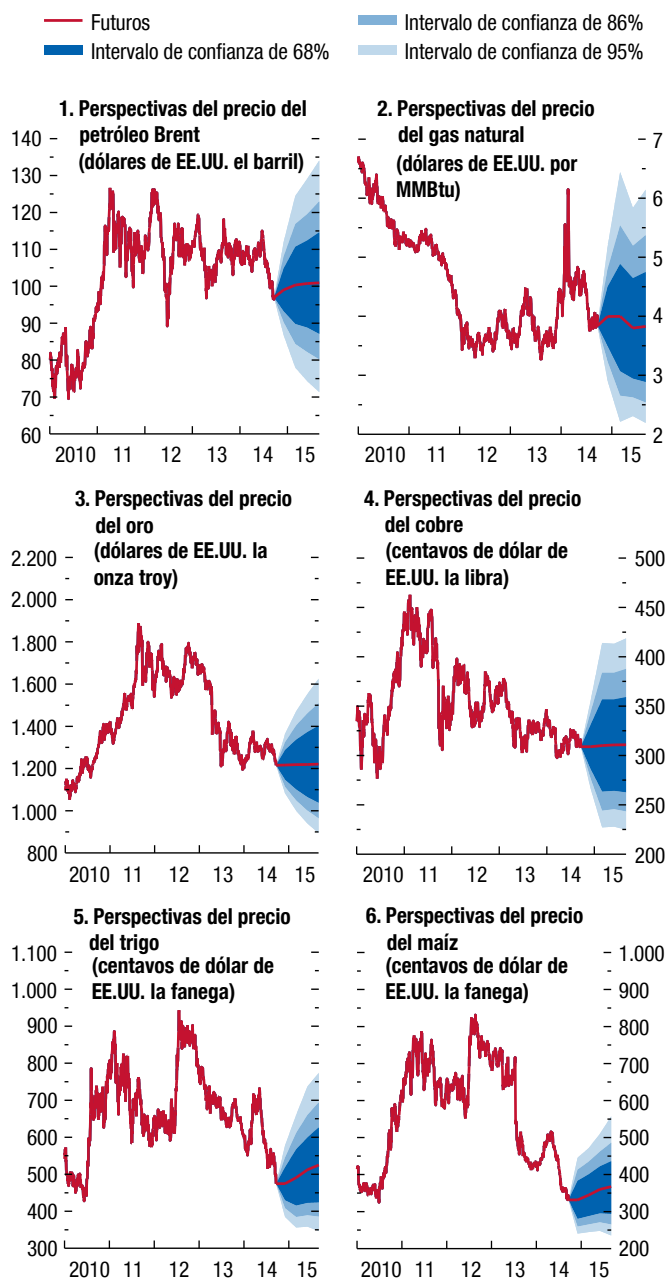
promedios históricos en el caso de la mayoría de los principales cultivos, excepto la soja. La probabilidad de que ocurra un episodio del fenómeno de El Niño en el otoño (boreal) de 2014 se ha reducido a 50%. Las condiciones meteorológicas de El Niño probablemente tendrían un impacto negativo en la producción mundial de maíz, arroz y trigo, mientras que la producción de soja podría ser mayor. También hay riesgos asociados con la imposición por parte de Rusia de una prohibición a los productos agrícolas procedentes de Australia, Canadá, Estados Unidos, Noruega y la Unión Europea. La prohibición podría ejercer una presión a la baja sobre los precios como resultado de la reducción de la demanda, y podría elevar los precios internos dentro de Rusia, aunque el país pasará a importar desde otras regiones, como África, Asia y América Latina.

Los precios de los metales han registrado un alza inesperada de 2% desde marzo de 2014 debido al menor nivel de inventarios de algunos productos (aluminio, cobre, cinc), luego de sufrir más de tres años de caída. El consumo de metales se mantiene relativamente fuerte, especialmente en China (gráfico 1.SE.1, panel 4). No obstante, en general los mercados de metales continúan en una situación de superávit neto de oferta (flujos), debido al alto nivel de oferta, lo cual indica que los precios de los metales tenderán a disminuir en el corto plazo, en concordancia con las actuales curvas de precios de los futuros.

Perspectivas y riesgos para los precios

Se prevé que los precios de las materias primas disminuirán, en consonancia con el comportamiento de los mercados de futuros. Se proyecta que el precio del petróleo crudo alcanzará un promedio de US\$102,8 el barril en 2014 (una caída de 1,3% con respecto a 2013), para luego caer a US\$99,4 en 2015 y a US\$97,3 en 2016. Esta evolución es congruente con los fuertes aumentos de la producción de los países que no son miembros de la OPEP. Se proyecta que los precios de los alimentos bajarán 4,1% en 2014 y 7,9% en 2015 y que en términos generales permanecerán sin cambios en 2016. Esta proyección refleja condiciones favorables de cosecha para el presente año, como se señaló anteriormente. Se proyecta que los precios de los metales caerán 7,5% en 2014 y 1,8% en 2015, antes de aumentar 0,6% en 2016. Este sendero de los precios refleja las mejoras de la oferta a corto plazo, pero también prevé cierto

Gráfico 1.SE.2. Balance de riesgos



Fuentes: Bloomberg, L.P., y estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: MMBTU = millones de unidades térmicas británicas métricas. Las perspectivas de precios se derivan de los precios de las opciones de futuros al 12 de agosto de 2014.

endurecimiento de las condiciones del mercado en el mediano plazo, ya que los precios más bajos comenzarían a provocar efectos negativos por el lado de la oferta (por ejemplo, a través de una menor inversión).

Los riesgos para los precios del petróleo se inclinan al alza dados el amplio espectro de interrupciones del suministro y las tensiones geopolíticas en curso (gráfico 1.SE.2). Las mayores preocupaciones son la escalada de la violencia en Iraq y el conflicto entre Rusia y Ucrania. Como riesgos a la baja, la reducción de las tensiones y una recuperación del producto en las zonas afectadas, incluida la República Islámica del Irán, podrían poner un fuerte freno a los precios del petróleo, como también lo haría una menor demanda. Para los precios de los alimentos, los riesgos se inclinan al alza, dadas la reciente caída de los precios de los principales cereales y la variabilidad habitual del clima. Los riesgos para los precios de los metales están bastante equilibrados en vista de los superávits actuales y el nivel suficiente de existencias, quedando diferidas las presiones de oferta para 2015 (níquel) y años posteriores (la mayoría de los metales)

El gas natural en la economía mundial

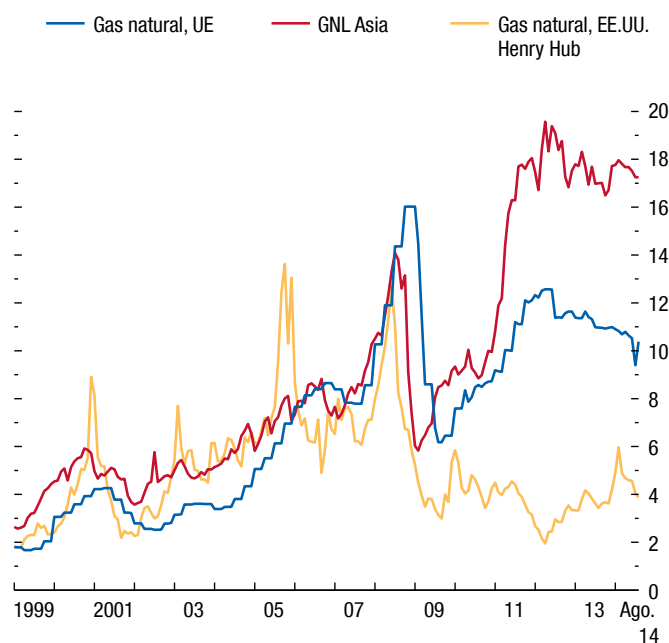
Los mercados de gas natural están mucho menos integrados que los del petróleo, dados el costo y las dificultades logísticas que entraña el comercio transfronterizo de gas. El grado limitado de integración de los mercados gasíferos se evidencia en las sustanciales diferencias de precios entre las distintas regiones a pesar del creciente intercambio comercial de gas natural licuado. La producción y el consumo mundial de gas natural han aumentado en forma sostenida y se prevé que lo hagan aún más rápidamente en el mediano plazo. Tres grandes acontecimientos ocurridos en los últimos años han tenido implicaciones particularmente importantes para los mercados de gas y de energía: la revolución del gas no convencional en Estados Unidos, la reducción del suministro de energía nuclear tras el desastre de Fukushima en Japón y las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania.

Hechos estilizados

El gas natural es la fuente más limpia de energía entre los combustibles fósiles (petróleo, gas natural y carbón) y no plantea las desventajas y responsabilidades que puede acarrear la generación de energía nuclear. Al mismo tiempo, el costo y las dificultades logísticas de comerciar gas a través de las fronteras hacen que los mercados de gas natural estén mucho menos integrados que los del petróleo. El envío o transporte de gas

Gráfico 1.SE.3. Precios del gas natural

(Dólares de EE.UU. por millón de unidades térmicas británicas métricas)



Fuente: FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios.
Nota: UE = Unión Europea; GNL = gas natural licuado.

natural exige contar con costosas redes de gasoductos o bien infraestructura y equipos de licuefacción, incluidos buques especializados, y luego un proceso de regasificación en el punto de destino. La limitada integración de los mercados de gas se evidencia en las sustanciales diferencias de precios entre las distintas regiones observadas en los últimos años como resultado del auge del gas no convencional en Estados Unidos y la catástrofe de Fukushima, y a pesar del creciente comercio de gas natural licuado (gráfico 1.SE.3)¹.

Estados Unidos, Qatar, la República Islámica del Irán, Rusia y Turkmenistán, tienen las mayores reservas de gas natural (cuadros 1.SE.1 y 1.SE.2). Las mejoras tecnológicas en las actividades de exploración y perforación han posibilitado tanto nuevos descubrimientos como la explotación de reservas previamente identificadas de gas natural. Como resultado de estos nuevos descubrimientos y la mayor explotación de las reservas

¹Dada la alta intensidad de capital que requiere el sector, los proveedores de gas natural tienden a celebrar contratos a largo plazo con sus clientes. Los precios del gas natural se indexan en función de los precios del petróleo crudo, lo cual introduce rigideces por el lado del precio.

Cuadro 1.SE.1. Reservas, producción y consumo mundiales de combustibles fósiles

	2007	2013
Reservas probadas		
Petróleo (miles de millones de barriles)	1.399	1.688
Gas natural (billones de metros cúbicos)	161	186
Carbón (millones de toneladas)	...	891.531
Producción		
Petróleo (miles de barriles diarios)	82.383	86.808
Gas natural (miles de millones de metros cúbicos)	2.963	3.370
Carbón (millones de toneladas)	6.593	7.896
Consumo		
Petróleo (miles de barriles diarios)	86.754	91.331
Gas natural (miles de millones de metros cúbicos)	2.954	3.348
Carbón (millones de toneladas de equivalente de petróleo)	3.204	3.827

Fuente: British Petroleum, *Statistical Review of World Energy*, 2014.

Cuadro 1.SE.2. Reservas, producción y consumo de gas natural, por país

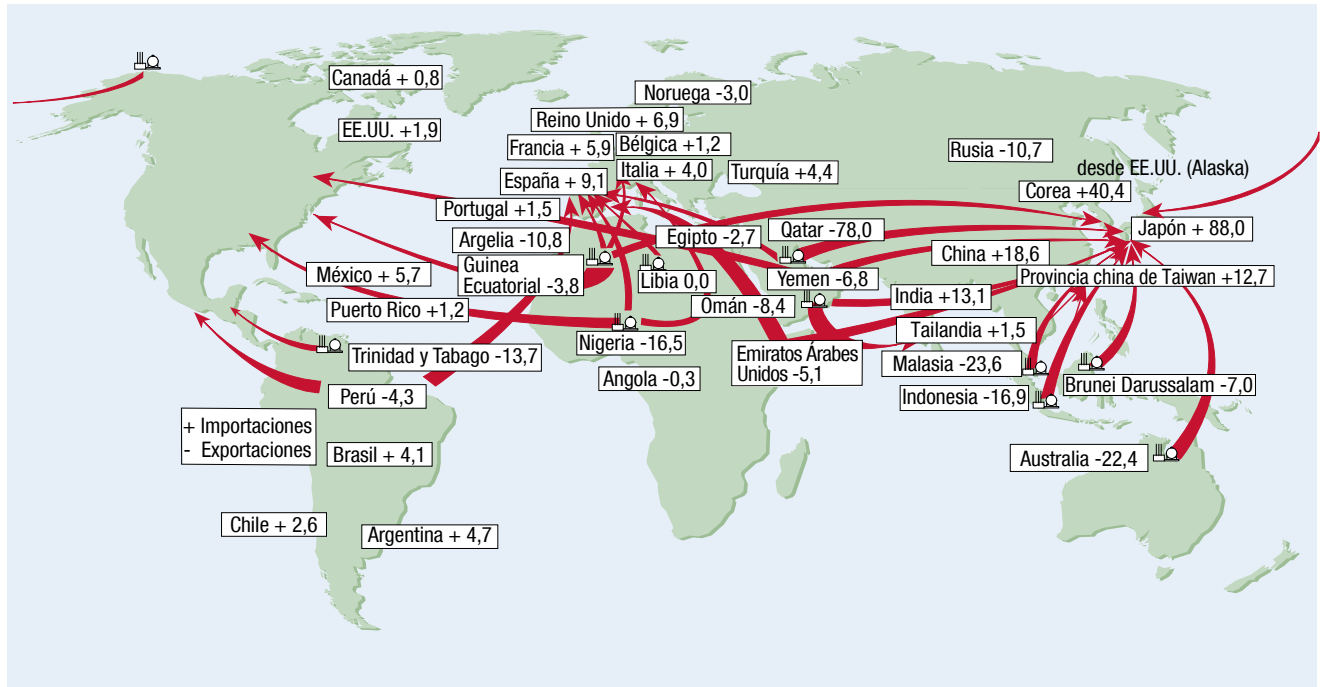
	2007	2013
Reservas probadas (porcentaje de las reservas mundiales)		
Irán	17,46	18,19
Rusia	18,91	16,83
Qatar	15,80	13,29
Turkmenistán	1,45	9,41
Estados Unidos	4,18	5,03
Producción (porcentaje de la producción mundial)		
Estados Unidos	18,41	20,40
Rusia	19,98	17,95
Irán	4,22	4,94
Qatar	2,13	4,70
Canadá	6,17	4,59
Consumo (porcentaje del consumo mundial)		
Estados Unidos	22,14	22,02
Rusia	14,28	12,35
Irán	4,25	4,84
China	2,39	4,83
Japón	3,05	3,49
Unión Europea	16,18	12,90

Fuente: British Petroleum, *Statistical Review of World Energy*, 2014.

existentes, hay en la actualidad muchos más productores de gas natural que en la década de 1990². Los productores más grandes de gas natural son Estados Unidos y Rusia, seguidos por la República Islámica del Irán, Qatar y Canadá (cuadro 1.SE.2).

²Un índice de diversificación del suministro mundial de gas muestra un continuo aumento del grado de diversificación (Cohen, Joutz y Loungani, 2011).

Gráfico 1.SE.4. Importaciones y exportaciones de gas natural licuado, 2013
(Millones de toneladas)



Fuente: Argus Media (www.argusmedia.com/Natural-Gas-LNG).

El consumo de gas natural ha aumentado en forma constante. Hoy representa casi el 25% del consumo mundial de energía primaria, mientras que la participación del petróleo ha disminuido rápidamente, desde 50% en 1970 a alrededor de 30% en la actualidad. Se proyecta que la demanda mundial de gas natural aumentará con fuerza en el mediano plazo (AIE, 2014), correspondiendo la mayor parte de ese crecimiento a las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En muchos sectores, el uso de gas natural se enfrenta a la competencia de productos sustitutos, sobre todo de los combustibles de fuentes renovables y del carbón en la generación eléctrica, en parte debido a los subsidios y a los regímenes de determinación del precio del gas. También se prevé que seguirá avanzando el uso de gas natural en el transporte, donde todavía es muy limitado, y que finalmente se utilizará el gas natural licuado como combustible naval.

El patrón del comercio mundial de gas natural ha evolucionado rápidamente. Como el gas natural se ha transportado a los consumidores principalmente a través de gasoductos, solo un tercio del gas natural

consumido se comercia a nivel internacional. Europa y América del Norte son, por amplio margen, los mayores mercados integrados mediante gasoductos, pero sus importaciones netas se han reducido desde 2005 debido al debilitamiento de la actividad económica y al aumento de la producción gasífera en Estados Unidos. Un tercio del gas natural que se comercia internacionalmente se despacha como gas natural licuado, y esa proporción se ha venido ampliando rápidamente, siendo Asia el principal destinatario de dicho aumento (gráfico 1.SE.4). En 2013 había casi 20 países productores de gas natural licuado. Qatar ha desarrollado rápidamente su capacidad de exportación de gas natural licuado durante el último decenio y es actualmente el mayor exportador, concentrando alrededor de un tercio del comercio mundial de gas natural.

Repercusiones mundiales del auge de hidrocarburos no convencionales en Estados Unidos

El vertiginoso aumento de su producción de gas de esquisto ha convertido a Estados Unidos en el mayor

productor de gas natural del mundo³, y se prevé que el país se sumará a la legión de países exportadores de gas natural licuado e incluso pase a ser un exportador neto de gas natural más tarde en esta década (Agencia Internacional de Energía de Estados Unidos, 2014). Ante una oferta en fuerte crecimiento y la debilidad de la demanda, los precios del gas natural estadounidense han caído fuertemente en los últimos años y están de hecho disociados de los vigentes en el resto del mundo. En particular, los precios de Asia y la Unión Europea han aumentado, en parte debido a la indexación de los precios del gas natural importado a los precios del petróleo. Hasta ahora, los usuarios estadounidenses han sido los principales beneficiarios de las caídas del precio de la energía resultantes de la revolución de los hidrocarburos no convencionales en Estados Unidos. Sin embargo, esa revolución ha contribuido a estabilizar los precios internacionales de la energía, por ejemplo al liberar la oferta energética mundial para los mercados europeos y asiáticos, compensando de ese modo parte de la escasez causada por las perturbaciones geopolíticas⁴. Asimismo, el auge de los hidrocarburos no convencionales en Estados Unidos ha desplazado el uso del carbón de Estados Unidos a Europa, reduciendo los costos de la energía en esta última región.

El auge del gas no convencional en Estados Unidos también ha tenido un impacto significativo en la geografía del comercio energético mundial⁵. Las

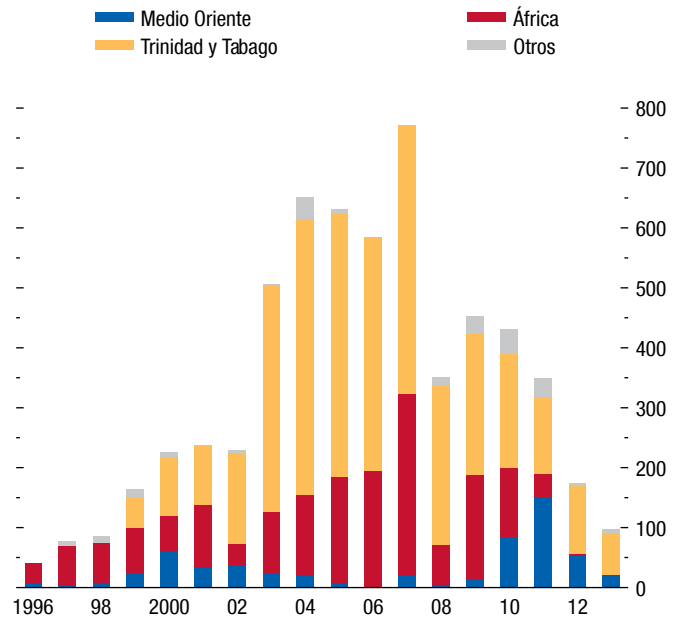
³La producción de gas natural a partir de depósitos de esquisto en Estados Unidos comenzó en los años ochenta, pero la combinación de fracturación hidráulica y perforación horizontal permitió que la producción de gas aumentara fuertemente a fines de la primera década de los años 2000 (aportando los precios más altos del gas natural una motivación adicional para ese incremento). La producción de gas no convencional representa actualmente alrededor de la mitad de la producción total de gas natural de Estados Unidos. La tecnología de perforación ha sido aplicada al desarrollo de petróleo a partir de depósitos de esquistos en parte debido a los altos precios de ese combustible, y el número de plataformas perforadoras de petróleo no convencional ha aumentado considerablemente.

⁴Si bien el auge del petróleo y del gas de fuentes no convencionales ha hecho caer los precios medios mundiales de la energía a un nivel inferior al que de lo contrario habrían registrado, el auge del gas de esquisto en particular ha incrementado la dispersión de los precios regionales.

⁵El desarrollo del gas de esquisto tiene un potencial importante en muchas partes del mundo, especialmente en Argentina, Australia, China, Polonia y Rusia, donde ya existen desarrollos en curso de ese tipo de hidrocarburo, pero también en muchos otros lugares. El desarrollo de este potencial podría modificar aún más los patrones de comercio mundial energético y no energético. Sin embargo, se prevé que la producción de gas de esquisto aumentará a un ritmo más lento fuera de Estados Unidos, porque en otros países muchas de las

Gráfico 1.SE.5. Estados Unidos: Importaciones de gas natural licuado

(Miles de millones de pies cúbicos)



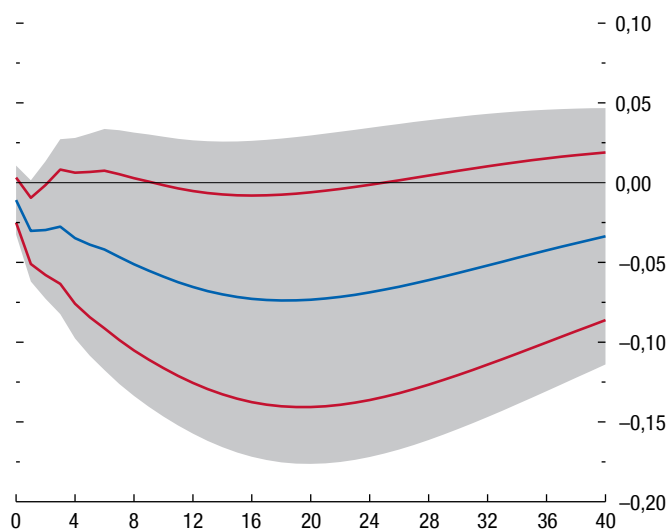
Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos.

importaciones estadounidenses de combustibles fósiles disminuyeron a US\$225.000 millones (1,3% del PIB) en 2013 desde US\$412.000 millones (2,8% del PIB) en 2008. También han caído tanto la demanda como los precios del carbón en Estados Unidos. Dichas caídas, a su vez, han alentado un mayor volumen de exportaciones de carbón a Europa, lo cual, junto con un debilitamiento de la actividad económica en esa región tras la crisis económica y financiera mundial, ha reducido la demanda europea de gas natural⁶. El auge del gas no convencional ha reducido drásticamente las importaciones estadounidenses de gas natural licuado desde África, Oriente Medio y Trinidad y Tabago (gráfico 1.SE.5) y también ha reducido sustancialmente las importaciones de gas natural desde Canadá, desencadenando una abrupta caída de precios como resultado de la sobreoferta de gas natural. Los exportadores han desplazado sus exportaciones de energía a otros destinos, como China, Europa e India, en respuesta a la reducción

condiciones que facilitaron el auge estadounidense de ese combustible no existen o bien no tienen la escala suficiente.

⁶Con respecto al comercio, este cambio ha afectado sobre todo a Argelia, Noruega y Rusia, los mayores exportadores de gas a Europa.

Gráfico 1.SE.6. Respuesta a un impulso de la producción industrial relativa a un shock de precios del gas natural
(Meses a plazo en el eje de la abscisa)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El modelo estimado de vectores autorregresivos incluye dos variables: la producción industrial relativa de Estados Unidos y la zona del euro y el precio relativo del gas natural en Estados Unidos y Alemania, utilizándose datos mensuales para el período 2005–13. Las funciones de impulso-respuesta corresponden a la respuesta de la producción industrial relativa a un shock unitario a los precios relativos del gas natural. Las líneas rojas representan el 80% de intervalos de confianza, mientras que las áreas sombreadas corresponden a intervalos de confianza de 95%.

de las importaciones estadounidenses de energía⁷. En Estados Unidos, el auge del gas no convencional ha hecho prescindible gran parte de la infraestructura de importación de gas natural licuado. Esa infraestructura no se puede transformar fácilmente en capacidad de exportación, porque la capacidad de licuefacción es distinta de la destinada a la regasificación de importaciones. Además, las empresas están obligadas a obtener autorización para exportar gas natural (excepto a Canadá y México), aunque hay signos de que los obstáculos regulatorios se están flexibilizando⁸. En el mediano plazo, la eliminación de las restricciones a las exportaciones estadounidenses de gas impulsaría

⁷Trinidad y Tabago ha sufrido un derrumbe de sus exportaciones de gas natural licuado a Estados Unidos. Sin embargo, desde el comienzo del auge estadounidense del gas de esquisto, ha procurado activamente reorientar esas exportaciones hacia América del Sur, Europa y Asia.

⁸NERA (Baron *et al.* 2014) estima que el aumento anual promedio de los ingresos en concepto de exportaciones de gas natural podría llegar prácticamente a US\$60.000 millones (en dólares de 2012) en el período 2018–2038 en un escenario de niveles elevados.

la construcción y reconversión de instalaciones de gas natural licuado para fines de exportación y esto a su vez podría contribuir a reducir las diferencias de precios de la energía a nivel mundial y afectar más a otros exportadores de gas natural.

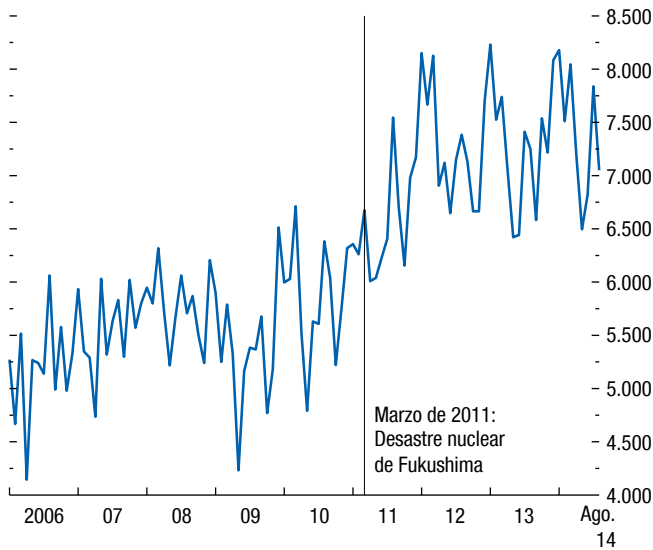
La ventaja de Estados Unidos en materia de gas natural también ha elevado la competitividad del país en productos no energéticos, afectando a su vez a sus competidores. Los resultados de una autorregresión vectorial bivalente que incluye la diferencia en producción industrial y la diferencia en el precio del gas natural entre Estados Unidos y Europa indican que los precios del gas natural pueden tener un sustancial impacto independiente en la actividad económica (gráfico 1.SE.6). En esta especificación se controla el efecto de los shocks mundiales tales como la crisis económica y financiera mundial, un aspecto que ha sido omitido en otros estudios⁹. Se observa que una reducción de 10% en el precio relativo del gas natural en Estados Unidos determina una mejora de la producción industrial estadounidense de aproximadamente 0,7% en comparación con la de la zona del euro después de un año y medio. En el recuadro 1.SE.1 se presentan estimaciones del incremento de la competitividad internacional de las exportaciones de manufacturas estadounidenses debido al menor costo del gas natural.

Secuelas del desastre de Fukushima

El accidente nuclear de Fukushima Daiichi en marzo de 2011 puso de relieve las potenciales responsabilidades ambientales que acarrea la generación de energía nuclear e indujo un fuerte aumento del uso de gas natural. Antes de la catástrofe, alrededor de un cuarto de la energía de Japón era generada mediante reactores nucleares. Tras el desastre, el gobierno japonés resolvió interrumpir la producción en todas las plantas nucleares del país. Para compensar la consiguiente pérdida de generación eléctrica, las empresas de electricidad de Japón incrementaron su uso de plantas generadoras alimentadas por combustibles fósiles e incorporaron turbinas de gas natural a las usinas existentes. Como

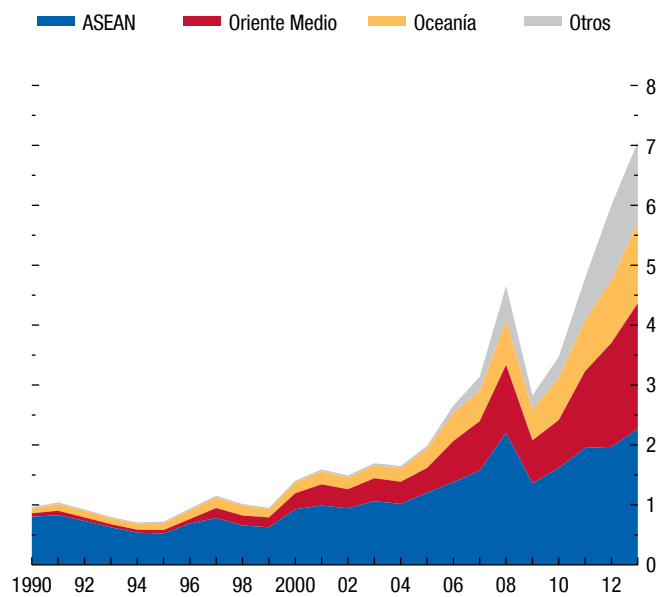
⁹Usando datos a nivel de la industria, Melick (2014) estima que la caída del precio del gas natural desde 2006 se asocia con un aumento de 2%–3% en la actividad de todo el sector manufacturero, con efectos mucho mayores, de 30% o más, en las industrias con mayor intensidad energética. En Celasun *et al.* (2014) se observa que una duplicación del diferencial de precios del gas natural a favor del país de origen incrementaría 1,5% la producción industrial de manufacturas en ese país.

Gráfico 1.SE.7. Japón: Importaciones de gas natural licuado
(Miles de toneladas métricas)



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

Gráfico 1.SE.8. Japón: Importaciones de gas natural licuado por región
(Billones de yenes japoneses)



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

Nota: ASEAN = Asociación de Naciones de Asia Sudoriental.

resultado, las importaciones japonesas de gas natural licuado han aumentado drásticamente —alrededor de 40%— desde el desastre (gráfico 1.SE.7).

Por lo tanto, Japón es hoy el mayor importador de gas natural licuado del mundo. En 2013, sus importaciones de ese combustible ascendieron a 119.000 millones de metros cúbicos: más de un tercio del total mundial. El aumento de la demanda japonesa de gas natural ha beneficiado a los productores de Asia, Oriente Medio y Oceanía en un momento en que la demanda mundial de gas natural se ha moderado. Las importaciones de Japón han contribuido a compensar algunos de los efectos negativos de la reducción de las importaciones estadounidenses de gas natural licuado. Australia, Brunei Darussalam, Indonesia, Malasia y Qatar han experimentado un rápido aumento de sus exportaciones de gas natural licuado a Japón (gráfico 1.SE.8). El fuerte aumento de la demanda de gas natural ha elevado los precios en Asia, y en Japón en particular, siendo los precios asiáticos el doble de los europeos y cuatro veces más altos que los de Estados Unidos.

Riesgos generados por las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania

La crisis actual en Ucrania ha puesto de relieve la dependencia del gas natural que tienen los mercados energéticos europeos. En enero de 2009, Gazprom, la empresa rusa proveedora de energía, cortó todo el suministro que llegaba a Europa a través de Ucrania. En 2009, el precio de entrega inmediata del gas aumentó 50%, pero el contrato a plazo de un mes subió lentamente —un 20%— durante las tres semanas de interrupción del suministro; los precios del crudo no mostraron ninguna reacción significativa. La dependencia de Europa del gas natural que llega en tránsito a través de Ucrania ha disminuido de 80% a aproximadamente 50% desde entonces. El 16 de junio de 2014, Gazprom dejó de proveer gas natural a Ucrania pero sin afectar el tránsito y suministro a Europa.

Ucrania y los países del sudeste de Europa parecen ser particularmente vulnerables a potenciales perturbaciones del suministro de gas ruso. En el caso de que los cortes persistan y se extiendan a otros países, el mayor impacto recaerá en Ucrania y los países del sudeste de Europa que reciben gas desde Rusia a través de Ucrania, especialmente Bulgaria y los países de la ex Yugoslavia, que dependen del gas ruso para cubrir virtualmente todos sus requerimientos de importación

y tienen solo un acceso limitado al gas proveniente de fuentes alternativas. Otros países, sin embargo, se verán afectados a través del alza de los precios de entrega inmediata, que puede propagarse desde el gas natural a otros combustibles. Tales riesgos pueden mitigarse mediante la acumulación de reservas, la compra de gas despachado por gasoductos desde Argelia y Noruega, la importación de gas natural licuado o la adquisición de gas ruso transportado por otros gasoductos. Otros combustibles, sobre todo el carbón y los productos derivados del petróleo, también podrían utilizarse en reemplazo del gas.

Europa continental importa desde Rusia una parte sustancial del gas que necesita. En 2013, aproximadamente 152.000 millones de metros cúbicos de gas ruso —36% del consumo europeo de gas— fueron exportados a Europa mediante gasoductos. En promedio, Rusia abastece alrededor del 30% de las necesidades de gas natural de Europa. Alrededor de la mitad del suministro de gas desde Rusia se transporta por gasoducto a través de Ucrania (un volumen menor que el 80% transportado antes de que se construyera el gasoducto Nord Stream). La proporción del gas natural en el consumo de energía primaria varía ampliamente entre las naciones europeas, desde menos de 2% en Suecia a 42% en los Países Bajos.

Hasta ahora las tensiones geopolíticas de la región apenas han afectado los precios del gas natural y del petróleo crudo. Esta estabilidad de precios es menos sorprendente en el caso del crudo porque la preocupación acerca de las consecuencias de una potencial perturbación del abastecimiento de petróleo desde Rusia es mucho menor que la que concitan las posibles alteraciones del suministro de gas natural. En mayo de este año, Rusia firmó un acuerdo de US\$400.000 millones para transportar 38.000 millones de metros cúbicos anuales de gas desde Siberia oriental a China a partir de 2018. No se ha dado a conocer el precio estipulado, pero se piensa que será algo menor que el que los europeos están

pagando por el gas que llega desde Rusia por gasoducto. Este acuerdo otorga a Rusia una mayor flexibilidad para exportar en el caso de que la demanda europea de gas siga cayendo.

Conclusiones

En general, se prevé que el patrón del comercio mundial de gas natural licuado, y de energía en términos más amplios, evolucionará rápidamente. En particular, Estados Unidos probablemente se convertirá en un exportador neto de gas natural licuado de aquí al final de 2015, Japón ha pasado a ser el mayor importador mundial de gas natural licuado y Europa enfrenta un panorama de incertidumbre en cuanto a su abastecimiento de gas natural, considerando las tensiones geopolíticas existentes entre Rusia y Ucrania. La política energética, incluida la relativa al carbón y a los combustibles de fuentes renovables, cumple un papel clave en la conformación de la combinación energética, que a su vez afecta el comercio mundial de energía. Específicamente, Europa y Japón se encuentran en una encrucijada, ya que enfrentan un difícil equilibrio entre la seguridad energética, las preocupaciones ambientales y los objetivos de eficiencia económica. En el mediano plazo, se prevé que los precios del gas natural disminuirán en Asia, en el supuesto de que se reanude la generación de energía nuclear en Japón y bajen los precios del petróleo. En Europa, los precios del gas podrían descender poco a poco a niveles más bajos a medida que los países europeos siguen avanzando hacia las importaciones de gas con precios de entrega inmediata, pero las tensiones entre Rusia y Ucrania han generado una mayor incertidumbre acerca de la evolución futura del mercado. Se prevé que en Estados Unidos los precios internos del gas natural aumentarán, al estar las exportaciones de gas natural licuado en rápido crecimiento, pero que seguirán siendo marcadamente inferiores a los de Europa y Asia, dados los costos de licuefacción.

Recuadro 1.SE.1. El auge del gas de esquisto en Estados Unidos y sus repercusiones en el comercio internacional

El auge del gas de esquisto ha generado un debate en Estados Unidos acerca de la posibilidad de que una flexibilización de las restricciones a la exportación de gas natural reduzca la competitividad externa ganada gracias a que los precios internos del gas natural son más bajos. Como se señaló en la Sección Especial, ese auge ha provocado una desvinculación entre los precios estadounidenses del gas natural y los de Europa y Asia desde 2005, y se prevé que los diferenciales de precios habrán de persistir. Al mismo tiempo, la proporción de exportaciones de manufacturas que requieren un uso intensivo de energía dentro de las exportaciones totales de manufacturas de Estados Unidos aumenta de manera constante, mientras que la proporción correspondiente a las exportaciones de productos que no exigen una alta intensidad energética ha venido disminuyendo (gráfico 1.SE.1.1).

En este recuadro se clarifican las consecuencias de las diferencias internacionales en los precios del gas natural en el comercio mundial, utilizándose el auge del gas de esquisto en Estados Unidos como un experimento natural. La principal observación, obtenida a partir de datos sectoriales, es que la brecha actual entre los precios de Estados Unidos y los del resto del mundo ha determinado un aumento de 6%, en promedio, de las exportaciones de productos manufacturados en Estados Unidos desde el comienzo del auge del gas no convencional. Aun cuando los costos del gas natural y la energía en general representan proporciones relativamente pequeñas de los costos totales de los insumos, los precios más bajos del gas natural vigentes en Estados Unidos, que tenderán a persistir, han tenido un marcado efecto en las exportaciones estadounidenses de manufacturas que requieren un consumo intensivo de energía¹.

Intensidad energética y exportaciones de manufacturas

Para el período 2000–12, que cubre el auge de los hidrocarburos no convencionales en Estados Unidos,

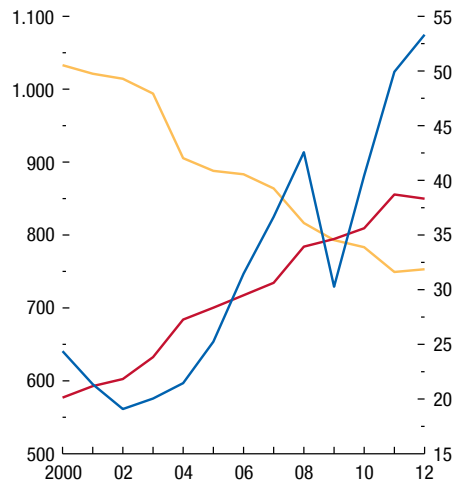
El autor de este recuadro es Rabah Arezki.

¹Estos resultados también son robustos a una variedad de comprobaciones, entre ellas controles adicionales como las diferencias entre países de los costos laborales y el PIB. En un estudio de Arezki y Fetzer (de próxima publicación) se presentan amplios detalles técnicos y controles de robustez. Una multitud de factores que exceden el ámbito de este recuadro están impulsando las exportaciones de manufacturas estadounidenses. La interpretación de los presentes resultados está sujeta, naturalmente, a que se mantengan constantes las demás condiciones.

Gráfico 1.SE.1.1. Exportaciones del sector manufacturero

(Porcentaje del total de exportaciones manufactureras de Estados Unidos, salvo indicación en contrario)

— Exportaciones del sector manufacturero (escala izquierda; miles de millones de dólares de EE.UU.)
 — Exportaciones con uso intensivo de energía (escala derecha)
 — Exportaciones sin uso intensivo de energía (escala derecha)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

se hace una regresión del logaritmo de las exportaciones de productos manufacturados sobre la interacción entre los diferenciales de intensidad energética y de precios entre Estados Unidos y el resto del mundo. La especificación es una ecuación clásica sugerida por los modelos de comercio. Se prevé que el coeficiente asociado con el término de interacción será positivo; es decir, cuanto más intensivo sea el uso de energía que requiere un producto, tanto mayor será su probabilidad de ser exportado. La ecuación estimada es

$$\ln(\text{exportación del producto}_{i,j,k,t}) = \alpha_{i,j,k} + \gamma_t + \eta \times \text{Intensidad energética}_k \times \text{Diferencial de precios}_t + \varepsilon_{ijkt}$$

en el cual $\alpha_{i,j,k}$ representan los efectos fijos conjuntos de origen, destino y sector que recogen la distancia específica del sector, y γ_t son efectos fijos en el tiempo que captan los shocks comunes. La exportación del producto es igual al valor exportado de un sector manufacturero específico a un nivel de cinco dígitos

Recuadro 1.SE.1 (continuación)

con respecto al cual se dispone de información (de Schott, 2008) sobre el distrito aduanero de origen i y el país de destino j y el sector k . La intensidad energética directa es la proporción del costo de la energía que se obtiene utilizando cuadros de insumo-producto de la Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos, según se describe en Fetzer (2014). Se considera el diferencial de precios como la relación entre los precios del Reino Unido y de Estados Unidos obtenidos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico². La muestra de base consiste de más de 940.000 observaciones correspondientes a un panel incompleto de exportaciones de productos manufacturados en pares de origen-destino.

¿Qué enseñan los resultados?

El coeficiente asociado con la interacción entre la intensidad energética y el diferencial de precios es alto, positivo y estadísticamente significativo (cuadro 1.SE.1.1). La estimación puntual de la línea de base es 0,42 con un error estándar de 0,10. La proporción del costo directo de la energía para los productos manufacturados es poco más del 5%, y la proporción del costo total de la energía es de alrededor de 8%. En comparación, la proporción del costo directo de mano de obra para los bienes manufacturados es de 20%. La medida del diferencial de precios entre el resto del mundo y Estados Unidos es un factor de tres, en promedio³. De ello se infiere que, en el caso del producto manufacturado promedio, las exportaciones estadounidenses han crecido al menos 6% ($0,42 \times 3 \times 0,05$) como resultado de la brecha de precios.

Los resultados son verificados para determinar su robustez al uso de la proporción del costo del gas natural en lugar de la proporción de la energía, y también al uso de variables ficticias de años en lugar de diferenciales de precios del gas natural; asimismo, se eliminan el petróleo y los productos manufacturados derivados del petróleo, que tienen una proporción de costo energético directo superior al 60%. La proporción del costo directo del gas natural es en promedio 2% para los productos manufacturados. Esta medición no toma en cuenta el hecho de que el gas podría ser consumido indirectamente a través de la electricidad.

²El uso de parámetros de referencia distintos del Reino Unido arroja resultados similares porque la variación del precio relativo proviene en su mayor parte de los precios de Estados Unidos.

³El diferencial de precios se mide como la relación entre los precios del gas natural del resto del mundo y los de Estados Unidos.

Cuadro. 1.SE.1.1. Resultados de regresión

	Proporción del costo de la energía		Proporción del costo del gas natural	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Total	Directa	Total	Directa
Proporción total del servicio energético x diferencia de precio	0,415*** (0,099)			
Proporción directa del servicio energético x diferencia de precio		0,432*** (0,111)		
Proporción total del gas natural x diferencia de precio			0,423*** (0,099)	
Proporción directa del gas natural x diferencia de precio				0,402*** (0,115)
Número de observaciones	944.135	944.135	944.135	944.135
R^2 ajustado	0,277	0,277	0,277	0,277

Nota: La variable dependiente es el logaritmo del valor de las exportaciones del producto a un nivel de 5 dígitos. La especificación es una ecuación clásica sugerida por los modelos comerciales que también controla los efectos fijos de año, producto y lugar (destino y origen). Las regresiones incluyen el nivel de producto. Los errores estándar están entre paréntesis.

*** $p < 0,1$.

Los resultados de base son robustos a la utilización de estos indicadores alternativos del uso de la energía y las especificaciones, obteniéndose cifras que en términos generales resultan similares.

Otros datos adicionales indican que los canales a través de los cuales los precios internos más bajos del gas natural en Estados Unidos podrían tener un impacto en las exportaciones de manufacturas operan en los márgenes tanto intensivo (expansión por parte de las empresas existentes) como extensivo (entrada de nuevas empresas). A medida que más países explotan nuevas fuentes de gas natural, no solo es probable que siga modificándose la geografía del comercio de productos energéticos sino que también cambie la geografía de las exportaciones de manufacturas.

Recuadro 1.1. Actualización de los mercados mundiales de la vivienda

La evolución de los mercados inmobiliarios ha generado inquietudes aparentemente contradictorias en torno a un sobrecalentamiento y una lenta recuperación. Esta dicotomía refleja, a grandes rasgos, un patrón de dos velocidades que siguieron los mercados de la vivienda de todo el mundo: en un grupo de países, repuntaron rápidamente tras el modesto descenso experimentado durante la Gran Recesión, mientras que el otro grupo sigue recuperándose de caídas mucho más bruscas.

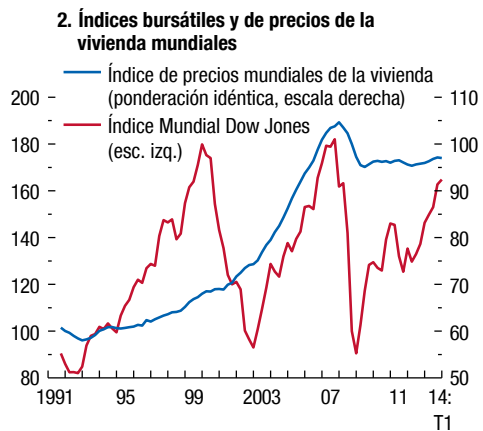
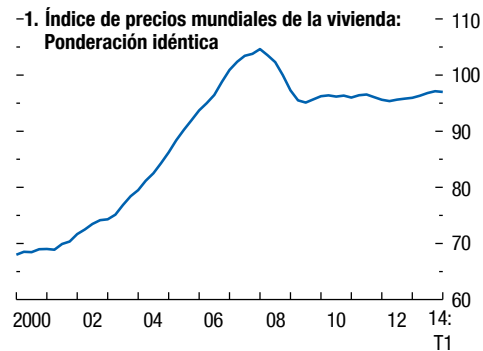
En consonancia con esta evolución divergente, el índice de precios mundiales de la vivienda del FMI —un promedio de los precios reales de la vivienda en 50 países— apenas se ha movido en los dos últimos años, mientras que durante la crisis registró una fuerte caída (gráfico 1.1.1, panel 1). La recuperación de los precios de la vivienda ha sido especialmente anémica si se compara con la de otros activos financieros; por ejemplo, los índices bursátiles mundiales han recuperado los niveles anteriores a la crisis, aunque los precios de las acciones han sido mucho más volátiles que los de la vivienda (gráfico 1.1.1, panel 2).

No obstante, el índice general de precios de la vivienda enmascara el hecho de que las economías se dividen en dos grupos. El primero de ellos consta de 33 economías cuyo mercado de la vivienda todavía está en fase de recuperación: en términos amplios, los precios cayeron bruscamente coincidiendo con el inicio de la Gran Recesión y la recuperación ha sido lenta. El segundo grupo engloba a 17 economías cuyos mercados de la vivienda han repuntado: la caída de los precios de 2007–08 fue más modesta y vino seguida de un rápido repunte (gráfico 1.1.2, panel 1)¹. En el primer grupo, en promedio, los precios reales de la vivienda son un 20% inferiores a los de 2008; en el segundo, son aproximadamente un 25% superiores.

*Los autores principales de este recuadro son Hites Ahir y Prakash Loungani. Para su elaboración se han basado en la colaboración que mantienen con Philippe Bracke (Banco de Inglaterra), Ambrogio Cesa-Bianchi (Banco de Inglaterra) y Alessandro Rebucci (Johns Hopkins University) y han contado con los aportes de Deniz Igan y Heedon Kang

¹La decisión de incluir un país en un grupo u otro se basa en el crecimiento medio de los precios reales de la vivienda en el periodo 2007–14. La mayoría de los países pertenecen claramente a uno de los dos grupos, aunque algunos están en el límite. Los resultados no son sensibles ni a la inclusión de estos países en el análisis ni a su exclusión. Asimismo, son cualitativamente similares si en los agregados de grupos los países se ponderan por el PIB en vez de aplicárseles una ponderación idéntica.

Gráfico 1.1.1. Índice de precios mundiales de la vivienda del FMI
(2008:T4 = 100)



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

Asimismo, la expansión del crédito fue mucho más lenta en el primer grupo que en el segundo (gráfico 1.1.2, panel 2).

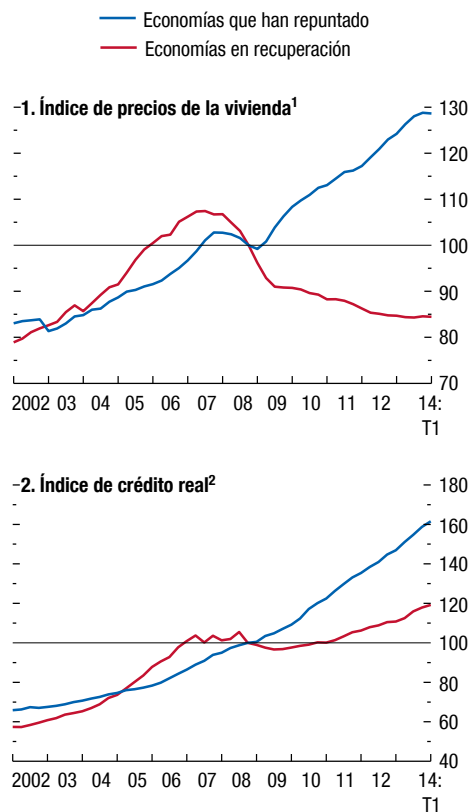
En las economías en las que los precios de la vivienda han repuntado, el valor añadido bruto de la construcción y la inversión residencial real son ambos un 15% superiores a los de 2008. En las economías en recuperación, comenzaron a presentar un ligero aumento recién a lo largo del último año (gráfico 1.1.3).

La inclusión de los países en uno de los dos grupos vino determinada por una serie de factores. En promedio, las economías que han repuntado experimentaron antes de la crisis un auge de los precios de la vivienda

Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.2. Recuperación a dos velocidades de los mercados de la vivienda

(2008:T4 = 100)



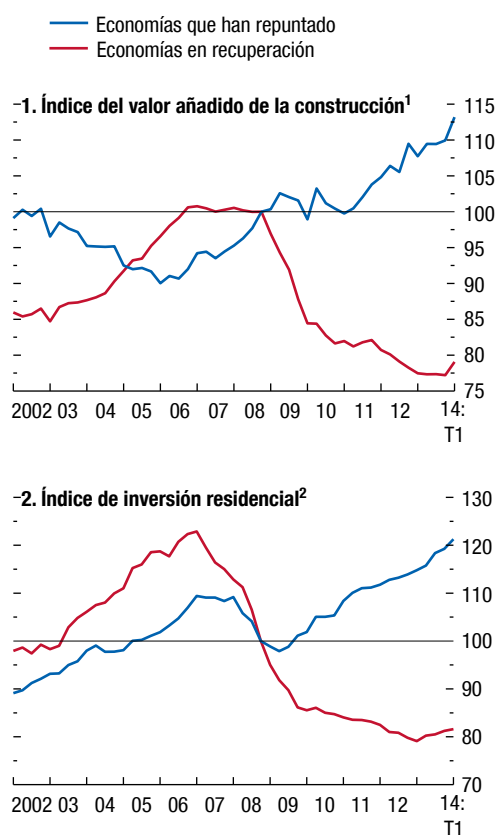
Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; *Global Property Guide*; Haver Analytics; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Economías que han repuntado = Alemania, Australia, Austria, Brasil, Canadá, China, Colombia, Filipinas, Israel, Luxemburgo, Malasia, Nueva Zelandia, Noruega, RAE de Hong Kong, Singapur, Suecia y Suiza. Economías en recuperación = Bélgica, Bulgaria, Chipre, Corea, Croacia, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Islandia, India, Indonesia, Irlanda, Italia, Japón, Letonia, Lituania, Malta, México, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca, Rusia, Sudáfrica y Tailandia.

²Economías que han repuntado = Australia, Brasil, China, Colombia, Filipinas, Malasia, RAE de Hong Kong, Singapur y Suiza. En recuperación = Corea, Croacia, Estados Unidos, Islandia, India, Indonesia, Japón, México, Reino Unido, Rusia, Sudáfrica y Tailandia.

Gráfico 1.1.3. Valor añadido bruto de la construcción e inversión residencial

(2008:T4 = 100)



Fuentes: Haver Analytics, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y cálculos del personal técnico del FMI.

¹Economías que han repuntado = Alemania, Australia, Austria, Brasil, Canadá, Colombia, Filipinas, Luxemburgo, Malasia, Nueva Zelandia, Noruega, RAE de Hong Kong, Singapur, Suecia y Suiza. Economías en recuperación = Bélgica, Bulgaria, Corea, Croacia, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Malta, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Eslovaca, Rusia, Sudáfrica y Tailandia.

²Economías que han repuntado = Alemania, Australia, Austria, Canadá, Israel, Luxemburgo, Nueva Zelandia, Noruega y Suecia. En recuperación = Bélgica, Corea, Dinamarca, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Hungría, Irlanda, Italia, Japón, México, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, República Checa y República Eslovaca.

Recuadro 1.1 (continuación)

menor que las economías en recuperación, y se consideró que sus perspectivas de repunte del crecimiento eran mejores al estallar la crisis (véase el recuadro 1.2 de *Perspectivas de la economía mundial* de octubre de 2010). Asimismo, estas economías también han resultado tener un crecimiento mayor desde la crisis: durante el periodo 2008–13, el crecimiento medio anual fue del 2,7% en las economías que han repuntado, mientras que en aquellas en recuperación fue del 0,5%. Este menor crecimiento del grupo en recuperación podría reflejar, en parte, la carga que supone el desapalancamiento del sector de los hogares: muchas de las economías de este grupo acumularon un apalancamiento significativo durante el periodo de auge.

¿Motivo de preocupación?

En los países en los que el mercado de la vivienda todavía se está recuperando, el reto de la política económica es lograr que se produzca una recuperación más sólida, así como abordar las causas subyacentes de los auges insostenibles que condujeron a la crisis. En Estados Unidos, por ejemplo, la reanudación de los préstamos hipotecarios a prestatarios con calificación crediticia inferior ha sido lenta, pues se sabe que el crédito a prestatarios de estas características fue uno de los desencadenantes de la crisis².

Las inquietudes en torno a la sostenibilidad son mayores en las economías donde los mercados de la vivienda han repuntado, sobre todo en aquellas de mercados emergentes incluidas en este grupo, cuyas perspectivas de crecimiento se han revisado considerablemente a la baja en los últimos años. El caso más notorio es el de China, que afronta el reto de permitir la corrección necesaria en los mercados inmobiliarios y evitar a la vez una desaceleración demasiado brusca. En las grandes ciudades de China, los precios de la vivienda presentan indicios de sobrevaloración en

²El Reino Unido experimentó una fuerte caída de los precios de la vivienda en el periodo 2008–10, motivo por el cual forma parte del grupo en recuperación. En este último año, los precios de la vivienda en el Reino Unido han aumentado considerablemente, sobre todo en el mercado londinense. El reciente estudio sobre el Reino Unido publicado por el FMI como parte de la colección *Selected Issues* señala que “el incremento de los precios de la vivienda en un contexto de débil expansión del crédito sugiere que las transacciones en efectivo, en particular las realizadas por extranjeros, desempeñan un papel cada vez más importante en la recuperación de la vivienda” (FMI, 2014d, 12). Asimismo, el informe apunta a las fuertes restricciones de la oferta de vivienda como otro de los factores que impulsan el aumento de su precio.

relación con los fundamentos económicos, a pesar de las medidas adoptadas para limitar la demanda especulativa. Por el contrario, muchas ciudades más pequeñas han registrado un exceso de oferta, puesto que los gobiernos locales promovieron el desarrollo a gran escala para impulsar el crecimiento y recurrieron a las ventas de tierras para financiar su gasto. En los últimos meses, los mercados inmobiliarios de China parecen haber entrado en una fase de desaceleración. En Brasil, los precios de la vivienda y los préstamos han aumentado de forma pronunciada desde 2009 y, si bien la relación entre los préstamos inmobiliarios y el PIB se ha triplicado, cabe recordar que se partía de un nivel muy bajo.

En otros países en los que los mercados de la vivienda han repuntado, las evaluaciones del FMI indican sobrevaloraciones modestas en el caso de Canadá e Israel, y más considerables en Noruega y Suecia (cuadro 1.1.1)³. En muchos casos, los auges del precio de la vivienda se limitan a ciudades concretas (de Australia y Alemania, por ejemplo) o se ven amplificadas por restricciones de la oferta (como en Nueva Zelanda)⁴.

Uso activo de las herramientas macroprudenciales

Muchos países —sobre todo los del grupo ha repuntado— han utilizado activamente las herramientas macroprudenciales para gestionar auges del precio de la vivienda (gráfico 1.1.4). Las principales herramientas macroprudenciales empleadas a tal efecto son los límites sobre las relaciones préstamo/valor y servicio de la deuda/ingresos, así como los requisitos de capital por sectores⁵. Estos límites se utilizan desde

³El cuadro 1.1.1 también recoge las fechas de publicación de estas evaluaciones. Es importante tenerlas bien presentes, porque es posible que desde entonces se hayan producido reajustes de los precios. Dichas evaluaciones se basan en distintos métodos que, a grandes rasgos, relacionan la evolución de los precios de la vivienda con una serie de fundamentos económicos, como el crecimiento del PIB, las tasas de interés y los alquileres. (Véanse en Igan y Loungani, 2012, los resultados típicos de las regresiones de los precios de la vivienda respecto de los fundamentos económicos).

⁴En los Emiratos Árabes Unidos, las rápidas subidas registradas en algunos sectores del mercado inmobiliario han suscitado preocupación acerca de una posible toma excesiva de riesgos. El personal técnico del FMI considera que la adopción de medidas adicionales —como las restricciones macroprudenciales y la subida de las tasas aplicables a quienes venden al poco tiempo de comprar— está justificada, especialmente si los precios inmobiliarios y los préstamos continúan aumentando (FMI, 2014c).

⁵Los límites sobre las relaciones préstamo/valor ponen un tope al tamaño de un préstamo hipotecario en relación con el valor

Recuadro 1.1 (continuación)**Cuadro 1.1.1. Evaluación del FMI de la evolución del mercado de la vivienda en las economías que han repuntado**

País (fecha de evaluación)	Evaluación
Alemania (julio de 2014)	La reciente inflación de los precios de la vivienda ha sido más pronunciada en ciudades como Hamburgo y Múnich. El análisis del Bundesbank señala que los precios en Alemania en general son cercanos a los valores fundamentales, si bien los precios de los apartamentos en las grandes ciudades podrían estar sobrevalorados un 25% aproximadamente.
Australia (febrero de 2014)	El incremento de los precios se concentra en Sydney, Melbourne y Perth. No ha ido acompañado de un aumento general del apalancamiento. La expansión del crédito es moderada y muchos hogares continúan amortizando sus deudas.
Austria (septiembre de 2013)	El mercado de la vivienda ha registrado un fuerte aumento de los precios, aunque se partía de niveles bajos. En una perspectiva a mediano plazo, el incremento real de los precios parece modesto: un 40% acumulado en 10 años en Viena, y del 5% aproximadamente en el resto del país.
Brasil (Octubre de 2013)	Desde la crisis financiera mundial, Brasil ha registrado una rápida expansión de los préstamos inmobiliarios y los precios de la vivienda. Durante 2009–12, la relación entre los préstamos inmobiliarios y el PIB subió del 2,3% al 6,9%.
Canadá (febrero de 2014)	Los precios de la vivienda son elevados en relación con el ingreso y los alquileres. El personal técnico del FMI calcula que los precios reales medios de la vivienda en Canadá se sitúan un 10% por encima de los valores fundamentales. La parte más importante de la brecha procede de los mercados de Ontario y Quebec.
China (julio de 2014)	En las grandes ciudades de China, los precios de la vivienda presentan indicios de sobrevaloración en relación con los fundamentos económicos, a pesar de las medidas adoptadas para limitar la demanda especulativa. Por el contrario, muchas ciudades más pequeñas han registrado un exceso de oferta, puesto que los gobiernos locales han promovido la urbanización a gran escala para impulsar el crecimiento y recurrieron a las ventas de tierras para financiar su gasto.
Colombia (junio de 2014)	Los precios reales de la vivienda prácticamente se han duplicado en la última década, impulsados sobre todo por los precios en la capital y otras dos ciudades.
Filipinas (agosto de 2014)	Los incrementos del precio de la vivienda han sido modestos en comparación con los de muchos otros países asiáticos. La relación precio/alquiler se ha reducido ligeramente desde 2010 y no indica un desajuste de precios.
Israel (febrero de 2014)	Actualmente, los precios inmobiliarios son un 25% superiores a su valor de equilibrio, debido en gran medida a las bajas tasas de interés de las hipotecas y la escasez de oferta. Las relaciones precio/ingreso y precio/alquiler también están muy por encima de sus valores de equilibrio.
Luxemburgo (mayo de 2014)	Los precios relativamente altos son un reflejo tanto de las presiones al alza procedentes de la fuerte demanda como de los estrangulamientos de la oferta. Si bien la situación económica de los hogares parece relativamente sólida, el incremento de las exposiciones inmobiliarias en bancos de carácter nacional deberá seguirse de cerca.
Malasia (marzo de 2014)	Los precios de la vivienda han registrado un rápido aumento, superando el crecimiento del ingreso y el alquiler. La fuerte demanda de créditos para la vivienda se ha visto impulsada por un sólido mercado laboral y la caída de las tasas de interés de los préstamos. No obstante, no parece que las normas de evaluación de la solvencia se hayan deteriorado.
Nueva Zelanda (junio de 2014)	Teniendo en cuenta las comparaciones históricas e internacionales, así como algunas medidas de la capacidad de pago, los precios de la vivienda parecen elevados, reflejando en parte la oferta limitada de viviendas provocada por la reducida inversión en el sector y las restricciones geográficas, que impiden a la oferta reaccionar con rapidez.
Noruega (agosto de 2014)	Diversos factores han contribuido al aumento de los precios de la vivienda, incluidos los ingresos altos y el crecimiento de los salarios, la llegada de inmigrantes, y las restricciones a la oferta. No obstante, hay signos de sobrevaloración, con un incremento sostenido de la relación precio/ingreso y una desviación importante del promedio histórico de la relación precio/alquiler.
RAE de Hong Kong (mayo de 2014)	Los precios inmobiliarios han aumentado un 300% desde el punto mínimo de 2003. Aunque últimamente los precios se han estabilizado, las estimaciones de los modelos del personal técnico del FMI indican que podrían ser superiores a lo que sugieren los fundamentos económicos.
Singapur (noviembre de 2013)	Tras haber registrado un incremento superior al 50% con respecto a su mínimo de mediados de 2009, los precios de la vivienda se estabilizaron. Recientemente, han comenzado a disminuir, como consecuencia de la minuciosa aplicación de políticas macroprudenciales. Por el lado cuantitativo, los indicadores también señalan una debilitación del mercado.

Recuadro 1.1 (continuación)

País (fecha de evaluación)	Evaluación
Suecia (junio de 2014)	Los precios reales de la vivienda registraron un incremento aproximado del 50% entre 2005 y mayo de 2014, y el incremento anual medio ronda el 7% desde 2012. Los indicadores estándar sugieren que los precios de la vivienda son un 20% superiores a los que señalan los fundamentos económicos.
Suiza (mayo de 2014)	Dado que las condiciones monetarias siguen siendo acomodaticias y los precios de la vivienda crecen a un ritmo superior al de los ingresos, es necesario reforzar las medidas para frenar la demanda de hipotecas, en especial las de los hogares más vulnerables

Fuente: Compilación del personal técnico del FMI.

Nota: Las filas sombreadas en azul denotan economías que han sido objeto de evaluación desde la publicación de la edición de abril de 2014 del informe WEO.

hace mucho tiempo en algunas economías, en especial en Asia (véase el capítulo 4 de la edición de abril de 2014 de *Perspectivas económicas regionales: Asia y el Pacífico*). Por ejemplo, la RAE de Hong Kong aplica un tope a la relación préstamo/valor desde comienzos de los años noventa e introdujo un límite a la relación servicio de la deuda/ingresos en 1994. En Corea, los límites a la relación préstamo/valor fueron introducidos en 2002, seguidos de los límites a la relación servicio de la deuda/ingresos en 2005. Recientemente, muchas otras economías avanzadas y de mercados emergentes han seguido el ejemplo de la RAE de Hong Kong y Corea. En algunos países, como Bulgaria, Malasia y Suiza, se han impuesto ponderaciones por riesgo superiores o requisitos de capital adicionales a los préstamos hipotecarios con una relación préstamo/valor elevada⁶. Los estudios empíricos llevados a cabo hasta la fecha sugieren que los límites impuestos a las relaciones préstamo/valor y servicio de la deuda/ingresos han logrado enfriar a corto plazo

del inmueble asociado al préstamo, lo cual equivale esencialmente a imponer un depósito inicial mínimo. Los límites sobre las relaciones servicio de la deuda/ingresos restringen el tamaño de un pago del servicio de la deuda a un porcentaje fijo del ingreso de los hogares, conteniendo así un aumento prohibitivo de la deuda. Los requisitos de capital por sectores obligan a los prestamistas a mantener capital adicional para préstamos a un sector determinado, como el inmobiliario, lo que desalienta una exposición excesiva a los riesgos de este sector. Véase en FMI (2013) un análisis más completo del papel que desempeñan las políticas macroprudenciales en el marco del conjunto de herramientas destinadas a gestionar los auges del precio de la vivienda.

⁶En Noruega, se han asignado ponderaciones por riesgo superiores a todos los préstamos hipotecarios otorgados por bancos que aplican a los requisitos de capitalización el enfoque basado en las calificaciones internas contemplado en Basilea II, no solo a los que presentan una relación préstamo/valor elevada.

tanto el crecimiento de los precios de la vivienda como la expansión del crédito⁷.

La aplicación de estas herramientas trae consigo costos y beneficios, por lo que en cada caso debe concebirse cuidadosamente para que cubra los sectores de riesgo de los préstamos hipotecarios y reduzca al mínimo los efectos secundarios no deseados. Por ejemplo, pueden aplicarse límites más estrictos a la relación préstamo/valor para establecer una distinción entre los especuladores que acumulan varios préstamos hipotecarios y quienes compran su primera vivienda (como, por ejemplo, en Israel y Singapur), o para abordar los casos de regiones o ciudades que presentan una exuberante subida del precio de la vivienda (como es el caso de Corea). Asimismo, los organismos reguladores deberían realizar un seguimiento de las operaciones de crédito para ver si se canalizan hacia entidades no reguladas o reguladas de forma poco estricta, y ampliar el perímetro regulador para controlar las filtraciones en caso necesario. Por ejemplo, en los casos en los que se utilizan instrumentos macroprudenciales sectoriales para limitar los préstamos hipotecarios de bancos nacionales, estos instrumentos pueden eludirse recurriendo a entidades no bancarias (como, por ejemplo, en Corea) o a bancos o filiales extranjeros (como, por ejemplo, en Bulgaria y Serbia).

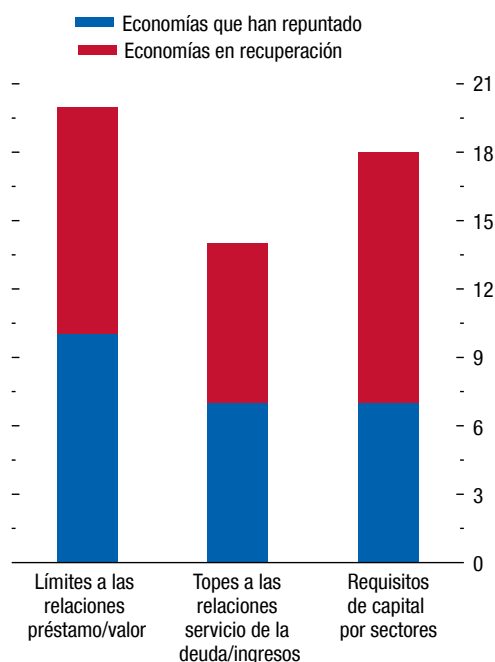
Del mismo modo, las herramientas macroprudenciales pueden no resultar eficaces para abordar los auges del precio de la vivienda impulsados por un aumento de la demanda provocado por las entradas de efectivo del extranjero que evitan la intermediación interna del crédito. En tales casos, es necesario emplear otras herramientas. Por ejemplo, en la RAE

⁷Véanse, por ejemplo, en Zhang y Zoli (2014) datos sobre países asiáticos, así como en Claessens, Ghosh y Mihet (2014) y Lim *et al.* (2011).

Recuadro 1.1 (continuación)

Gráfico 1.1.4. Uso de herramientas macroprudenciales en la gestión de los auges de la vivienda

(Número de países que han adoptado la herramienta)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Economías que han repuntado = Australia, Austria, Brasil, Canadá, China, Colombia, Israel, Malasia, Nueva Zelandia, Noruega, RAE de Hong Kong, Singapur, Suecia y Suiza. Economías en recuperación = Bulgaria, Corea, Croacia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Hungría, India, Indonesia, Irlanda, Letonia, México, Países Bajos, Polonia, Reino Unido, República Eslovaca, Rusia y Tailandia.

de Hong Kong y Singapur se han aplicado impuestos de timbre para enfriar el alza de los precios de la vivienda. Los datos indican que esta medida ha conseguido reducir la demanda de vivienda proveniente de extranjeros, que estaban fuera de los perímetros reguladores de las relaciones préstamo/valor y servicio de la deuda/ingresos⁸. En otros casos, los elevados precios de la vivienda podrían ser el reflejo de estrangulamientos de la oferta, lo que debería abordarse a través de políticas estructurales, como medidas de planificación urbana.

⁸Puede que un aumento de los impuestos sobre las operaciones no sea la medida más adecuada en todos los casos. Es posible que los impuestos basados en el valor inmobiliario provoquen una menor distorsión. Además, es posible que los riesgos para la estabilidad financiera sean menores cuando las viviendas se compran en efectivo en vez de a crédito, lo que restaría necesidad a la adopción de medidas por parte de las autoridades. Véase en *Crowe et al. (2011)* un análisis de la eficacia de distintas políticas adoptadas para gestionar los auges inmobiliarios, incluidas las dificultades a la hora de calibrar muchas de las herramientas macroprudenciales (por ejemplo, debido a la evasión) y consideraciones de política económica.

Recuadro 1.2. Causas de las revisiones de los pronósticos de crecimiento del FMI desde 2011

Tras la marcada recuperación que tuvo lugar después de la crisis financiera mundial, el crecimiento mundial disminuyó todos los años entre 2010 y 2013, del 5,4% al 3,3%. En parte, la desaceleración obedeció a nuevos shocks, como la crisis de la zona del euro. Pero pese a que los pronósticos en el informe WEO también se revisaron a la baja, desde 2011 los resultados de crecimiento mundial han seguido arrojando sorpresas a la baja en relación con cada pronóstico sucesivo del informe WEO. En este contexto, en este recuadro se analizan los orígenes de los errores de los pronósticos de crecimiento de las proyecciones recientes del informe WEO, comenzando con el informe de octubre de 2010¹.

Errores de los pronósticos de crecimiento: ¿Dónde, cuándo y cuánto?

En promedio, los pronósticos a un año sobre crecimiento mundial para el período 2011–14 fueron demasiado optimistas, alrededor de 0,6 puntos porcentuales por encima de los resultados (cuadro 1.2.1)². Los errores medios de los pronósticos para las economías de mercados emergentes y en desarrollo (que representaron alrededor de un 80% del crecimiento mundial durante este período) fueron casi dos veces mayores que los de las economías avanzadas. En el cuadro también se muestra que la mayor parte del error de pronóstico corresponde a unas pocas economías. Concretamente, Brasil, China, India y Rusia (las economías del grupo BRIC), cuya participación en el PIB mundial ponderada por la paridad de poder adquisitivo es de alrededor de 28%, representa alrededor de la mitad del error global del pronóstico³.

Los autores de este recuadro son Rupa Duttagupta y Thomas Helbling, con el apoyo de Ángela Espíritu

¹Este análisis también actualiza el del informe WEO de octubre de 2013, en el que se documentaron los orígenes de las revisiones de los pronósticos del crecimiento regional hasta esa fecha.

²Estos errores miden la diferencia entre las estimaciones del crecimiento real en el año t presentadas en el informe WEO de octubre de 2014 (donde t varía entre 2011 y 2014) y la proyección de crecimiento para el año t en el informe WEO de octubre del año anterior. Para 2014 se utiliza la revisión de los pronósticos entre el informe WEO de octubre de 2014 y el de 2013 en lugar del error de pronóstico porque todavía no se conocen las cifras reales de 2014.

³Para hacer comparables los pronósticos de los distintos informes WEO que se analizan aquí, todos los agregados de crecimiento regional y mundial utilizan las paridades del poder adquisitivo recientemente revisadas del Programa de Comparación Internacional de 2011. Asimismo, todas las regiones y

Y cuatro economías de Oriente Medio que soportan tensiones representan otro 20% del error global del pronóstico. En el caso de las economías avanzadas, buena parte de la sobreestimación del crecimiento correspondió a 2011–12, debido a la crisis de la zona del euro (con importantes revisiones especialmente en el caso de las economías de la zona del euro que soportan tensiones), el terremoto en Japón ocurrido en 2011 y el menor crecimiento en algunas economías avanzadas de Asia salvo Japón (sobre todo en 2012). En el caso de estas economías avanzadas de Asia, el error probablemente está relacionado con el error de 1,4 puntos porcentuales en el pronóstico de crecimiento de China en 2012. En promedio, los errores de pronóstico correspondientes a Estados Unidos y el resto de las economías de mercados emergentes y en desarrollo fueron pequeños.

Errores de pronóstico de crecimiento: ¿Cuál componente del PIB?

La sobreestimación del crecimiento mundial en 2011–13 obedece principalmente a una sobreestimación de la inversión (gráfico 1.2.1). La contribución de los errores de pronóstico de otros componentes de la demanda, tales como exportaciones netas y consumo, varió según la región y el país; por ejemplo, las exportaciones netas fueron menores de lo pronosticado en África subsahariana y América Latina. Estos resultados no especifican el origen preciso de los déficits en el crecimiento de la inversión. No obstante, indican que factores internos incidieron en la disminución del crecimiento de la inversión por debajo de las previsiones, especialmente cuando los déficits de los resultados de inversión fueron mayores que los déficits en el crecimiento de las exportaciones. Esta implicación se condice con la de estudios recientes, según los cuales existen factores externos a los que se puede atribuir no la totalidad pero sí una gran parte de la reciente desaceleración de las economías de mercados emergentes y en desarrollo (véase el capítulo 4 del informe WEO de abril de 2014; Cubeddu *et al.*, 2014, y FMI, 2014b).

Las economías del análisis representan una composición de países constante, dividida en economías avanzadas o economías de mercados emergentes y en desarrollo según el informe WEO de octubre de 2014. Sin embargo, las cifras no están ajustadas en función de las revisiones de los datos históricos.

Recuadro 1.2 (continuación)

Cuadro 1.2.1. Contribución al error de pronóstico del crecimiento mundial¹
(Puntos porcentuales, salvo indicación en contrario)

	Promedio (porcentaje) 2011–13		Error de pronóstico del crecimiento						Contribución al error de pronóstico del crecimiento mundial	
			Proporción de la PPA en:		Promedio				Promedio	
	Mundo	Grupo	2011	2012	2013	2014	2011–13	2011–14	2011–13	2011–14
Mundo	100,0		-0,3	-0,9	-0,6	-0,4	-0,6	-0,6	-0,60	-0,55
Economías avanzadas	44,5	100,0	-0,5	-0,7	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,20	-0,17
De las cuales:										
Estados Unidos	16,6	37,4	-0,7	0,5	0,1	-0,4	0,0	-0,1	0,00	-0,02
Japón	4,7	10,5	-2,0	-0,8	0,3	-0,4	-0,8	-0,7	-0,04	-0,03
ZE en tensión	4,4	10,0	-0,9	-2,7	-0,6	0,1	-1,4	-1,0	-0,06	-0,05
ZE excl. ZE en tensión	8,3	18,7	0,8	-1,1	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,02	-0,02
Asia excl. Japón	3,0	6,8	-0,5	-2,6	-1,0	-0,2	-1,4	-1,1	-0,04	-0,03
Otras economías avanzadas	7,4	16,7	-0,4	-0,9	0,0	0,4	-0,4	-0,2	-0,03	-0,02
EMED	55,5	100,0	-0,1	-1,2	-0,9	-0,6	-0,7	-0,7	-0,40	-0,39
De las cuales:										
BRIC	28,2	50,8	-0,5	-1,6	-1,0	-0,3	-1,0	-0,9	-0,30	-0,24
Brasil	3,0	5,4	-1,4	-2,6	-1,5	-2,2	-1,8	-1,9	-0,05	-0,06
Rusia	3,5	6,2	0,0	-0,7	-2,5	-2,8	-1,1	-1,5	-0,04	-0,05
India ²	6,5	11,8	-0,9	-2,3	-1,0	0,7	-1,4	-0,9	-0,09	-0,06
China	15,2	27,4	-0,3	-1,4	-0,5	0,1	-0,7	-0,5	-0,11	-0,08
Oriente Medio en tensión	2,8	5,0	-2,7	-5,1	-4,8	-3,4	-4,2	-4,0	-0,11	-0,11
Otras EMED	24,6	44,2	0,7	-0,2	-0,4	-0,6	0,0	-0,1	0,01	-0,03

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Los errores de pronóstico son los datos reales menos los pronósticos del año especificado elaborados el año anterior. Asia excl. Japón = Corea, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong; BRIC = Brasil, Rusia, India, China; EA = economías avanzadas; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo; Oriente Medio en tensión = Egipto, Irán, Iraq, Libia; PPA = paridad de poder adquisitivo; ZE = zona del euro; ZE en tensión = España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal.

¹Revisiones del pronóstico de crecimiento en 2014.²Los datos de India de los informes WEO de octubre de 2013 y octubre de 2014 se transforman de base año fiscal a base año civil para que sean comparables con los informes anteriores, en los que los datos figuraban en base año civil. Dado que el año fiscal de India va del 1 de abril al 31 de marzo, se utiliza la siguiente variable indirecta: PIB del año civil (t) = $\frac{3}{4}$ x PIB del año fiscal (t) + $\frac{1}{4}$ x PIB del año fiscal ($t - 1$).**Errores de pronóstico de crecimiento en cada país y en los socios comerciales**

El gráfico 1.2.2 presenta más datos indicativos de la relación entre los errores de pronóstico de crecimiento interno y los del crecimiento de los socios comerciales. En 2011–13, los errores de pronóstico de crecimiento interno y de los países socios tuvieron, en general, correlaciones negativas y positivas, observándose que un error de pronóstico de 1 punto porcentual en el crecimiento de los socios está vinculado, en promedio, a un error de pronóstico de crecimiento interno de alrededor de 0,9 puntos porcentuales. Sin embargo,

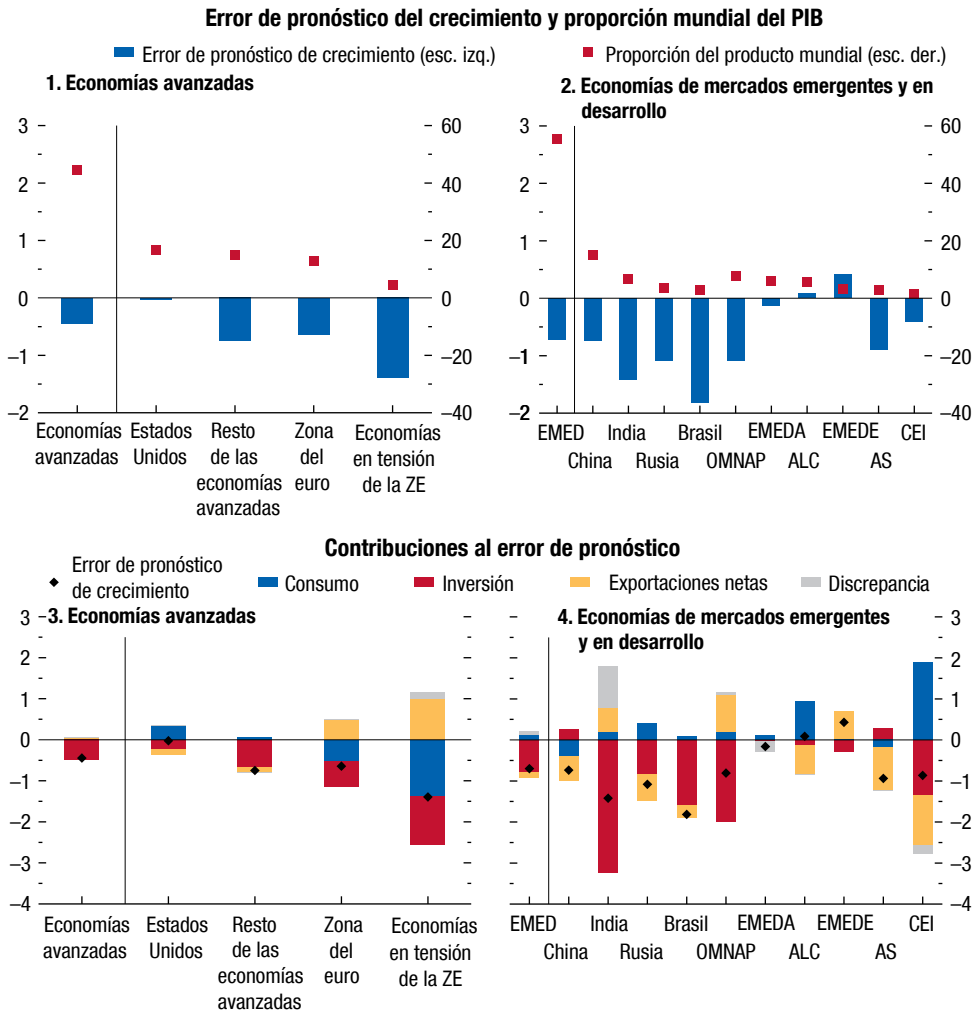
los errores de pronóstico de crecimiento de los socios comerciales explican solamente una pequeña fracción de la varianza de los errores de pronóstico de crecimiento interno.

¿Errores seriales de predicción?

¿Se sobreestimó sistemáticamente el crecimiento de los mismos países? El diagrama de dispersión del gráfico 1.2.3, basado en un panel de las 50 principales economías del período 2011–13, muestra una correlación positiva y estadísticamente significativa entre los errores de pronóstico del crecimiento en años

Recuadro 1.2 (continuación)

Gráfico 1.2.1. Errores de pronóstico del crecimiento por región, 2011–13
(Promedio anual de puntos porcentuales)

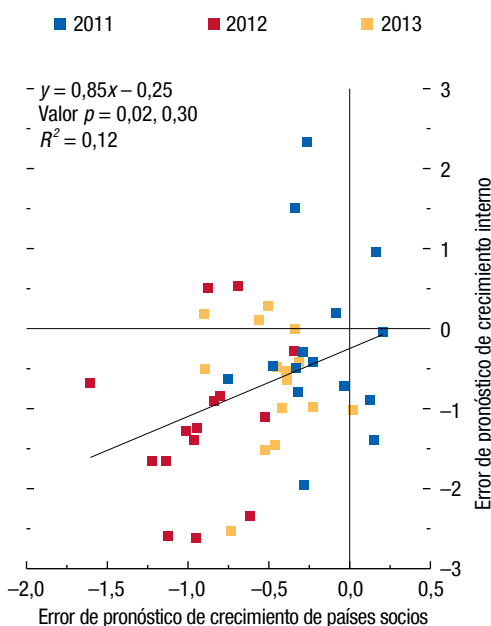


Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Los errores de pronóstico son los datos reales menos los pronósticos del año especificado elaborados el año anterior. ALC = América Latina y el Caribe, excluido Brasil; AS = África subsahariana; CEI = Comunidad de Estados Independientes, excluido Rusia; EMEDA = economías de mercados emergentes y en desarrollo de Asia, excluidos China e India; Economías en tensión de la ZE = España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal; EMEDE = economías de mercados emergentes y en desarrollo de Europa; EMED = economías de mercados emergentes y en desarrollo; OMNAP = Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán. Los errores de pronóstico de crecimiento del PIB de los paneles 1 y 2 incluyen todos los países con pronósticos de crecimiento del PIB real. Los datos de los paneles 3 y 4 incluyen solamente aquellos países con pronósticos de todos los componentes del PIB. Los datos de India de los informes WEO de octubre de 2013 y octubre de 2014 se transforman de base año fiscal a base año civil para que sean comparables con los informes anteriores, en los que los datos figuraban en base año civil. Dado que el año fiscal de India va del 1 de abril al 31 de marzo, se utiliza la siguiente aproximación: PIB (contribución al PIB) del año civil (t) = $\frac{3}{4} \times$ PIB (contribución al PIB) del año fiscal (t) + $\frac{1}{4} \times$ PIB (contribución al PIB) del año fiscal ($t-1$).

Recuadro 1.2 (continuación)

Gráfico 1.2.2. Error de pronóstico de crecimiento interno versus error de pronóstico de crecimiento de países socios
(Puntos porcentuales)

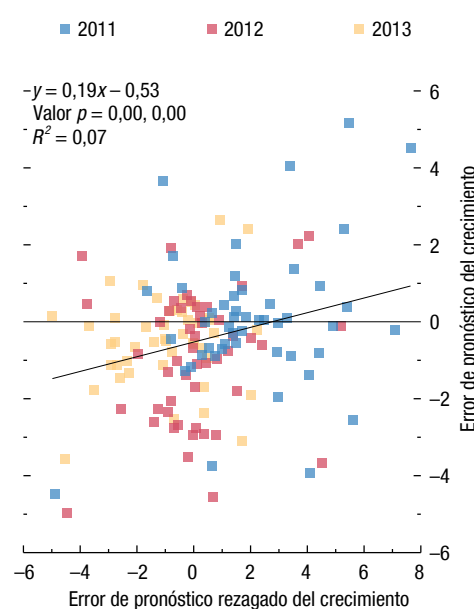


Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: Los errores de pronóstico son los datos reales menos los pronósticos del año especificado elaborados el año anterior. Entre las economías avanzadas, el gráfico muestra los datos de 1) la zona del euro; 2) Corea, provincia china de Taiwan y RAE de Hong Kong, 3) Japón; 4) Estados Unidos, y 5) el resto de las economías avanzadas. En el caso de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el gráfico muestra los datos de 1) Brasil; 2) China; 3) India; 4) Rusia; 5) la Comunidad de Estados Independientes, excluido Rusia; 6) las economías de mercados emergentes y en desarrollo de Asia, excluidos China e India; 7) las economías de mercados emergentes y en desarrollo de Europa; 8) América Latina y el Caribe, excluido Brasil; 9) Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán, y 10) África subsahariana. Véanse los detalles sobre los pronósticos de India en la nota del gráfico 1.2.1.

consecutivos. Pero la magnitud de esta correlación es relativamente pequeña⁴.

⁴Se observa también una pequeña correlación serial positiva en los errores de pronóstico del crecimiento del año siguiente en un panel de todas las economías para las que se elaboraron pronósticos en los informes WEO durante el período (sin embargo, el coeficiente no es estadísticamente significativo).

Gráfico 1.2.3. Error de pronóstico del crecimiento versus error de pronóstico rezagado del crecimiento
(Puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: Los errores de pronóstico son los datos reales menos los pronósticos del año especificado elaborados el año anterior. Los datos corresponden a las 50 principales economías en términos del promedio del PIB en función de la paridad del poder adquisitivo durante el período 2011–13, excluidas las economías cuyos errores absolutos de pronóstico superaron el 10%. Véanse los detalles sobre los pronósticos de India en la nota del gráfico 1.2.1.

Resumen

En síntesis, el análisis de este recuadro demuestra que buena parte de la sobreestimación del crecimiento mundial en el período 2011–14 puede atribuirse a un número relativamente pequeño de economías, que representan alrededor del 43% del PIB mundial en función de la paridad de poder adquisitivo. El grupo incluye los cuatro principales mercados emergentes (grupo BRIC), unas cuantas economías de Oriente Medio y la zona del euro que soportan tensiones, Japón y algunas economías avanzadas de Asia. La proporción de los errores de pronóstico correspondiente al resto de las economías avanzadas así como a otras

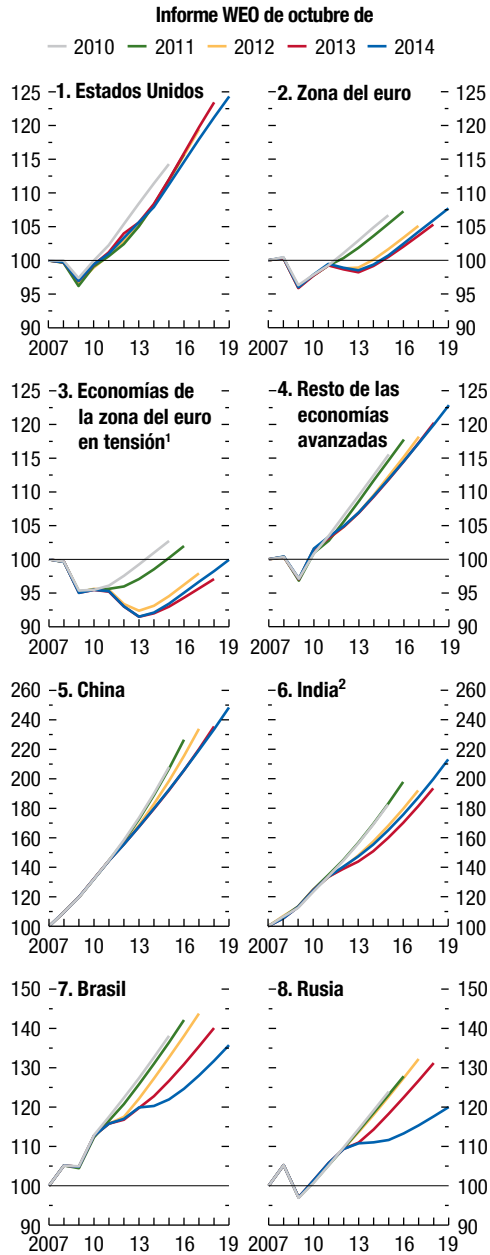
Recuadro 1.2 (continuación)

economías de mercados emergentes y en desarrollo con respecto al crecimiento mundial ha sido, en general, pequeña. Los errores de pronóstico del crecimiento de las economías avanzadas estaban concentrados en el período 2011–12 y han sido, en promedio, mucho menores que los correspondientes a las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Ha habido una tendencia general a una repetida sobreestimación del crecimiento, como lo refleja la correlación serial positiva de los errores de pronóstico. Pero la magnitud de la correlación serial parece ser, en general, relativamente pequeña.

¿Cómo deben interpretarse estos resultados? Una explicación razonable es que en algunas economías, especialmente las del grupo BRIC, ha tenido lugar una revisión gradual a la baja de las tasas de crecimiento tendencial que anteriormente fueron sobreestimadas debido al vigoroso crecimiento registrado en estos países antes e inmediatamente después de la crisis mundial. De hecho, el gráfico 1.2.4 muestra que en el caso del grupo BRIC, se han revisado los pronósticos del crecimiento a corto plazo y del crecimiento tendencial, como lo indica la creciente distancia que separa las trayectorias de la producción en el informe WEO de octubre de 2011 y los informes subsiguientes. En el caso de las economías de Oriente Medio que soportan tensiones y, en cierto grado, Rusia, las revisiones del crecimiento también representan nuevos shocks relacionados con tensiones geopolíticas. En el caso de las economías avanzadas, los pronósticos de crecimiento del período 2011–12 subestimaron la gravedad de la crisis en la zona del euro, especialmente en las economías de esa región que soportan tensiones. También resulta clara la incidencia de shocks exógenos, como las revisiones a la baja del crecimiento en Japón luego del terremoto de 2011.

El análisis también indica que si bien los déficits de crecimiento en el período estudiado han estado vinculados a sorpresas negativas en las expectativas de los países con respecto al crecimiento de sus socios comerciales, los factores internos han jugado un papel importante, y los errores de pronóstico en materia de inversión explican buena parte de los déficits de crecimiento en la mayoría de las economías.

Gráfico 1.2.4. Crecimiento y revisiones de los pronósticos de las principales economías
(PIB real; índice, 2007= 100)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

²Véanse los detalles sobre los pronósticos de India en la nota del gráfico 1.2.1.

Referencias

- Agencia Internacional de Energía (AIE), 2014, *Gas: Medium-Term Market Report 2014*, París.
- Arezki, Rabah, y Thiemo Fetzer, de próxima publicación, “The Trade Implications of the U.S. Shale Gas Boom”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Baron, Robert, Paul Bernstein, W. David Montgomery y Sugandha D. Tuladhar, 2014, “Updated Macroeconomic Impacts of LNG Exports from the United States”, NERA Economic Consulting, Washington.
- Celasun, Oya, Gabriel Di Bella, Tim Mahedy y Chris Papa-georgiou, 2014, “The U.S. Manufacturing Recovery: Uptick or Renaissance?”, IMF Working Paper 14/28 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Claessens, Stijn, Swati Ghosh y Roxana Mihet, 2014, “Macroprudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities”, IMF Working Paper 14/155 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Cohen, Gail, Frederick Joutz y Prakash Loungani, 2011, “Measuring Energy Security: Trends in the Diversification of Oil and Natural Gas Supplies”, *Energy Policy* 39 (9): 4860–69.
- Crowe, Christopher, Giovanni Dell’Ariccia, Deniz Igan y Pau Rabanal, 2011, “Policies for Macrofinancial Stability: Options to Deal with Real Estate Booms”, IMF Staff Discussion Note 11/02 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Cubeddu, Luis, Alex Culiuc, Ghada Fayad, Yuan Gao, Kalpana Kochhar, Annette Kyobe, Ceyda Oner, *et al.*, 2014, “Emerging Markets in Transition: Growth Prospects and Challenges”, IMF Staff Discussion Note 14/06 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Decressin, Jörg, y Douglas Laxton, 2009, “Gauging Risks for Deflation”, IMF Staff Position Note 09/01 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fernald, John, 2014, “Productivity and Potential Output before, during, and after the Great Recession”, NBER Working Paper 20248 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Fetzer, Thiemo, 2014, “Fracking Growth”, CEP Discussion Paper 1278, Centre for Economic Performance (Londres: London School of Economics and Political Science).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2013, “Key Aspects of Macroprudential Policy”, IMF Policy Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2014a, *2014 Pilot External Sector Report*, Washington.
- , 2014b, *2014 Spillover Report*, Washington.
- , 2014c, “United Arab Emirates: 2014 Article IV Consultation—Staff Report”, IMF Country Report 14/187, Washington.
- , 2014d, “United Kingdom: Selected Issues”, IMF Country Report 14/234, Washington.
- Gordon, Robert J, 2014, “The Demise of U.S. Economic Growth: Restatement, Rebuttal, and Reflections”, NBER Working Paper 19895 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Hall, Robert E, 2014, “Quantifying the Lasting Harm to the U.S. Economy from the Financial Crisis”, NBER Working Paper 20183 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Igan, Deniz, y Prakash Loungani, 2012, “Global Housing Cycles”, IMF Working Paper 12/217 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- IHS, 2013, “America’s New Energy Future: The Unconventional Oil and Gas Revolution and the US Economy—Volume 3: A Manufacturing Renaissance”, Englewood, Colorado.
- Kumar, Manmohan. 2003. *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*, IMF Occasional Paper 221 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lim, Cheng Hoon, Francesco Columba, Alejo Costa, Piyabha Kongsamut, Akira Otani, Mustafa Saiyid, Torsten Wezel y Xiaoyong Wu. 2011. “Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them?”, IMF Working Paper 11/238, (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Melick, William R, 2014, “The Energy Boom and Manufacturing in the United States”, International Finance Discussion Paper 1108, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, Washington.
- Oficina de Información Energética de Estados Unidos, 2014, *Annual Energy Outlook*. Washington.
- Schott, Peter K., 2008, “The Relative Sophistication of Chinese Exports”, *Economic Policy* 23 (53): 5–49.
- Zhang, Longmei, y Edda Zoli, 2014, “Leaning against the Wind: Macroprudential Policy in Asia”, IMF Working Paper 14/22 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Tras la desaceleración en el primer semestre de 2014, las proyecciones indican que el crecimiento mundial se afianzará y llegará al 3,5% en el segundo semestre de 2014 y a 3,8% en 2015. Sin embargo, el nivel de crecimiento es desparejo y sigue siendo débil en líneas generales, además de ser vulnerable a muchos riesgos a la baja. El crecimiento mundial disminuiría como resultado de perturbaciones en la producción o un aumento pronunciado en los precios mundiales del petróleo (debido a las tensiones de carácter geopolítico), así como también en caso de un deterioro inesperado de las condiciones financieras debido a las tasas de interés a largo plazo más altas de lo previsto en Estados Unidos o a una mayor aversión al riesgo. En el mediano plazo, si continúa la debilidad de la demanda en las economías avanzadas, el crecimiento podría ser menor en todas las economías, en parte debido a los efectos negativos del lado de la oferta.

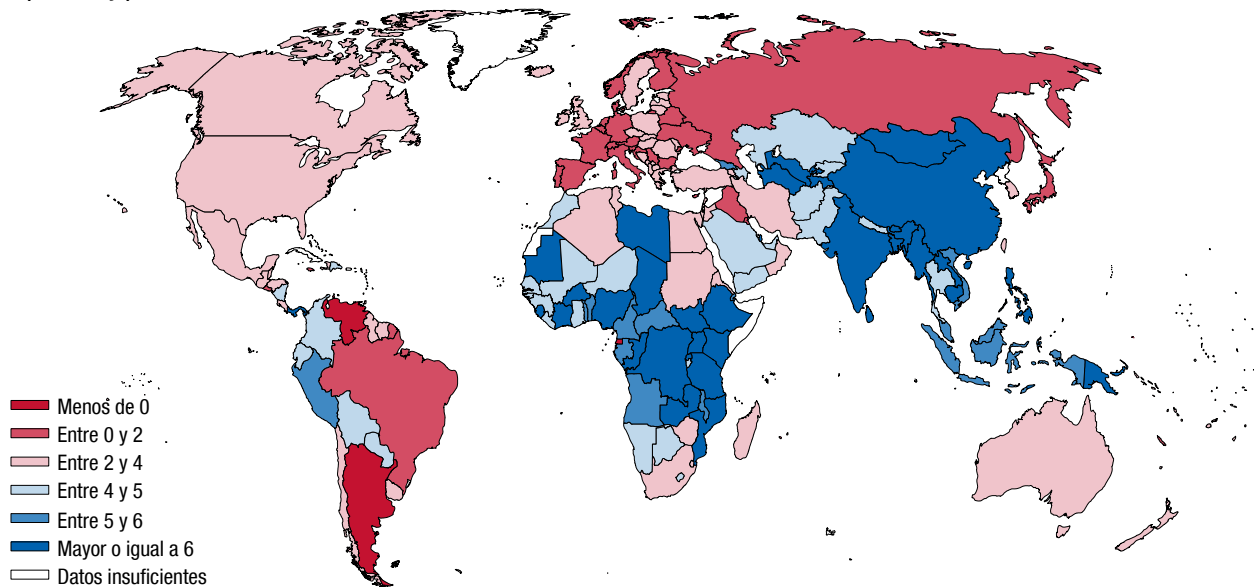
El crecimiento mundial experimentó una desaceleración mayor a la anticipada y pasó de una tasa anualizada de 3,9% en el segundo semestre de 2013 a 2,7% en el segundo semestre de 2014. Si bien la sorpresa a la baja se debió principalmente a factores transitorios (en especial en el caso de la economía de Estados Unidos), también se debió a una recuperación más débil en la zona del euro —a medida que la región superaba los legados de la crisis— y en Japón, donde los efectos negativos que tuvo el aumento del impuesto al consumo sobre la demanda fueron mayores de lo previsto. En cuanto a las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el crecimiento repuntó en China en el segundo trimestre en respuesta a las medidas adoptadas para impulsar el nivel de actividad después de un resultado más bajo de lo esperado en el primer trimestre. No obstante, la demanda interna se mantuvo débil en algunas economías importantes, en particular en América Latina. Las tensiones geopolíticas relacionadas con la situación entre Rusia y Ucrania y en Oriente Medio desalentaron la actividad en estas regiones, pero hasta el momento los efectos de contagio han sido limitados.

En este contexto, se prevé que las economías avanzadas continúen experimentando una recuperación lenta, con un aumento del crecimiento a 1,8% este año y a 2,3% en 2015 (gráfico 2.1, panel 1). El crecimiento en las economías de mercados emergentes y en desarrollo disminuirá a 4,4% en 2014, para luego repuntar a 5,0% en 2015. La previsión es menor a lo proyectado en la edición de abril de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés), debido a las sorpresas negativas del crecimiento en el primer semestre del año, al ritmo más moderado del crecimiento de la demanda interna en algunos mercados emergentes y a los mayores efectos adversos causados por las tensiones geopolíticas. Pese a la recuperación, en general el crecimiento es débil y las perspectivas de crecimiento a mediano plazo han sido corregidas a la baja en el caso de muchas economías en las últimas ediciones del informe WEO (véase el gráfico 1.15).

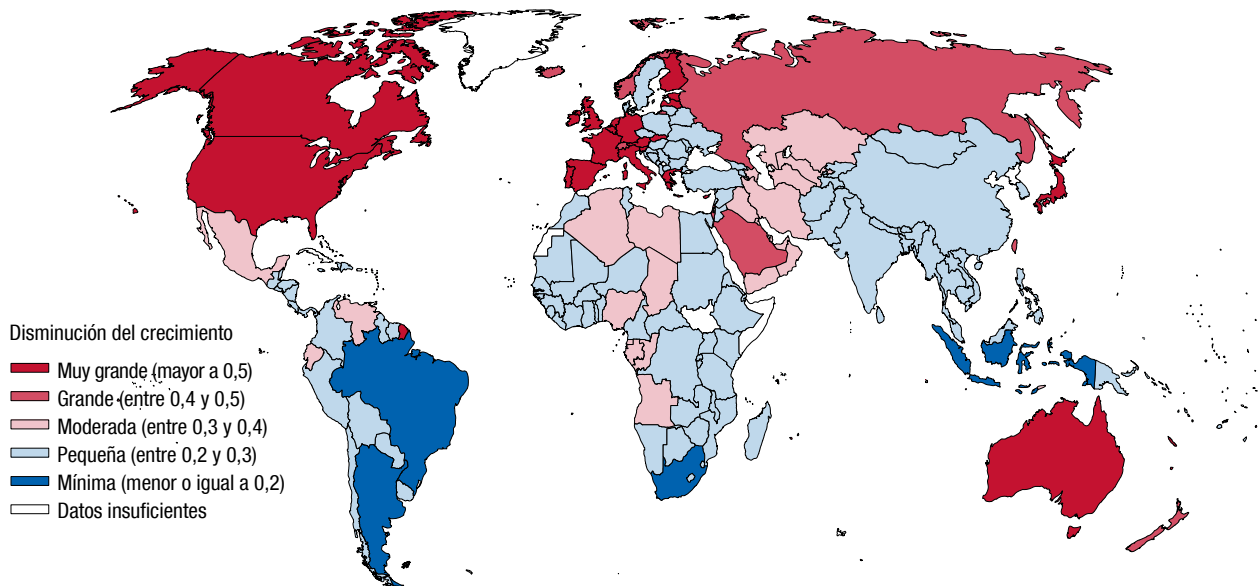
Los riesgos a la baja a los que se ven expuestas las proyecciones no han perdido vigencia. Tal como se explica con más detalle en el capítulo 1, la escalada de las tensiones geopolíticas es un riesgo inmediato, dado que podría causar un aumento pronunciado en los precios del petróleo. La sección especial sobre los efectos de contagio del presente capítulo determina que las consecuencias de un aumento de las tasas de interés a largo plazo en Estados Unidos dependen de los factores que lo impulsen —por ejemplo, un aumento del crecimiento de Estados Unidos por oposición a un endurecimiento de su política monetaria causado por un nivel de inflación más alto de lo esperado— así como de las características y las condiciones económicas de los países afectados. Y una recuperación floja y persistente en las economías avanzadas llevaría a un crecimiento más lento a mediano plazo en todas las economías mediante los efectos de contagio causados por la debilidad del comercio internacional y de la productividad (gráfico 2.1, panel 2). Por consiguiente, para lograr un crecimiento más robusto, muchos países deben adoptar políticas económicas a fin de llevar el crecimiento efectivo a su nivel potencial y medidas para aumentar el crecimiento potencial en sí.

Gráfico 2.1. Proyecciones de crecimiento del PIB en 2015 y los efectos de un escenario a la baja plausible

**1. Proyecciones de crecimiento del PIB en 2015¹
(Porcentaje)**



**2. Efectos del estancamiento secular en las economías avanzadas
(diferencia de punto porcentual respecto del crecimiento de referencia a mediano plazo)²**



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Se excluye a Siria debido a su situación política incierta. Las cifras de Argentina son los datos oficiales declarados, revisados en mayo de 2014. El 1 de febrero de 2013 el FMI emitió una declaración de censura, y en diciembre de 2013 instó a Argentina a adoptar medidas especificadas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PBI dentro de un calendario especificado. El 6 de junio de 2014, el Directorio Ejecutivo reconoció la implementación de las medidas especificadas que había solicitado para fines de marzo de 2014 y los pasos iniciales que habían tomado las autoridades argentinas para remediar las deficiencias en el suministro de datos. El Directorio Ejecutivo volverá a examinar esta cuestión según el calendario especificado en diciembre de 2013 y conforme a los procedimientos establecidos en el marco jurídico del FMI. El dólar de Zimbabwe dejó de circular a comienzos de 2009. Los datos se basan en las estimaciones de la evolución de los precios y el tipo de cambio del dólar de EE.UU. preparadas por el personal técnico del FMI. Las estimaciones del dólar de EE.UU. del personal técnico del FMI pueden diferir de las estimaciones preparadas por las autoridades. El PIB real se calcula a precios constantes de 2009.

²Las simulaciones se realizan empleando el Sistema Flexible de Modelos Mundiales del FMI, con 29 países y ocho regiones (otras economías de la Unión Europea, otras economías avanzadas, economías emergentes de Asia, economías asiáticas recientemente industrializadas, América Latina, Oriente Medio y Norte de África, África subsahariana, grupo de países exportadores de petróleo). Los países no incluidos en el modelo se asignan a las regiones según la clasificación del informe WEO de exportadores de combustible, seguidos por las clasificaciones por región geográfica. El crecimiento a mediano plazo se calcula usando como valor representativo el crecimiento en 2017, que es el año en que la mayoría de las economías avanzadas siente el efecto con más fuerza.

Estados Unidos y Canadá: La recuperación continúa después de un retroceso transitorio

El crecimiento se ha afianzado en Estados Unidos y Canadá después de desacelerarse en el primer trimestre de 2014. Sin embargo, muchos riesgos a la baja, tanto de origen interno como externo, siguen siendo relevantes. En Estados Unidos, la normalización de la política monetaria debe ser gradual para apuntalar la recuperación y evitar repercusiones negativas en el país y el mundo. Es necesario fortalecer el crecimiento a mediano plazo mejorando la infraestructura y el capital humano. En Canadá, se espera que la mayor solidez en las exportaciones y la inversión empresarial se traduzcan en un crecimiento más equilibrado, pero es necesario seguir atentamente los riesgos del mercado de viviendas.

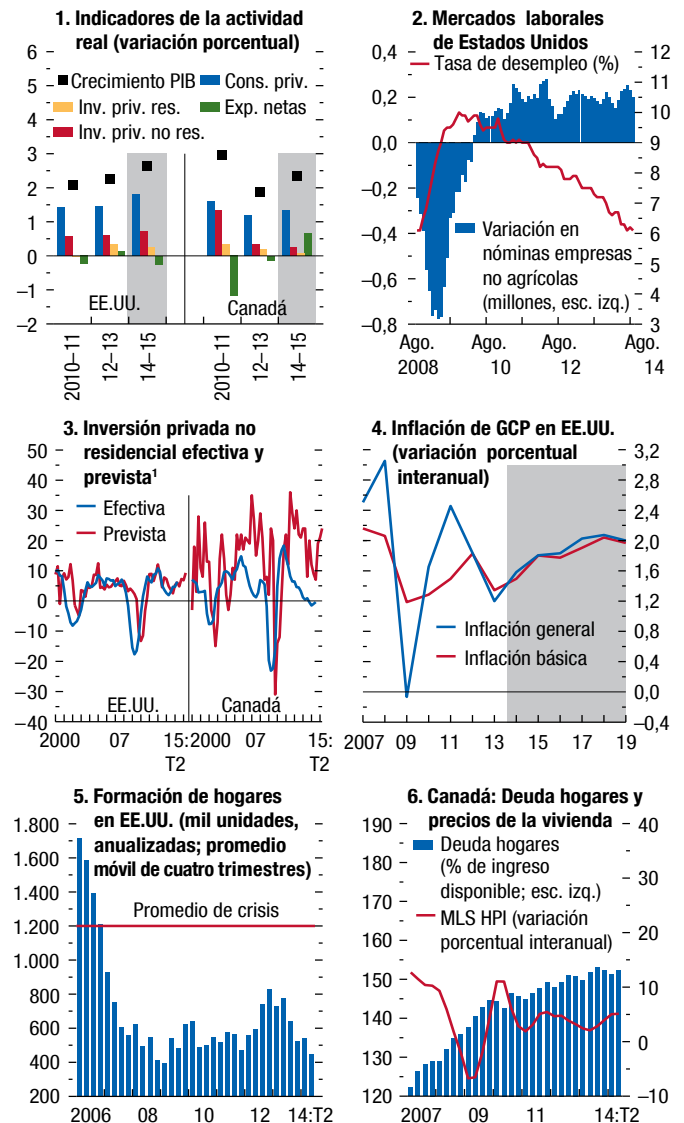
Tras un retroceso transitorio en el primer trimestre de 2014, la economía de Estados Unidos se ha recuperado. Ya se han desvanecido las limitaciones temporales, como ser el invierno inusualmente crudo y la marcada corrección de la acumulación previa de existencias. El nivel de crecimiento llegó a 4,2% anualizado en el segundo trimestre¹. La mejora de la actividad del mercado de viviendas, una mayor inversión en el sector no residencial y un aumento sin pausa en la nómina indican que la recuperación está adquiriendo un carácter más sostenible (gráfico 2.2). En agosto, las tasas de desempleo y de participación laboral se ubicaron en 6,1% y 62,8%, respectivamente.

Pese a la recuperación, las presiones de precios permanecen contenidas, con una inflación de 1,7% en agosto según el índice de precios al consumidor y de 1,5% en agosto según el gasto de consumo personal (la medida de inflación preferida por la Reserva Federal para determinar la inflación subyacente). Los aumentos de precios se deben al mayor costo de la energía y los alimentos, si bien el aumento de gastos de la vivienda (es decir, alquileres y gastos equivalentes a alquileres para los propietarios de las viviendas) y la disminución de la compresión de los costos de atención de la salud, relacionada con el secuestro del gasto, también han sido factores que han afectado a las condiciones de precios. Los salarios reales no han presentado movimientos, dado que aún existe una capacidad ociosa sustancial en el mercado laboral.

¹El crecimiento en el segundo trimestre fue corregido a 4,6% después de que la base de datos del informe WEO cerró el 19 de septiembre de 2014.

Gráfico 2.2. Estados Unidos y Canadá: La recuperación continúa tras un retroceso transitorio

La recuperación se está afianzando en Estados Unidos, después de una breve desaceleración en el primer trimestre de 2014, a medida que continúan las mejoras de los mercados laborales y repunta la inversión privada. No obstante, las presiones de salarios y precios se mantienen moderadas. El crecimiento en Canadá también experimentó una desaceleración en el primer trimestre, pero desde entonces se ha recuperado con fuerza, con exportaciones que se benefician de la recuperación en Estados Unidos y de una moneda más débil, en tanto que los riesgos en el mercado de la vivienda requieren una atención continua.



Fuentes: Asociación de Bienes Raíces de Canadá; Banco Central de Canadá; Duke/CFO Magazine Global Business Outlook Survey; Haver Analytics; Statistics Canada; Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos; Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Cons. = consumo; GCP = gasto de consumo personal; inv. = inversión; MLS HPI = Índice de precios de la vivienda de Multiple Listing Service; no res. = no residencial; priv. = privada; res. = residencial.

¹Variación porcentual interanual. Duke/CFO Magazine Global Business Outlook Survey y Global Business Outlook Survey del Banco Central de Canadá son las fuentes de datos del gasto de inversión esperado (12 meses de antelación) en Estados Unidos y Canadá, respectivamente. En el caso de Canadá, la inversión prevista indica el equilibrio de opiniones medido como el porcentaje de empresas que esperan mayor inversión en maquinaria y equipos menos el porcentaje que anticipa una menor inversión.

Con un nivel en torno a 3%, se prevé que el crecimiento se mantenga por encima del potencial en lo que resta del año y entrando en 2015. Esta fortaleza está respaldada por la mejora del mercado laboral, el fortalecimiento de los balances de los hogares, condiciones financieras favorables, un mercado de viviendas más robusto a medida que la formación de hogares retorna gradualmente a niveles más cercanos a los factores demográficos, una mayor inversión no residencial a medida que las empresas finalmente modernizan un capital físico en vías de obsolescencia y un menor lastre fiscal.

Sin embargo, las perspectivas a mediano plazo, en general, son moderadas. En el marco de las políticas actuales las proyecciones muestran un crecimiento potencial de solo 2%, aproximadamente, reducido debido al envejecimiento poblacional y a un menor crecimiento de la productividad comparado con décadas anteriores.

Los riesgos para las perspectivas están, en general, equilibrados. Por el lado negativo, un aumento inesperado del nivel de inflación debido a una capacidad económica ociosa menor de la esperada podría incrementar las tasas de interés de modo más pronunciado o más rápido de lo previsto. O podría ocurrir una corrección desordenada de la reciente compresión de la volatilidad y las primas por plazo en los mercados financieros. A principios de 2015 podrían resurgir la incertidumbre en torno a la política fiscal y las apuestas políticas pensadas para llevar la situación al límite. Los riesgos externos incluyen una desaceleración más pronunciada en los mercados emergentes (inclusive en China) y precios marcadamente más altos para el petróleo dadas las tensiones geopolíticas. Por el lado positivo, la mejora incipiente de la inversión privada podría continuar, impulsando la confianza sobre las perspectivas económicas y aumentando el crecimiento. Las mejoras adicionales de la disponibilidad de créditos hipotecarios para prestatarios con una calificación relativamente más baja podrían estimular una recuperación más rápida en el mercado de viviendas.

Las políticas deben apuntar a mantener la recuperación encauzada y alcanzar un mayor crecimiento a largo plazo. La política monetaria debe gestionar la salida de una situación de tasas de política monetaria de nivel cero para que la economía converja sin contratiempos hacia una situación de pleno empleo con precios estables, a la vez que se limitan los riesgos

a la estabilidad financiera que, de concretarse, podrían tener repercusiones negativas en el mundo. Las inquietudes respecto de la estabilidad financiera propias de un período prolongado de tasas de interés sumamente bajas deben abordarse con una intensificación de la supervisión, normas prudenciales más fuertes y el fortalecimiento del marco macroprudencial.

Es prioritario llegar a un acuerdo sobre un plan creíble de consolidación fiscal a mediano plazo, con pasos para disminuir el aumento de gastos de atención de la salud, reformar la seguridad social y aumentar el ingreso. Identificar medidas específicas en pos del ahorro fiscal en años futuros ayudaría a flexibilizar la dotación presupuestaria a corto plazo y permitiría un mayor financiamiento para esfuerzos destinados a incrementar la participación de la fuerza laboral, fomentar la innovación, fortalecer la productividad y abordar la pobreza y el desempleo a largo plazo. También se deben considerar medidas del lado de la oferta para aumentar el crecimiento potencial mediante un aumento de las inversiones en infraestructura, mejores resultados educativos, reformas de la estructura tributaria y el desarrollo de una fuerza laboral calificada, inclusive a través de la reforma de la política migratoria.

El crecimiento de Canadá experimentó una desaceleración en el primer trimestre de 2014, pero posteriormente se recuperó. Se prevé que la economía crezca a 2,3% y 2,4% en 2014 y 2015, respectivamente (cuadro 2.1, gráfico 2.1). Las exportaciones deberían beneficiarse de la recuperación en Estados Unidos y de una moneda más débil, lo que a su vez estimularía la inversión. Sin embargo, una debilidad más prolongada de la demanda externa podría obstaculizar el ímpetu de las exportaciones y la inversión, en tanto que la elevada deuda de los hogares y un mercado de viviendas aún sobrevalorado continúan siendo importantes vulnerabilidades internas.

La capacidad ociosa de la economía, las expectativas de inflación bien ancladas y los riesgos a la baja para las perspectivas implican que la actual política monetaria acomodaticia sigue siendo apropiada. Si bien la consolidación fiscal solo ejerce un lastre modesto en el crecimiento a corto plazo, debe avanzar a nivel provincial, donde el margen fiscal es limitado. Es necesario seguir vigilando las vulnerabilidades internas asociadas con el mercado de viviendas y el sector de los hogares, que pueden requerir medidas macroprudenciales adicionales.

Cuadro 2.1. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías avanzadas
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Economías avanzadas	1,4	1,8	2,3	1,4	1,6	1,8	0,4	0,3	0,2	7,9	7,3	7,1
Estados Unidos	2,2	2,2	3,1	1,5	2,0	2,1	-2,4	-2,5	-2,6	7,4	6,3	5,9
Zona del euro ^{4,5}	-0,4	0,8	1,3	1,3	0,5	0,9	2,4	2,0	1,9	11,9	11,6	11,2
Japón	1,5	0,9	0,8	0,4	2,7	2,0	0,7	1,0	1,1	4,0	3,7	3,8
Reino Unido ⁴	1,7	3,2	2,7	2,6	1,6	1,8	-4,5	-4,2	-3,8	7,6	6,3	5,8
Canadá	2,0	2,3	2,4	1,0	1,9	2,0	-3,2	-2,7	-2,5	7,1	7,0	6,9
Otras economías avanzadas ⁶	2,3	2,9	3,1	1,5	1,6	2,2	5,5	5,1	4,8	4,5	4,5	4,4

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

¹La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en el cuadro A6 del apéndice estadístico.

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Basado en el índice armonizado de precios al consumidor de Eurostat.

⁵Saldo en cuenta corriente con corrección de discrepancias en las declaraciones sobre transacciones dentro de la zona del euro.

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

Europa

Economías avanzadas de Europa: En distintas etapas de la recuperación

En las economías avanzadas de Europa se observa una recuperación a distintas velocidades. El crecimiento aún es débil en la zona del euro, puesto que persisten riesgos de que se registre un escaso crecimiento con baja inflación durante un período más prolongado. En otras regiones de Europa, en algunas economías avanzadas están surgiendo riesgos que afectan al mercado inmobiliario. En la zona del euro, se asigna prioridad a fortalecer la recuperación económica, incrementar la inflación y elevar el crecimiento a mediano plazo mediante una combinación de una política monetaria laxa, el fortalecimiento de los balances de los bancos y de las empresas, la adopción de medidas para completar la unión bancaria y la implementación de reformas estructurales. Las economías avanzadas de Europa que se encuentran fuera de la zona del euro deberían mitigar las vulnerabilidades en el sector financiero derivadas del mercado inmobiliario.

Las economías avanzadas de Europa han comenzado a recuperarse, pero la recuperación aún es gradual y vacilante en la zona del euro. En esta zona se produjo un estancamiento en el segundo trimestre de 2014, observándose una sorprendente tendencia a la baja de las inversiones en varias economías grandes. Los mercados financieros conservaron su resiliencia, con diferenciales que se encuentran en los mínimos históricos registrados antes de la crisis y costos del financiamiento bancario

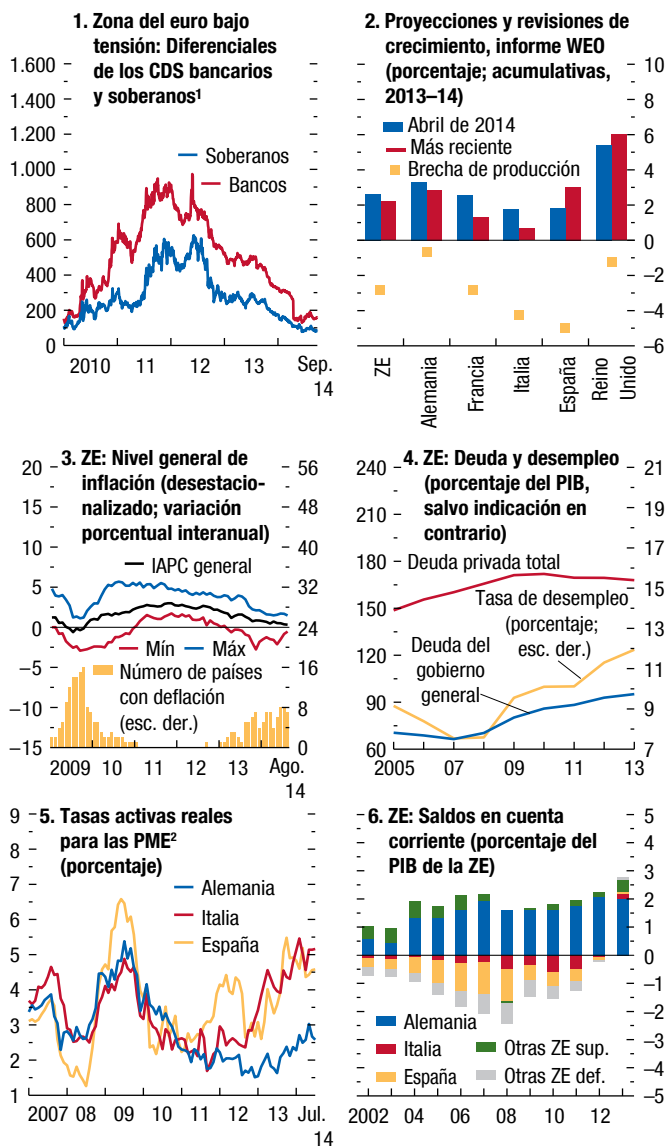
más reducidos. Sin embargo, las secuelas de la crisis — demanda insuficiente, elevados niveles de deuda y desempleo — continúan planteando desafíos para alcanzar un crecimiento sólido y sostenido:

- El producto y la inversión continúan muy por debajo de los niveles anteriores a la crisis. El crecimiento es débil y dispar en los diferentes países.
- La baja inflación —que está muy por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE) sobre la estabilidad de precios— es un fenómeno omnipresente, que refleja la existencia de una capacidad ociosa persistente. Las expectativas de inflación se han visto reducidas.
- Los balances siguen viéndose afectados debido, en parte, a los elevados niveles de deuda y el desempleo. La fragmentación financiera persiste, y las empresas de las economías sometidas a presiones enfrentan restricciones al endeudamiento. La evaluación integral realizada por el BCE está forzando a los bancos a fortalecer sus balances, pero estas medidas aún están en curso de ejecución.
- A pesar de los avances logrados en el ámbito de las reformas, persisten obstáculos profundamente arraigados en lo atinente a la productividad y la competitividad. Por otra parte, el ajuste de los precios relativos y de los desequilibrios externos ha sido asimétrico, observándose persistentes superávits en cuenta corriente en los países acreedores.

Las perspectivas son de una recuperación moderada y de baja inflación. Se prevé que el crecimiento alcance, si las condiciones crediticias siguen mejorando

Gráfico 2.3. Economías avanzadas de Europa: En distintas etapas de la recuperación

Los mercados financieros, en general, siguen siendo resilientes a medida que una frágil recuperación económica se abre camino en la zona del euro. Sin embargo, la inflación permanece baja, lo que refleja grandes brechas del producto en la mayoría de los países de la zona del euro. Las tasas de desempleo persistentemente elevadas, los altos niveles de deuda y la permanente fragmentación financiera continúan siendo factores adversos para el crecimiento. Los saldos en cuenta corriente han mejorado, pero se observan constantes superávits en los países acreedores.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Banco Central Europeo (BCE); Eurostat; Haver Analytics, FMI, base de datos del informe WEO, y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: Zona del euro (ZE) = Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Portugal, República Eslovaca. CDS = swaps de incumplimiento crediticio; IAPC = índice armonizado de precios al consumidor; PME = pequeña y mediana empresa; Otras ZE def. = otras economías deficitarias de la zona del euro; Otras ZE sup. = otras economías superavitarias de la zona del euro.

¹Los diferenciales de los CDS bancarios y soberanos a cinco años están expresados en puntos básicos y ponderados según los activos totales y la deuda bruta del gobierno general, respectivamente. Los datos abarcan hasta el 22 de septiembre de 2014. Se incluyen todos los países de la zona del euro bajo tensión, excepto Grecia.

²Instituciones monetarias y financieras que ofrecen a las empresas préstamos a 1-5 años por una cantidad menor a €1 millón.

y la demanda externa se mantiene firme, un promedio de alrededor del 0,8% en 2014 y del 1,3% en 2015. El pronóstico es más débil para ambos años en comparación con la edición de abril de 2014 del informe WEO (gráfico 2.3). A mediano plazo, se prevé que el crecimiento oscilará en torno al 1½%. Dadas estas débiles previsiones, las perspectivas son dispares en los países de la región: el crecimiento será más fuerte en Alemania y España, y más débil en Francia e Italia. El nivel medio de la inflación será del 0,5% en 2014 y en el futuro próximo se prevé que permanezca muy por debajo del objetivo del BCE sobre la estabilidad de precios a mediano plazo debido a la persistente capacidad ociosa en dicho período.

El crecimiento es más sólido en otras economías avanzadas de Europa (cuadro 2.2), si bien se registran ciertas inquietudes:

- Se prevé que la economía del Reino Unido continúe creciendo vigorosamente. La demanda se encuentra más equilibrada, y la inversión empresarial es más sólida. Sin embargo, a pesar de que se registra un rápido crecimiento del empleo, persiste algún grado de capacidad ociosa en el mercado de trabajo, y el crecimiento de la productividad laboral ha sido bajo. La inflación se mantiene por debajo de la meta del 2%. No obstante, los precios de la vivienda se han incrementado en un 10% en todo el país —en Londres, más del doble de eso— y la deuda de los hogares, que se ubica en un 140% del ingreso disponible bruto, sigue siendo elevada.
- Se prevé que en Suecia se registre un aumento del crecimiento, impulsado por una fuerte demanda de los hogares y una sólida tasa de inversión. La inflación es baja, en parte debido a un aumento de la productividad del sector de servicios. Pero la mayor tasa de desempleo que se registra entre los grupos vulnerables es motivo de preocupación, sobre todo entre aquellos que se sitúan en la categoría menos favorecida de la pirámide salarial.
- Se prevé que aumente el crecimiento en Suiza, aunque a un ritmo más lento, lo que da cuenta de la reciente moderación del consumo y de la inversión en el sector de la construcción. Se prevé que la inflación se mantenga cerca de cero. Entre los desafíos a mediano plazo cabe mencionar el envejecimiento de la población.

Respecto de la zona del euro, los riesgos que afectan a las proyecciones del crecimiento se inclinan a la baja. Más concretamente, el riesgo de que se registre un crecimiento lento durante un período prolongado

Cuadro 2.2. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Europa
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Europa	0,5	1,5	1,9	2,0	1,3	1,6	2,0	1,7	1,7	...	...	...
Economías avanzadas	0,1	1,3	1,6	1,5	0,7	1,1	2,6	2,2	2,2	10,7	10,2	9,8
Zona del euro ^{4,5}	-0,4	0,8	1,3	1,3	0,5	0,9	2,4	2,0	1,9	11,9	11,6	11,2
Alemania	0,5	1,4	1,5	1,6	0,9	1,2	7,0	6,2	5,8	5,3	5,3	5,3
Francia	0,3	0,4	1,0	1,0	0,7	0,9	-1,3	-1,4	-1,0	10,3	10,0	10,0
Italia	-1,9	-0,2	0,8	1,3	0,1	0,5	1,0	1,2	1,2	12,2	12,6	12,0
España	-1,2	1,3	1,7	1,5	0,0	0,6	0,8	0,1	0,4	26,1	24,6	23,5
Países Bajos	-0,7	0,6	1,4	2,6	0,5	0,7	10,2	9,9	9,6	6,7	7,3	6,9
Bélgica	0,2	1,0	1,4	1,2	0,7	1,0	-1,9	-1,3	-1,0	8,4	8,5	8,4
Austria	0,3	1,0	1,9	2,1	1,7	1,7	2,7	3,0	3,2	4,9	5,0	4,9
Grecia	-3,9	0,6	2,9	-0,9	-0,8	0,3	0,7	0,7	0,1	27,3	25,8	23,8
Portugal	-1,4	1,0	1,5	0,4	0,0	1,1	0,5	0,6	0,8	16,2	14,2	13,5
Finlandia	-1,2	-0,2	0,9	2,2	1,2	1,5	-0,9	-0,6	-0,5	8,2	8,5	8,3
Irlanda	0,2	3,6	3,0	0,5	0,6	0,9	4,4	3,3	2,4	13,0	11,2	10,5
República Eslovaca	0,9	2,4	2,7	1,5	0,1	1,3	2,1	1,9	2,2	14,2	13,9	13,2
Eslovenia	-1,0	1,4	1,4	1,8	0,5	1,0	6,8	5,9	5,8	10,1	9,9	9,5
Luxemburgo	2,1	2,7	1,9	1,7	1,1	2,1	5,2	5,1	4,0	6,9	7,1	6,9
Letonia	4,1	2,7	3,2	0,0	0,7	1,6	-0,8	-0,1	-1,5	11,9	10,3	9,7
Estonia	1,6	1,2	2,5	3,2	0,8	1,4	-1,4	-2,2	-2,4	8,6	7,0	7,0
Chipre ⁶	-5,4	-3,2	0,4	0,4	0,0	0,7	-1,9	-1,1	-0,8	15,9	16,6	16,1
Malta	2,9	2,2	2,2	1,0	1,0	1,2	0,9	0,3	0,3	6,4	6,0	6,1
Reino Unido ⁵	1,7	3,2	2,7	2,6	1,6	1,8	-4,5	-4,2	-3,8	7,6	6,3	5,8
Suecia	1,9	1,3	1,6	-0,2	0,1	0,2	16,0	13,0	12,5	3,2	3,4	3,3
Suiza	1,6	2,1	2,7	0,0	0,1	1,4	6,2	5,7	6,1	8,0	8,0	7,8
República Checa	0,6	1,8	1,9	2,1	2,0	2,0	11,2	10,6	10,2	3,5	3,7	3,8
Noruega	-0,9	2,5	2,5	1,4	0,6	1,9	-1,4	-0,2	-0,3	7,0	6,4	6,0
Dinamarca	0,4	1,5	1,8	0,8	0,6	1,6	7,3	7,1	7,0	7,0	6,9	6,6
Islandia	3,3	2,9	3,0	3,9	2,5	3,3	3,9	2,1	2,3	4,4	4,0	3,5
San Marino	-3,2	0,0	2,2	1,3	1,0	1,2	...	...	...	8,0	8,2	7,8
Economías emergentes y en desarrollo⁶	2,8	2,7	2,9	4,2	4,0	3,8	-3,9	-3,2	-3,5	...	...	...
Turquía	4,0	3,0	3,0	7,5	9,0	7,0	-7,9	-5,8	-6,0	9,0	9,5	9,9
Polonia	1,6	3,2	3,3	0,9	0,1	0,8	-1,4	-1,5	-2,1	10,3	9,5	9,5
Rumania	3,5	2,4	2,5	4,0	1,5	2,9	-1,1	-1,2	-1,8	7,3	7,2	7,1
Hungría	1,1	2,8	2,3	1,7	0,3	2,3	3,0	2,5	2,0	10,3	8,2	7,8
Bulgaria ⁵	0,9	1,4	2,0	0,4	-1,2	0,7	1,9	-0,2	-2,3	13,0	12,5	11,9
Serbia	2,5	-0,5	1,0	7,7	2,3	3,4	-6,5	-6,1	-5,1	21,0	21,6	21,8
Croacia	-0,9	-0,8	0,5	2,2	-0,3	0,2	0,9	2,2	2,2	16,6	16,8	17,1
Lituania ⁵	3,3	3,0	3,3	1,2	0,3	1,3	1,5	0,9	0,1	11,8	11,0	10,7

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

¹La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en los cuadros A6 y A7 del apéndice estadístico.

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

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

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

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

con una inflación persistentemente baja, es alto. Así, en caso de que tales riesgos se materializaran, ello tendría repercusiones en toda Europa. Asimismo, existen riesgos relacionados con la fatiga ante la reforma y con las necesidades de una recapitalización mayor a la prevista de los bancos. En otras regiones

de Europa, incluido el Reino Unido, los riesgos se encuentran más equilibrados. Sin embargo, el Reino Unido, Suecia y Suiza deben hacer frente a los riesgos que afectan a la estabilidad financiera derivados de los mercados inmobiliario e hipotecario. Una evolución externa negativa —como podría ser un crecimiento

más reducido de los socios comerciales, un deterioro repentino de las condiciones financieras a nivel mundial, perturbaciones económicas o un fuerte aumento de los precios del petróleo debido a razones geopolíticas, inclusive como consecuencia de las tensiones entre Rusia y Ucrania— representa un importante factor de riesgo para toda la región.

Las medidas de política deberían centrarse en fortalecer la recuperación económica y en garantizar la estabilidad financiera. En este contexto, las políticas monetarias y fiscales deben adecuarse a las diferentes perspectivas de crecimiento e inflación:

- Para la zona del euro, resulta prioritario lograr un fuerte crecimiento por encima de la tendencia y elevar la tasa de inflación, lo que supone seguir aplicando una política monetaria acomodaticia. Pese a las enérgicas medidas adoptadas en junio y septiembre de este año, si las perspectivas de inflación no mejoran y las expectativas de inflación no aumentan, el BCE deberá estar dispuesto a adoptar medidas adicionales, incluida la adquisición de activos soberanos. La política fiscal, que es levemente contractiva en el período 2014–15 para la zona del euro en su conjunto, no debería ser más restrictiva en caso de producirse sorpresas adversas en materia de crecimiento. A mediano plazo, la deuda pública de algunos países deberá reducirse a niveles más sostenibles. Respecto de Alemania, siguen existiendo sólidos fundamentos para que se aumente la inversión pública, por ejemplo, para la modernización y el mantenimiento de la infraestructura de transporte.
- En el Reino Unido, dado que las presiones sobre los precios y los salarios son bajas, la política monetaria, de momento, debería seguir siendo laxa, aunque tal vez deberían adoptarse medidas más restrictivas de forma inmediata si aumenta la inflación. También podría considerarse la posibilidad de incrementar las tasas de interés si las herramientas macroprudenciales resultan inadecuadas para contener los riesgos de inestabilidad financiera (véase el párrafo siguiente), analizando cuidadosamente la disyuntiva entre el daño que se cause a la economía real y los eventuales costos que traigan aparejados los factores de vulnerabilidad financiera. Ello también es válido para Suecia, en donde, al no haberse adoptado medidas eficaces para reducir los problemas de estabilidad financiera, la política monetaria tendrá que seguir siendo el instrumento mediante el cual se equilibren los riesgos de estabilidad financiera y de precios.

Los pasivos de largo y mediano plazo, así como los pasivos contingentes relacionados con el gran sector financiero de Suecia hacen aconsejable la aplicación de medidas de consolidación fiscal.

Es preciso que el sector privado cuente con balances más sólidos y que se lleven a cabo reformas en dicho sector con miras a fomentar la estabilidad financiera. En la zona del euro, la recapitalización de los bancos, la reducción de la deuda de las empresas (en parte mediante la introducción de mejoras en los marcos nacionales de solvencia), así como un respaldo fiscal común y eficaz para completar la unión bancaria son factores que contribuirían a reducir la fragmentación financiera y a reactivar el flujo de créditos. En otras economías avanzadas de Europa también se deberían resolver los factores de vulnerabilidad financiera: ello presupone un fortalecimiento permanente del capital bancario, aunque también la adopción de medidas macroprudenciales más restrictivas (Suecia, Suiza). Probablemente también sea necesario endurecer las medidas macroprudenciales en el Reino Unido si las adoptadas recientemente no son suficientes para contener los riesgos de inestabilidad financiera. En las economías avanzadas de Europa, debería llevarse a término el programa de reforma del sector financiero, incluidas las reformas relativas a los grandes bancos y que revisten una importancia sistémica y a aquellas reformas tendientes a mejorar los mecanismos de resolución de instituciones transfronterizas.

Las reformas estructurales constituyen un elemento fundamental para enfrentar los desafíos a mediano plazo que afectan al crecimiento. Así, un mayor grado de flexibilidad de los mercados de trabajo y de productos de los países deudores y un mayor nivel de inversión privada y en infraestructura en los países acreedores aumentarían la productividad, el empleo y el crecimiento, al tiempo que contribuirían a lograr un mayor reequilibrio en la zona del euro. Una reducción de los costos de contratación y programas de capacitación más eficaces ayudarían a reducir las altas tasas de desempleo de los jóvenes. Los mercados de capitales deben desarrollarse para poder financiar a pequeñas y medianas empresas. Entre los desafíos a más largo plazo cabe mencionar la simplificación del complicado marco fiscal vigente en la región, así como la adopción de medidas tendientes a fortalecer su aplicación. Tanto en Suecia como el Reino Unido, las medidas relativas a la oferta de viviendas resultan

de fundamental importancia para preservar la asequibilidad de la vivienda y para mitigar los riesgos de estabilidad financiera. En Suecia, las reformas en el mercado de trabajo acelerarían y respaldarían la transición de los grupos vulnerables al empleo. En Suiza, la resolución de la incertidumbre relativa a la futura política de inmigración fomentaría el crecimiento.

Economías emergentes y en desarrollo de Europa: La demanda interna se consolida

El crecimiento en las economías emergentes y en desarrollo de Europa también es desigual, si bien la demanda interna se afianza en la región. Dado que siguen registrándose riesgos a la baja, se deberían aplicar políticas monetarias y cambiarias para apoyar la demanda y gestionar los riesgos de la volatilidad de los mercados, al tiempo que las políticas fiscales deberían centrarse en recomponer los márgenes de maniobra. Para la mayoría de los países de la región siguen siendo prioridades tanto la mejora de los marcos de reestructuración de deuda como los progresos en la aplicación de las reformas del mercado de trabajo.

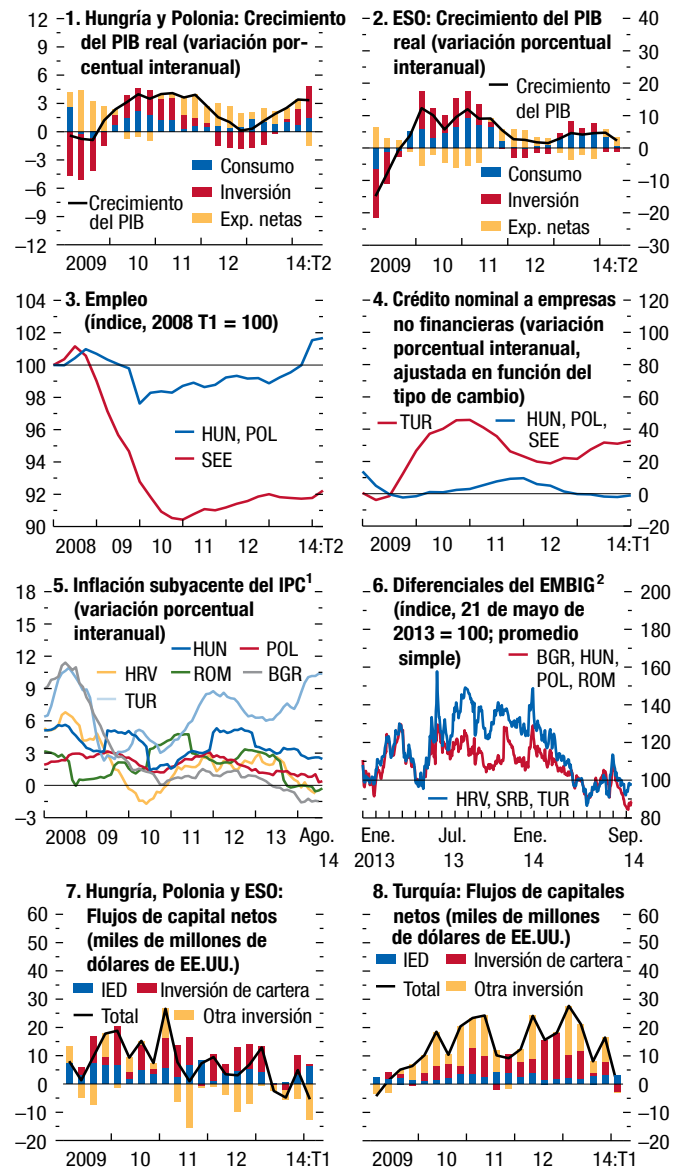
La recuperación económica en las economías emergentes y en desarrollo de Europa siguió siendo desigual, dado que el crecimiento continuó siendo sólido o se aceleró en Hungría, Polonia y Turquía durante 2013 y hasta el primer semestre de 2014, pero se desaceleró en Europa sudoriental. La evolución de los mercados financieros también fue dispar, aunque siguió siendo ampliamente favorable (gráfico 2.4). El crédito al sector empresarial permaneció débil fuera de Turquía, lo que refleja, en parte, la carga que pesa sobre el sistema financiero como consecuencia de los elevados niveles de préstamos en mora. Hasta el momento, la región ha mostrado una gran capacidad de resistencia a las tensiones geopolíticas en Rusia y Ucrania.

La inflación disminuyó en la mayoría de las economías de la región, reflejando así una reducción de los precios de la energía y de los alimentos, como también presiones deflacionarias de la zona del euro, en especial, sobre las economías que vinculan sus monedas al euro. Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia y Montenegro cayeron en deflación con una capacidad ociosa persistente.

Se prevé que el crecimiento alcance un 2,7% en 2014 y 2,9% en 2015. Las proyecciones suponen una revisión al alza de 0,4 puntos porcentuales en 2014 en relación con las proyecciones establecidas en la edición de abril de 2014 del informe WEO, reflejando principalmente

Gráfico 2.4. Economías emergentes y en desarrollo de Europa: La demanda interna se consolida

Las perspectivas siguen siendo desiguales en las economías emergentes y en desarrollo de Europa, con un fuerte crecimiento y mejora del empleo en Hungría y Polonia, aunque continúa la debilidad en Europa sudoriental. Las condiciones financieras aún son ampliamente favorables, si bien el crecimiento del crédito sigue siendo débil en Turquía.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo; Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Europa sudoriental (ESO) comprende, conforme a la disponibilidad de datos, Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Kosovo, la ex República Yugoslava de Macedonia, Montenegro, Rumania y Serbia. Todos los agregados de grupos de países están ponderados en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo como proporción del PIB del grupo, salvo indicación en contrario. En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO). IPC = Índice de precios al consumidor; EMBIG = Índice Global de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan; IED = inversión extranjera directa.

¹Los datos abarcan cifras hasta agosto de 2014, excepto en el caso de Bulgaria (julio de 2014) y Croacia (junio de 2014).

²Los datos abarcan cifras hasta el 22 de septiembre de 2014.

resultados más sólidos que lo previsto en lo que va del año en algunas economías, y que permanecen inalterados para 2015².

- Se prevé que en Hungría y Polonia el crecimiento registre un aumento, alcanzando un 2,8% y un 3,2%, respectivamente, en 2014, apoyado por el fortalecimiento de la inversión y una tasa de desempleo decreciente en Polonia, y un importante relajamiento de la política monetaria y un mayor gasto público en Hungría. En 2015, el nivel medio del crecimiento será del 3,3% en Polonia pero bajará al 2,3% en Hungría, puesto que se prevén condiciones fiscales y monetarias más restrictivas.
- Se prevé que el nivel medio de crecimiento de Turquía sea del 3% en el período 2014–15, disminuyendo así en relación con el 4% registrado en 2013. En 2014, se prevé que el consumo privado sea moderado, y que el gasto y la inversión pública sean los principales impulsores del crecimiento, si bien las exportaciones netas también contribuirán a ello. En 2015, el crecimiento girará hacia el consumo privado y la inversión debido al efecto rezagado del reciente relajamiento de la política monetaria.
- Se proyecta que en Europa sudoriental el crecimiento se desacelere en 2014, en parte como consecuencia de las graves inundaciones ocurridas en mayo que afectaron especialmente a Bosnia y Herzegovina, así como a Serbia, antes de que repunte en 2015 como resultado de los gastos de reconstrucción, que contribuirán al saneamiento de las zonas afectadas por las inundaciones, y en algunos países, al crecimiento del empleo.

Se espera que el nivel medio de la inflación se ubique alrededor del 3,8%–4,0% durante el período 2014–15. Sin embargo, en varias economías, probablemente la inflación sea mucho más baja debido a una deflación importada (Bulgaria) o a una capacidad económica ociosa persistente (Croacia). En Turquía, las perspectivas de inflación han sido revisadas al alza como consecuencia del aumento de los precios de los alimentos, los efectos rezagados de la depreciación del tipo de cambio y una orientación de política monetaria que es incompatible con la meta de inflación de las autoridades.

²Las tasas de crecimiento mundial y regional declaradas en la edición de abril de 2014 del informe WEO se han recalculado utilizando las ponderaciones revisadas de la paridad del poder adquisitivo (véase la nota 1 del capítulo 1) para poder compararlas con las cifras de esta edición.

Los principales riesgos de las perspectivas siguen consistiendo en que vuelvan a registrarse turbulencias en los mercados y que la recuperación económica de la zona del euro sea más débil. Dada la elevada deuda externa privada de muchos países, así como la importante deuda interna vinculada a la tasa de interés en algunos otros Estados, la región también podrá verse sometida a otros shocks adversos. Estos riesgos de alguna manera se mitigan como consecuencia de las recientes medidas de política adoptadas por el BCE tendientes a relajar aún más las condiciones monetarias, lo que podría fortalecer la confianza y la demanda interna más de lo que se espera actualmente.

Mientras la recuperación económica continúa, y dado que la mayoría de los países aplicarán políticas de consolidación fiscal para recuperar el equilibrio fiscal que se vio deteriorado durante la crisis mundial, las políticas monetarias y cambiarias deberían aplicarse de manera flexible, es decir, a distintos ritmos habida cuenta de los diferentes márgenes de política y de las vulnerabilidades subyacentes, para poder adaptarse a las condiciones cambiantes del mercado y la economía.

El fortalecimiento de los marcos de reestructuración de deuda privada, incluida la reestructuración de deuda voluntaria, contribuiría a hacer frente a los elevados niveles de préstamos en mora y a apoyar el crecimiento del crédito. La reforma de los mercados de trabajo mediante la aplicación de medidas que reduzcan las indemnizaciones por despido y aborden la dualidad, mejoren el clima de negocios y refuercen la competitividad es esencial para que muchos países puedan elevar su crecimiento potencial. En el caso de Turquía, las políticas deberían orientarse a restablecer un ancla nominal y a aplicar una orientación fiscal más restrictiva, fomentando al mismo tiempo el ahorro y la competitividad a nivel nacional.

Asia y el Pacífico: Crecimiento sostenido en el futuro

El crecimiento de la región se moderó ligeramente a principios de 2014 pero ahora se encamina en general hacia una reactivación de la actividad en el segundo semestre del año. El crecimiento estará impulsado por un repunte de la demanda interna, y en algunos países, por un aumento de la demanda externa. Los riesgos a la baja se derivan de un fuerte deterioro de las condiciones financieras internacionales, así como del período prolongado de crecimiento débil en las economías avanzadas. Una

inquietud relacionada específicamente con esta región es la brusca desaceleración del sector inmobiliario, sobre todo en China. Según las proyecciones del escenario base, la consolidación fiscal debería avanzar de manera gradual, y la contracción monetaria debería comenzar o continuar en aquellos países donde la capacidad ociosa es poco significativa y la inflación se mantiene alta o está aumentando. Las reformas estructurales siguen siendo esenciales para impulsar el crecimiento a mediano plazo.

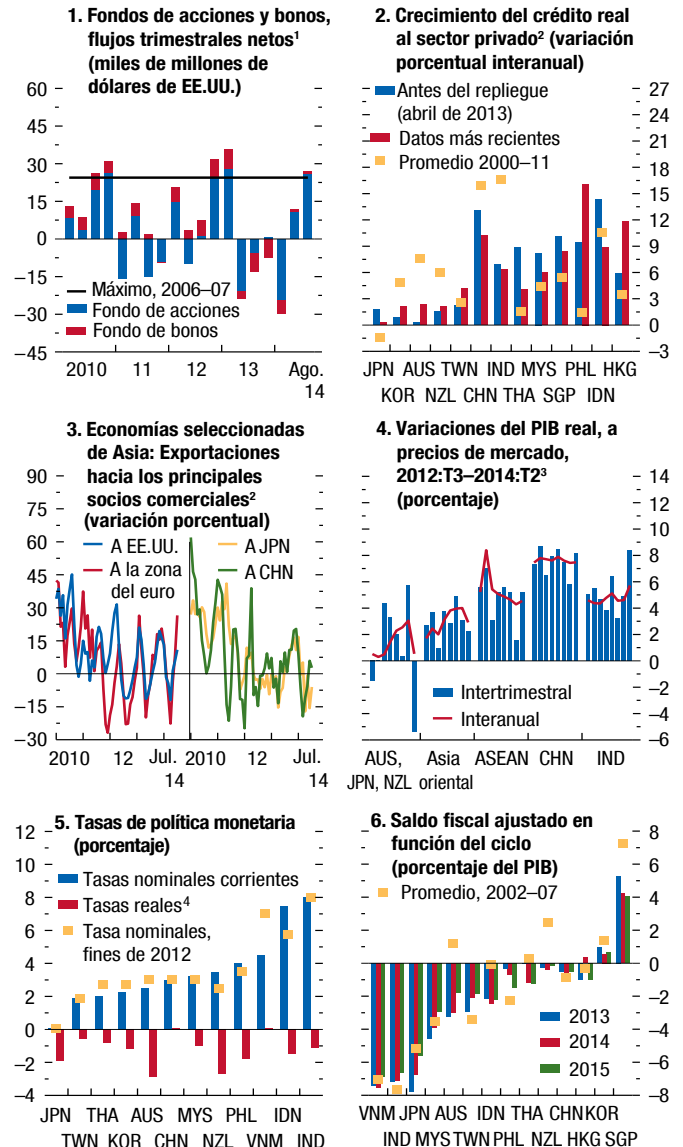
El crecimiento se desaceleró en la mayor parte de los países de la región de Asia y el Pacífico en el primer trimestre de 2014 debido al menor crecimiento de las exportaciones y al enfriamiento de la demanda interna en China (gráfico 2.5). En algunos países, la desaceleración también se debió a factores idiosincrásicos (por ejemplo, las tensiones políticas en Tailandia). Sin embargo, en el segundo trimestre la actividad repuntó en la mayoría de las economías de la región, incluida China, gracias a la aplicación de nuevas medidas para respaldar la actividad. En India, el crecimiento aumentó en el segundo trimestre, respaldado por el aumento de la confianza de las empresas y el fortalecimiento de la actividad manufacturera desde las elecciones. Japón experimentó un sólido crecimiento durante el primer trimestre —debido, principalmente, a un aumento del consumo más vigoroso de lo previsto, ante la subida del impuesto al consumo— que se vio contrarrestado, sin embargo, por una desaceleración de la actividad más acentuada de lo previsto en el segundo trimestre, impulsada también en este caso por una fuerte contracción del consumo.

Las condiciones financieras han seguido siendo favorables, en términos generales, en toda la región, con un fuerte crecimiento del crédito, un aumento de los flujos de fondos de inversión en acciones y bonos en el segundo trimestre de 2014 y la subida de los precios de los activos, que en ciertos casos alcanzaron máximos históricos.

Las perspectivas a corto plazo para la región siguen siendo sólidas, y se fundamentan en la recuperación sostenida de la economía mundial. Se proyecta que el crecimiento se mantenga en el 5,5% en 2014, para subir al 5,6% en 2015, nivel ligeramente más débil para ambos años en comparación con el pronóstico de la edición de abril de 2014 del informe WEO (cuadro 2.3). Las revisiones a la baja reflejan en parte los resultados más débiles de lo previsto en el primer trimestre. Se prevé que el crecimiento esté impulsado por la demanda interna, en vista de las condiciones financieras aún

Gráfico 2.5. Asia: De cara al futuro, crecimiento estable

En la región de Asia y el Pacífico, el ímpetu del crecimiento se enfrió a principios de 2014, pero los datos recientes indican un repunte de la actividad en el segundo semestre del año. Se prevé que las exportaciones repunten impulsadas por el aumento de la demanda proveniente de las economías avanzadas. También se prevé que la demanda interna siga siendo sólida, respaldada por las condiciones financieras favorables, el dinamismo de los mercados de trabajo y la aplicación de políticas ampliamente acomodaticias.



Fuentes: CEIC; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: ASEAN = Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Vietnam). Asia oriental = China, Corea, la RAE de Hong Kong y la provincia china de Taiwan. En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).
¹Los datos incluyen los flujos de fondos negociados en bolsa y los flujos de fondos de inversión correspondientes a la ASEAN, Australia, Asia oriental, India y Nueva Zelanda.
²Las economías seleccionadas de Asia incluyen Filipinas, Japón, Malasia, Singapur, Tailandia y Asia oriental. Se excluye Vietnam debido a un rezago en los datos; promedio trimestral móvil, desestacionalizado.
³Los datos intertrimestrales están desestacionalizados a una tasa anual. Asia oriental excluye China. El PIB de India se presenta al costo de los factores.
⁴Desviación con respecto al promedio de 2002-07; puntos porcentuales.

Cuadro 2.3. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Asia
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Asia	5,5	5,5	5,6	3,8	3,7	3,7	1,4	1,4	1,5	...	...	...
Economías avanzadas	2,1	2,1	2,2	1,1	2,3	2,3	1,9	2,1	2,1	4,0	3,8	3,9
Japón	1,5	0,9	0,8	0,4	2,7	2,0	0,7	1,0	1,1	4,0	3,7	3,8
Corea	3,0	3,7	4,0	1,3	1,6	2,4	6,1	5,8	5,8	3,1	3,1	3,1
Australia	2,3	2,8	2,9	2,4	2,7	2,6	-3,3	-3,7	-3,8	5,7	6,2	6,1
Taiwan, provincia china de	2,1	3,5	3,8	0,8	1,4	2,0	11,7	11,9	11,3	4,2	4,0	4,0
Hong Kong, RAE de	2,9	3,0	3,3	4,3	3,9	3,8	1,9	2,1	2,2	3,1	3,1	3,1
Singapur	3,9	3,0	3,0	2,4	1,4	2,5	18,3	17,6	16,6	1,9	2,0	2,1
Nueva Zelandia	2,8	3,6	2,8	1,1	1,6	2,0	-3,4	-4,2	-6,0	6,2	5,7	5,2
Economías emergentes y en desarrollo	6,6	6,5	6,6	4,7	4,1	4,2	1,0	1,0	1,1	...	...	...
China	7,7	7,4	7,1	2,6	2,3	2,5	1,9	1,8	2,0	4,1	4,1	4,1
India	5,0	5,6	6,4	9,5	7,8	7,5	-1,7	-2,1	-2,2	...	...	...
ASEAN-5	5,2	4,7	5,4	4,6	4,6	5,0	0,0	0,7	0,6	...	...	...
Indonesia	5,8	5,2	5,5	6,4	6,0	6,7	-3,3	-3,2	-2,9	6,3	6,1	5,8
Tailandia	2,9	1,0	4,6	2,2	2,1	2,0	-0,6	2,9	2,1	0,7	0,7	0,8
Malasia	4,7	5,9	5,2	2,1	2,9	4,1	3,9	4,3	4,2	3,1	3,0	3,0
Filipinas	7,2	6,2	6,3	2,9	4,5	3,9	3,5	3,2	2,6	7,1	6,9	6,8
Vietnam	5,4	5,5	5,6	6,6	5,2	5,2	5,6	4,1	3,4	4,4	4,4	4,4
Otras economías emergentes y en desarrollo de Asia⁴	6,4	6,7	7,0	6,7	6,3	6,2	-2,6	-1,8	-1,1	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
Economías emergentes de Asia ⁵	6,6	6,5	6,6	4,6	4,0	4,1	1,1	1,1	1,2	...	...	...

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

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

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

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

⁵Las economías emergentes de Asia comprenden las economías de ASEAN-5 (Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam), China e India.

favorables y el dinamismo de los mercados de trabajo, pero también se prevé que el crecimiento de las exportaciones siga siendo vigoroso dado el repunte proyectado en las economías avanzadas y China. También se prevé que la orientación de la política macroeconómica en la mayoría de las economías siga siendo en general acomodaticia. Se proyecta que el nivel de inflación permanezca en general bajo y estable.

- China mantendrá un crecimiento vigoroso del 7,4% en 2014, gracias a la reciente aplicación de medidas orientadas a aumentar el gasto en infraestructura, respaldar a las pequeñas y medianas empresas y mejorar la vivienda social y al fortalecimiento de las exportaciones netas. Se proyecta que el crecimiento se modere a un ritmo más sostenible del 7,1% en 2015 a medida que el crecimiento más lento del crédito a través de los sectores bancario y no bancario

desacelere la inversión y que la actividad en el sector inmobiliario continúe moderándose.

- En Japón, se prevé que la fuerte contracción económica en el segundo trimestre, inducida por el aumento del impuesto al consumo, será de corta duración, y que posteriormente la recuperación retomará un ritmo moderado. Se proyecta que el crecimiento del PIB en 2014–15 sea, en promedio, de alrededor del 0,8%–0,9%.
- Se prevé que el crecimiento de India aumente al 5,6% en 2014 y alcance el 6,4% en 2015 gracias al fortalecimiento de las exportaciones y la inversión.
- Se prevé que el crecimiento de Australia, Corea y Nueva Zelandia esté impulsado principalmente por las exportaciones. En Corea, se proyecta que el crecimiento aumente del 3,7% este año al 4,0% en 2015, estimulado por las exportaciones y la inversión. Según

las proyecciones, el crecimiento en Australia será del 2,8%–2,9% en 2014–15, con un repunte de las exportaciones que compensará el descenso de la inversión en el sector minero. Se prevé que Nueva Zelanda se beneficie del gasto en reconstrucción y la recuperación de las exportaciones, y que registre, en promedio, una tasa de crecimiento superior al 3% en 2014–15.

- Según las proyecciones, las economías de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental-5 (ASEAN-5) crecerán de manera sostenida, salvo Tailandia, que experimentará una desaceleración brusca debido a las tensiones políticas registradas este año, seguida de un repunte de la actividad el próximo año. Se prevé que el crecimiento en Indonesia repunte moderadamente en 2015 gracias al aumento de la confianza de los inversores en el período posterior a las elecciones. Según las proyecciones, el crecimiento en Filipinas y Malasia seguirá siendo sólido en 2014–15, respaldado por la demanda externa favorable y políticas y condiciones financieras ampliamente acomodaticias.
- Para el resto de economías en desarrollo de Asia, se prevé que el crecimiento, en términos generales, siga siendo vigoroso a pesar de las crecientes vulnerabilidades relacionadas con los elevados déficits fiscales y en cuenta corriente en algunos países. Dada su exposición relativamente limitada a los mercados financieros mundiales, estas economías se vieron menos afectadas por el deterioro de las condiciones financieras durante el año pasado y se espera que se beneficien del mayor crecimiento mundial y regional a través de un aumento del comercio, las remesas y el turismo. Sin embargo, el crecimiento en los pequeños estados del Pacífico seguirá siendo inferior al de otros países de la región debido a las deficiencias en materia de infraestructura y a cuestiones relacionadas con la competitividad.

Se prevé que la inflación en la región se mantenga estable en el 3,7% en 2014–15, pero persistirán importantes diferencias entre las economías. En Japón, la inflación subyacente, excluidos los efectos del aumento del impuesto al consumo, ha aumentado. Las expectativas de inflación a mediano plazo también han aumentado, aunque permanecen por debajo de la meta del 2% fijada por el Banco de Japón. En India, dado el reciente endurecimiento de la política monetaria, se prevé que la desinflación continúe, pero en general la inflación permanecerá en un nivel elevado del 7,8% en 2014, y se reducirá ligeramente al 7,5% en 2015. La inflación también apuntará en algunas economías en

las cuales se prevé la implementación de una reforma tributaria o de los subsidios, o en las cuales se estima que el producto se mantenga por encima de su nivel potencial (Filipinas, Indonesia, Malasia).

Los riesgos inmediatos para estas perspectivas se derivarían de un fuerte deterioro de las condiciones financieras mundiales —impulsado, por ejemplo, por una mayor volatilidad inducida por la normalización de la política monetaria estadounidense o un fuerte aumento de la aversión mundial al riesgo— lo que podría provocar salidas de capitales, caídas de los precios de los activos y aumentos de las tasas de interés. Este riesgo es más elevado en aquellos países que dependen en mayor medida del financiamiento externo (India, Indonesia) y en economías con una importante presencia de inversores extranjeros en sus mercados financieros internos (Indonesia). En algunas economías, otro riesgo adicional sería una fuerte caída de los precios inmobiliarios y de la actividad en el sector de la vivienda (China, la RAE de Hong Kong, Singapur) o estaría relacionado con el elevado apalancamiento de los hogares (Australia, Corea, Malasia). Un fuerte aumento de los precios del petróleo debido a una escalada de las tensiones geopolíticas también afectaría a la actividad económica en la región.

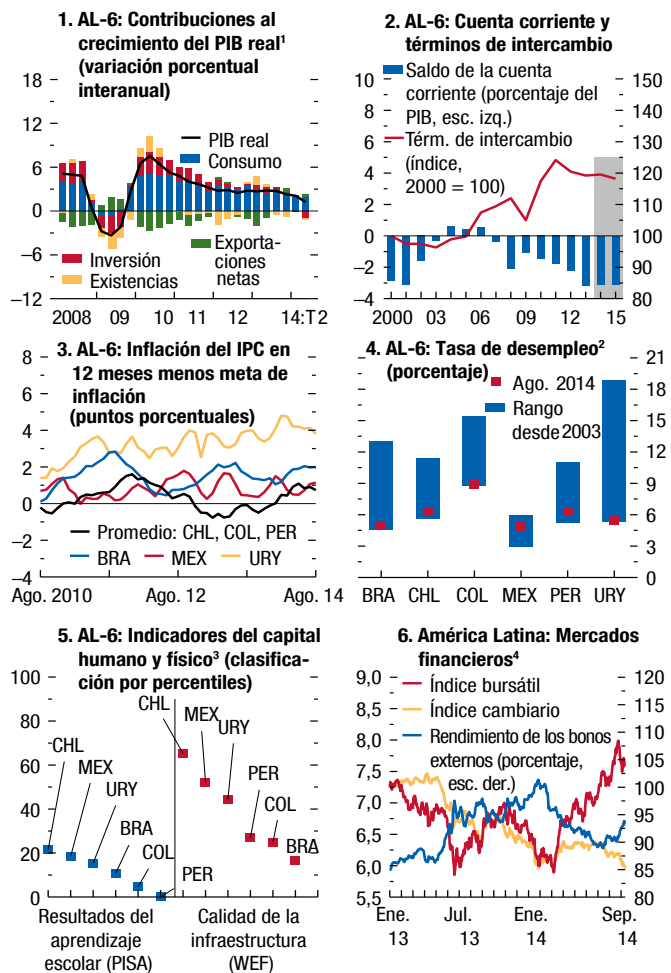
A mediano plazo, además de los riesgos de efectos de contagio derivados de un período prolongado de escaso crecimiento en las economías avanzadas, el crecimiento potencial en las economías emergentes de Asia, que se ha reducido en los últimos años, podría debilitarse aún más, sobre todo si se retrasa la implementación de reformas.

Las prioridades clave de política económica siguen siendo reconstruir los márgenes de maniobra para la aplicación de políticas e implementar reformas estructurales para respaldar un crecimiento sostenible y más vigoroso. Con respecto a la política fiscal, si bien el margen de maniobra de las políticas varía de un país a otro de la región y se debería permitir el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, la consolidación fiscal es aconsejable en la mayoría de los países de Asia y el Pacífico. Es una prioridad en aquellos países con niveles de deuda relativamente más elevados (Japón) o que han acumulado pasivos fiscales contingentes (Malasia).

Según las proyecciones del escenario base, la normalización monetaria también debería avanzar gradualmente en la mayoría de las economías de la región, dado que la capacidad ociosa es poco significativa y en algunos casos la inflación aún es elevada (India) o se espera que

Gráfico 2.6. América Latina y el Caribe: Continúa la desaceleración de la actividad

La actividad económica en América Latina y el Caribe continuó desacelerándose, debido a las condiciones externas menos favorables y a la incertidumbre en materia de políticas internas. De todas formas, la capacidad ociosa sigue siendo limitada, como lo evidencian las tasas de inflación por encima de la meta, los mercados de trabajo aún restringidos y los persistentes déficits de la cuenta corriente externa. Por otra parte, los mercados financieros se han recuperado después de registrar niveles mínimos en enero de 2014 pero siguen siendo vulnerables a nuevos shocks.



Fuentes: Bloomberg, L.P; Haver Analytics; FMI, base de datos de International Financial Statistics, autoridades nacionales; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, 2012, *Programme for International Student Assessment (PISA)*, Foro Económico Mundial (WEF), *Global Competitiveness Report*, 2014-15, y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: IPC = índice de precios al consumidor; AL-6 = Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay. Los agregados de los grupos de países se ponderan en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo, como proporción del PIB del grupo, salvo indicación en contrario. En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).
¹Desestacionalizada. Las existencias incluyen discrepancias estadísticas.
²Desestacionalizada. La observación más reciente de Brasil corresponde a abril de 2014.
³La escala refleja la distribución por percentiles de cada encuesta respectiva. Los puntajes más altos reflejan un mejor desempeño.
⁴El rendimiento de los bonos externos corresponde al rendimiento del Índice de bonos de mercados emergentes EMBI Plus de J.P. Morgan para América Latina. El índice bursátil corresponde al índice de rendimientos totales netos locales del Índice de mercados emergentes de MSCI para América Latina. El índice cambiario corresponde al índice de mercados cambiarios de América Latina de Bloomberg J.P. Morgan. La base de los índices bursátiles y del mercado cambiario se cambió al 2 de enero de 2013 = 100. Los datos abarcan cifras hasta el 24 de septiembre de 2014.

amente (Filipinas, Malasia). China debe seguir reduciendo el crecimiento del crédito y el endeudamiento de los gobiernos locales a fin de abordar los riesgos para la estabilidad financiera, facilitando al mismo tiempo la transición hacia una economía con un ritmo de crecimiento más lento y sostenible. Como se destacó en la edición de abril de 2014 de *Perspectivas económicas regionales: Asia y el Pacífico*, las políticas macroprudenciales han sido eficaces en general a la hora de contener estos riesgos para la estabilidad financiera y deberían seguir formando parte del conjunto de herramientas de las autoridades. La flexibilidad del tipo de cambio debería ser el principal mecanismo de absorción de shocks, pero la intervención cambiaria también puede ayudar a moderar la volatilidad y subsanar trastornos del mercado. Las reformas estructurales deberán seguir orientándose a reducir las vulnerabilidades a corto plazo e impulsar el crecimiento a mediano plazo. El programa varía de un país a otro de la región pero incluye reformas del sector financiero, las empresas estatales y los gobiernos locales (China); reformas fiscales (India, Japón); reformas del sector bancario (Mongolia, Vietnam); reformas de los mercados de trabajo y de productos (Corea, Japón) y mejoras del clima de inversión (India).

América Latina y el Caribe: Continúa la desaceleración de la actividad

El crecimiento siguió disminuyendo a principios de 2014 en toda la región, debido a la desaceleración de la demanda externa y al debilitamiento de la actividad interna. Se proyecta una modesta recuperación para 2015, si bien los riesgos continúan inclinándose a la baja dado que muchas economías están luchando para encontrar nuevos motores que impulsen un crecimiento sostenible en un entorno en que los precios de las materias primas están estancados y las restricciones de oferta son más fuertes. Esta situación subraya la importancia de preservar la estabilidad macroeconómica e implementar reformas estructurales para aumentar la inversión y la productividad.

El crecimiento en América Latina y el Caribe continuó desacelerándose a principios de 2014, y los últimos datos son incluso más débiles de lo previsto. Las condiciones externas jugaron un papel importante, dado que las exportaciones se mantuvieron por debajo de las expectativas a principios de 2014, y los términos de intercambio se deterioraron para algunos países (gráfico 2.6). Sin embargo, los factores internos también fueron importantes en varias economías dado que las restriccio-

Cuadro 2.4. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de América
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
América del Norte	2,1	2,2	3,1	1,7	2,2	2,3	-2,4	-2,5	-2,6	...	...	...
Estados Unidos	2,2	2,2	3,1	1,5	2,0	2,1	-2,4	-2,5	-2,6	7,4	6,3	5,9
Canadá	2,0	2,3	2,4	1,0	1,9	2,0	-3,2	-2,7	-2,5	7,1	7,0	6,9
México	1,1	2,4	3,5	3,8	3,9	3,6	-2,1	-1,9	-2,0	4,9	4,8	4,5
América del Sur⁴	3,2	0,7	1,6	8,5	...	...	-2,6	-2,5	-2,7	...	...	...
Brasil	2,5	0,3	1,4	6,2	6,3	5,9	-3,6	-3,5	-3,6	5,4	5,5	6,1
Argentina ^{5,6}	2,9	-1,7	-1,5	10,6	...	...	-0,8	-0,8	-1,1	7,1	8,8	9,0
Colombia	4,7	4,8	4,5	2,0	2,8	2,6	-3,3	-3,9	-3,8	9,7	9,3	9,0
Venezuela	1,3	-3,0	-1,0	40,6	64,3	62,9	5,0	7,6	6,4	7,5	8,0	10,4
Chile	4,2	2,0	3,3	1,8	4,4	3,2	-3,4	-1,8	-1,4	5,9	6,6	7,0
Perú	5,8	3,6	5,1	2,8	3,2	2,3	-4,5	-5,2	-5,0	7,5	6,0	6,0
Ecuador	4,5	4,0	4,0	2,7	3,1	3,0	-1,3	-0,8	-2,4	4,7	5,0	5,0
Uruguay	4,4	2,8	2,8	8,6	8,8	8,3	-5,6	-6,5	-6,4	6,6	6,8	6,9
Bolivia	6,8	5,2	5,0	5,7	6,0	5,3	3,3	2,6	2,8	6,4	6,3	6,2
Paraguay	13,6	4,0	4,5	2,7	4,8	5,0	2,1	1,0	-1,1	5,4	5,5	5,5
América Central⁷	4,2	3,8	3,9	4,2	3,6	4,2	-6,7	-6,3	-6,2	...	...	...
El Caribe⁸	3,2	3,8	3,3	5,1	4,1	4,4	-3,3	-2,7	-2,4	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>												
América Latina y el Caribe ⁹	2,7	1,3	2,2	7,1	...	...	-2,7	-2,5	-2,6	...	...	...
Excluido Argentina	2,7	1,7	2,6	6,7	8,0	7,5	-2,9	-2,7	-2,8	...	...	...
Unión Monetaria del Caribe Oriental ¹⁰	0,6	0,9	1,7	0,9	1,3	1,7	-16,7	-16,4	-16,3	...	...	...

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

¹La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en los cuadros A6 y A7 del apéndice estadístico.

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴También incluye Guyana y Suriname. Véase la nota 6 sobre precios al consumidor.

⁵Las cifras de Argentina son los datos oficiales declarados, revisados en mayo de 2014. El 1 de febrero de 2013 el FMI emitió una declaración de censura, y en diciembre de 2013 instó a Argentina a adoptar medidas especificadas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PBI dentro de un calendario especificado. El 6 de junio de 2014, el Directorio Ejecutivo reconoció la implementación de las medidas especificadas que había solicitado para fines de marzo de 2014 y los pasos iniciales que habían tomado las autoridades argentinas para remediar las deficiencias en el suministro de datos. El Directorio Ejecutivo volverá a examinar esta cuestión según el calendario especificado en diciembre de 2013 y conforme a los procedimientos establecidos en el marco jurídico del FMI.

⁶A partir de enero de 2014, los datos de precios al consumidor reflejan el nuevo Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU), que difiere sustancialmente del anterior IPC (el IPC del Gran Buenos Aires, IPC-GBA). Dadas las diferencias en cobertura geográfica, ponderaciones, muestreo y metodología, los datos del IPCNU no pueden compararse directamente con los datos del anterior IPC-GBA. Debido a este corte estructural en los datos, en la edición de octubre de 2014 de *Perspectivas de la economía mundial* no se presentan los pronósticos del personal técnico sobre la inflación del IPC. Tras una declaración de censura emitida por el FMI el 1 de febrero de 2013, la divulgación pública de un nuevo IPC nacional a más tardar a fines de marzo de 2014 fue una de las medidas especificadas en la decisión del Directorio Ejecutivo del FMI de diciembre de 2013 en la que se solicitaba a Argentina que abordara la calidad de los datos oficiales de su IPC. El 6 de junio de 2014, el Directorio Ejecutivo reconoció la implementación de las medidas especificadas que había solicitado para fines de marzo de 2014 y los pasos iniciales que habían tomado las autoridades argentinas para remediar las deficiencias en el suministro de datos. El Directorio Ejecutivo volverá a examinar este tema conforme al calendario especificado en diciembre de 2013 y en consonancia con los procedimientos establecidos en el marco jurídico del FMI.

⁷América Central comprende Belice, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

⁸El Caribe comprende Antigua y Barbuda, Las Bahamas, Barbados, Dominica, Granada, Haití, Jamaica, la República Dominicana, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía y Trinidad y Tabago.

⁹América Latina y el Caribe incluye México y las economías del Caribe, América Central y América del Sur. Véase también la nota 6.

¹⁰La Unión Monetaria del Caribe Oriental comprende Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas y Santa Lucía así como Anguila y Montserrat, que no son miembros del FMI.

nes de oferta y la incertidumbre con respecto a las políticas frenaron la confianza de las empresas y la inversión. La consiguiente desaceleración se ha propagado cada vez más al gasto de los consumidores en un contexto en que los mercados de trabajo, si bien siguen viéndose restringidos, están comenzando a flexibilizarse.

En general, las condiciones financieras siguen siendo favorables, dado que los precios de las acciones con-

tinúan aumentando y los diferenciales de los títulos soberanos se han reducido desde principios del año, lo que ha ayudado a revertir gran parte de las pérdidas sufridas en los mercados financieros después del episodio de turbulencia de mediados de 2013. Las tasas de interés internas también se han moderado en la mayoría de las economías desde abril, pero el crecimiento del crédito ha seguido desacelerándose, sobre todo en Brasil.

Se prevé que el crecimiento en la región sea, en promedio, del 1,3% en 2014, la tasa más baja desde 2009 y 1,2 puntos porcentuales por debajo de las proyecciones presentadas en la edición de abril de 2014 del informe WEO (cuadro 2.4). Esta revisión a la baja refleja en parte un crecimiento más débil de lo previsto para el primer semestre del año y una demanda interna que, según las proyecciones, será menos vigorosa de lo previsto anteriormente. El crecimiento regional repuntará al 2,2% en 2015 —si bien a un nivel 0,7 puntos porcentuales más débil de lo proyectado anteriormente— impulsado por el fortalecimiento de las exportaciones y un modesta recuperación de la inversión. En particular, las reformas del lado de la oferta aplicadas por algunos países, como México, comenzarán a rendir frutos a medida que la actitud inicial de espera por parte de las empresas dé paso a un aumento del gasto de capital.

- En Brasil, el producto se contrajo durante el primer semestre del año. Se proyecta ahora un crecimiento del 0,3% para todo el año 2014. La baja competitividad, la poca confianza de las empresas y las condiciones financieras menos favorables (con subidas de las tasas de interés hasta abril de 2014) han restringido la inversión, y la actual moderación del empleo y del crecimiento del crédito ha pesado sobre el consumo. Se prevé un repunte moderado de la actividad en 2015, registrándose un aumento del crecimiento a 1,4% a medida que se disipe la incertidumbre política que rodeó las elecciones presidenciales de este año. Se prevé que la inflación se mantenga en la parte superior del rango fijado como meta, lo que refleja la persistencia de la inflación, importantes restricciones de oferta y la presión acumulada de los precios administrados.
- La economía de México está cobrando ímpetu, aunque no con la rapidez necesaria para contrarrestar plenamente la debilidad observada a principios de 2014 debido a la contracción de la demanda externa y a un crecimiento de la actividad en el sector de la construcción más lento de lo previsto. Se proyecta que el crecimiento sea, en promedio, del 2,4% en 2014 y alcance el 3,5% en 2015, respaldado por una recuperación más firme en Estados Unidos, un repunte de la actividad en el sector de la construcción y los beneficios graduales derivados de la reforma en marcha de los sectores de la energía y las telecomunicaciones.
- El lento crecimiento de la inversión y del consumo de bienes duraderos ha dado lugar a una desacele-

ración más fuerte de lo proyectado en Chile y Perú este año. En Chile, se prevé que la reciente aplicación de políticas monetarias y fiscales expansivas y la depreciación del tipo de cambio respalde un modesto repunte de la actividad. También se prevé una mejora de las perspectivas de Perú a medida que se reduzca el impacto de la disminución temporal de la producción de metales y surtan efecto las medidas de política aplicadas. En Colombia, se prevé que el crecimiento se mantenga sólido, impulsado por una vigorosa actividad en el sector de la construcción.

- Se proyecta que Argentina siga en recesión en 2014–15, en un contexto de crecientes desequilibrios macroeconómicos e incertidumbres relacionadas con el prolongado enfrentamiento con los acreedores disidentes. La inflación permanece elevada, y la brecha entre el tipo de cambio oficial y el informal ha seguido aumentando en los últimos meses. En Venezuela, se prevé que las graves distorsiones de política sigan limitando la producción, lo que se traducirá en un fuerte desplome de la actividad y una tasa de inflación que ahora se sitúa por encima del 60%.
- Se proyecta que el crecimiento en América Central se desacelere ligeramente al 3,8%–3,9% en 2014–15 dado que algunos factores específicos de cada país —entre ellos, el cierre de una importante planta financiada mediante inversión extranjera directa, que afectará al crecimiento de las exportaciones de Costa Rica— neutralizan los efectos positivos de la aceleración de la actividad en Estados Unidos.
- En el Caribe, los persistentes problemas de competitividad, el elevado nivel de deuda pública y las notables fragilidades financieras se traducirán en bajas tasas de crecimiento en gran parte de la región. Los riesgos que rodean a estas perspectivas de crecimiento moderado continúan inclinándose ligeramente a la baja. La actividad en los países exportadores de materias primas de la región podría debilitarse en caso de shocks negativos de demanda externa, como por ejemplo, una desaceleración de la inversión mucho más pronunciada de lo previsto en China. Un aumento brusco de las tasas de interés en Estados Unidos podría conducir a una repetición de la turbulencia financiera de mediados de 2013, lo que deterioraría las condiciones financieras y debilitaría aún más la confianza. Un fuerte aumento de los precios del petróleo tendría un efecto negativo general en el crecimiento de la región, a pesar de que este aumento beneficiaría a un pequeño número de exportadores netos de hidrocarburos (como

Bolivia, Colombia, Ecuador y Venezuela). El encarecimiento de los combustibles también podría intensificar las presiones inflacionarias o presupuestarias (debido a los grandes subsidios proporcionados en algunos casos). Algunas economías del Caribe y América Central están particularmente expuestas, dadas sus considerables necesidades de importación de petróleo y sus posiciones fiscales y externas, que ya de por sí son débiles.

A mediano plazo, otro riesgo clave para algunas economías en la región es la posibilidad de que la inversión continúe siendo débil si no se resuelven adecuadamente los problemas estructurales y de competitividad subyacentes. Los efectos en el crecimiento se verían agravados por un prolongado estancamiento en las economías avanzadas.

La prioridad para la mayor parte de la región consiste en mantener la estabilidad macroeconómica redoblando al mismo tiempo los esfuerzos para impulsar el crecimiento potencial. Las condiciones aún restringidas en los mercados de trabajo, la inflación por encima de la meta y los persistentes déficits en cuenta corriente apuntan, en conjunto, a que la capacidad ociosa es limitada. Esta situación hace que no parezca aconsejable una mayor expansión fiscal, especialmente en aquellos países cuyas finanzas públicas son débiles. Para preservar la credibilidad de los marcos fiscales vigentes, evitar un mayor deterioro de las posiciones fiscales y respaldar la desinflación es esencial alcanzar las metas establecidas en estos marcos a través de la aplicación de medidas de alta calidad.

La política monetaria, a su vez, debería utilizarse para manejar las fluctuaciones a corto plazo del crecimiento. Sin embargo, varios bancos centrales se enfrentan actualmente a la difícil combinación de un crecimiento más lento y persistentes presiones sobre los precios, lo que implica que el margen de manobra para aplicar una política monetaria más laxa es limitado. La flexibilidad del tipo de cambio sigue siendo esencial no solo para facilitar el ajuste externo, sino también para desalentar las apuestas cambiarias de una sola dirección. Los reguladores financieros deberían vigilar de cerca las vulnerabilidades del sector privado y endurecer las normas prudenciales, según sea necesario.

Las reformas estructurales orientadas a impulsar un crecimiento más vigoroso e inclusivo deberían centrarse en crear las condiciones propicias para aumentar la productividad y el gasto de capital, entre otras formas, subsanando las deficiencias en los resultados educa-

tivos, la infraestructura y el clima de negocios. Si no se llevan a cabo estas reformas, el crecimiento podría seguir siendo decepcionante en relación con las grandes expectativas creadas durante la última década y poner en peligro los importantes avances sociales logrados en la región.

Comunidad de Estados Independientes: Hacer frente a las incertidumbres geopolíticas

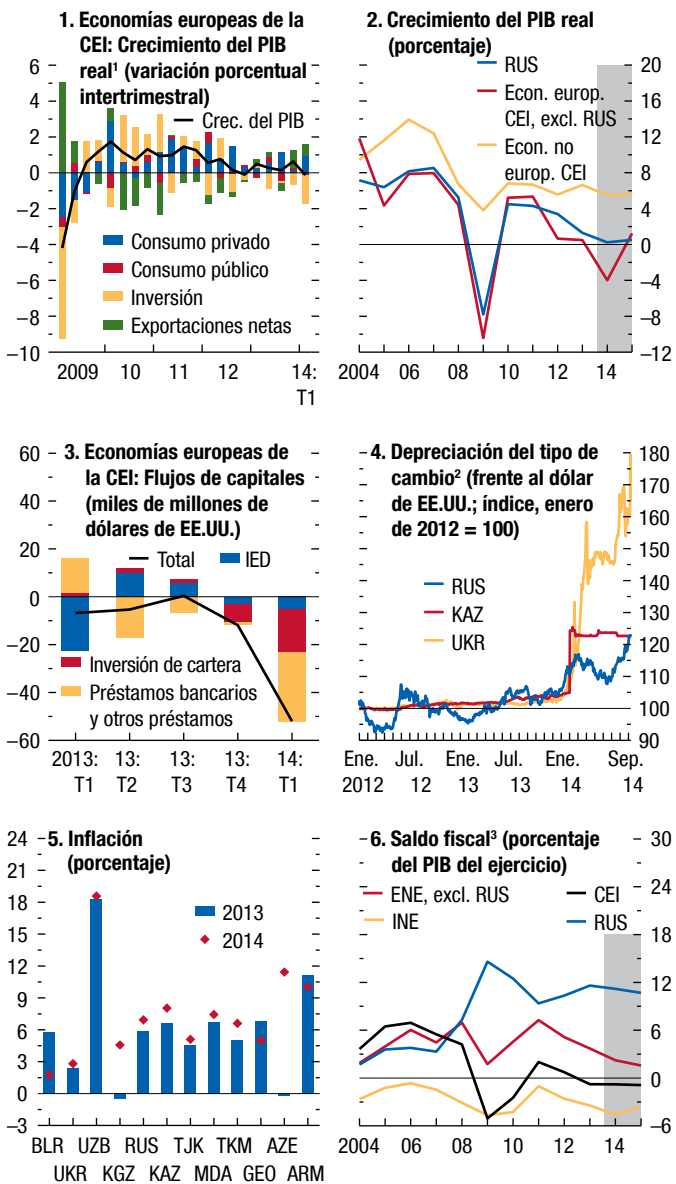
Las economías de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) se enfrentan a desafíos considerables como consecuencia de las continuas tensiones geopolíticas. La inversión se está contrayendo en Rusia, y Ucrania, afectada por un conflicto, está llevando a cabo importantes reformas macroeconómicas y ajustes estructurales. Las prioridades de política se centran en preservar la estabilidad macroeconómica a corto plazo, mejorar las instituciones y elevar el potencial de crecimiento a mediano plazo.

Las economías europeas de la CEI se debilitaron fuertemente durante el primer semestre de 2014 (gráfico 2.7). La inversión cayó en Rusia, donde las tensiones geopolíticas continuaron debilitando la confianza de las empresas, que ya se encontraba en niveles bajos. La crisis en Ucrania se intensificó, y el producto se contrajo debido a la caída de la producción industrial y las exportaciones. En algunas economías en el Cáucaso y Asia Central (CAC) la actividad económica se desaceleró al debilitarse el comercio y las remesas, dados sus vínculos económicos con Rusia.

La desaceleración de la actividad también refleja un deterioro de las condiciones financieras en la región: las salidas de capitales se intensificaron en Rusia en el primer semestre de 2014, ejerciendo presión sobre el tipo de cambio y dando lugar a un aumento de la inflación, lo que indujo al banco central a elevar la tasa de política monetaria. Desde febrero de este año, Ucrania ha experimentado pérdidas de reservas oficiales y una depreciación del tipo de cambio. Como consecuencia de los considerables retiros de depósitos y del deterioro de la calidad de los préstamos, las tensiones han aumentado en el sector financiero. La depreciación del rublo ruso también ha ejercido presión sobre el tipo de cambio en la República Kirguisa y Tayikistán, mientras que en Kazajistán, la moneda se devaluó de forma preventiva.

Gráfico 2.7. Comunidad de Estados Independientes: Hacer frente a las incertidumbres geopolíticas

El crecimiento se mantiene débil en la Comunidad de Estados Independientes debido a las tensiones geopolíticas y al deterioro de las condiciones financieras. Se proyecta que la inflación permanezca en niveles altos o incluso aumente a corto plazo, en parte debido al efecto de traspaso de las recientes depreciaciones del tipo de cambio en muchas economías de la región.



Fuentes: Bloomberg; Haver Analytics y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: Econ. europeas de la CEI = Belarús, Moldova, Rusia y Ucrania. Econ. no europeas de la CEI = Armenia, Azerbaiyán, Georgia, Kazajistán, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán y Uzbekistán. Exportadores netos de energía (ENE), excl. Rusia = Azerbaiyán, Kazajistán, Turkmenistán, Uzbekistán. Importadores netos de energía (INE) = Armenia, Belarús, Georgia, Moldova, la República Kirguisa, Tayikistán, Ucrania. En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

¹Se excluye Moldova debido a la falta de datos.
²Los datos abarcan cifras hasta el 22 de septiembre de 2014.
³Se refiere al déficit primario no petrolero en Rusia, al saldo global de los INE y al préstamo/endeudamiento neto del gobierno general en la CEI y los ENI, excluido Rusia.

Se proyecta que el crecimiento se reduzca del 2,2% en 2013 al 0,8% este año, recuperándose hasta el 1,6% en 2015 a medida que disminuyan las tensiones geopolíticas (cuadro 2.5). El pronóstico es considerablemente más débil para ambos años de lo señalado en la edición de abril de 2014 del informe WEO, lo cual refleja las crisis que ya estaban en curso y los efectos de contagio a escala regional dado el papel de Rusia como principal socio comercial de la región³.

- Se proyecta que el PIB de Rusia se mantenga sin variaciones en 2014, y se recupere levemente y aumente al 0,5% en 2015 a medida que se modere la contracción de la inversión y mejoren las exportaciones no relacionadas con la energía.
- En Ucrania, se proyecta que la actividad se contraiga este año, debido a las perturbaciones en la producción derivadas del conflicto actual y la difícil situación macroeconómica.
- Como consecuencia del debilitamiento de la demanda externa de Rusia y de limitaciones estructurales, el crecimiento en Belarús se mantendrá débil. El crecimiento también permanecerá en un nivel moderado en Moldova, debido a la desaceleración en el sector agrícola y a los efectos de contagio derivados del debilitamiento de la actividad en sus principales socios comerciales (Unión Europea, Rusia, Ucrania).
- En los países exportadores de petróleo y gas de la CAC, el crecimiento disminuirá en 2014–15 dado que los elevados precios de la energía, los amplios márgenes de maniobra de política económica y la diversificación de los mercados de exportación solo contrarrestarán en parte los efectos de la desaceleración en Rusia. El crecimiento se moderará en Kazajistán en 2014–15, como consecuencia del debilitamiento de la demanda externa y del deterioro de la confianza de los inversores debido a la intensificación de las tensiones regionales.
- La actividad económica en la mayor parte de las economías importadoras de petróleo de la CAC (Armenia, República Kirguisa, Tayikistán) también se moderará, dada su estrecha relación con Rusia a través del comercio y las remesas, el deterioro de la confianza de los inversores y su margen de maniobra de política económica relativamente limitado.

³Georgia y Turkmenistán no pertenecen a la CEI, pero se incluyen en este grupo por su proximidad geográfica y similitudes de estructura económica.

Cuadro 2.5. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en la Comunidad de Estados Independientes
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Comunidad de Estados Independientes (CEI)	2,2	0,8	1,6	6,4	7,9	7,9	0,6	1,9	2,1	...	...	...
Exportadores netos de energía	2,3	1,3	1,5	6,7	7,3	7,1	1,8	2,7	2,8	...	...	...
Rusia	1,3	0,2	0,5	6,8	7,4	7,3	1,6	2,7	3,1	5,5	5,6	6,5
Kazajistán	6,0	4,6	4,7	5,8	6,9	6,1	-0,1	0,3	-0,7	5,2	5,2	5,2
Uzbekistán	5,8	4,5	4,3	2,4	2,8	3,0	17,0	14,6	10,4	6,0	6,0	6,0
Azerbaiyán	8,0	7,0	6,5	11,2	10,0	11,2	0,1	0,1	0,5	...	...	...
Turkmenistán ⁴	10,2	10,1	11,5	6,8	5,0	5,5	-2,9	-1,9	-0,3	...	...	...
Importadores netos de energía	1,2	-2,7	1,8	4,7	12,1	13,2	-9,0	-5,4	-5,1	...	...	...
Ucrania	0,0	-6,5	1,0	-0,3	11,4	14,0	-9,2	-2,5	-2,5	7,2	10,0	9,8
Belarús	0,9	0,9	1,5	18,3	18,6	16,9	-10,1	-8,5	-7,4	0,5	0,5	0,5
Georgia ⁴	3,2	5,0	5,0	-0,5	4,6	4,9	-5,9	-8,4	-7,9	16,1	...	...
Armenia	3,5	3,2	3,5	5,8	1,8	3,8	-8,0	-7,7	-7,3	18,5	18,0	17,9
Tayikistán	7,4	6,0	6,0	5,0	6,6	8,3	-1,4	-4,7	-3,6	...	...	...
República Kirguisa	10,5	4,1	4,9	6,6	8,0	8,9	-14,8	-14,2	-14,8	7,6	7,6	7,5
Moldova	8,9	1,8	3,5	4,6	5,1	5,7	-4,8	-6,2	-7,3	5,1	6,0	5,8
<i>Partidas informativas</i>												
Cáucaso y Asia central ⁵	6,6	5,5	5,6	6,0	6,4	6,4	1,9	1,6	0,7	...	...	...
Países de bajo ingreso de la CEI ⁶	7,2	5,9	5,8	8,0	8,0	9,1	-3,1	-3,6	-3,3	...	...	...
Exportadores netos de energía, excluido Rusia	6,8	5,6	5,7	6,3	6,5	6,5	2,8	2,7	1,6	...	...	...

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

¹La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en el cuadro A7 del apéndice estadístico.

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales del desempleo pueden variar.

⁴Georgia y Turkmenistán, que no pertenecen a la Comunidad de Estados Independientes, se incluyen en este grupo por razones geográficas y por similitud de estructura económica.

⁵Cáucaso y Asia central comprenden Armenia, Azerbaiyán, Georgia, Kazajistán, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán y Uzbekistán.

⁶Las economías de bajo ingreso de la CEI comprenden Armenia, Georgia, Moldova, la República Kirguisa, Tayikistán y Uzbekistán.

A pesar del crecimiento más bajo y de la disminución de los precios de los alimentos, se proyecta que la inflación promedio en la región aumente del 6,4% en 2013 al 7,9% en 2014, debido al efecto de traspaso de las recientes depreciaciones del tipo de cambio. En Rusia, la inflación probablemente superará la meta; en Belarús y Ucrania se prevé que alcance el 10%. En Kazajistán, se prevé que la devaluación del tenge en febrero aumente la inflación pero que esta se mantenga dentro del rango fijado como meta. En Uzbekistán, la inflación probablemente seguirá siendo de dos dígitos, debido a los persistentes aumentos de los precios administrados y la depreciación nominal.

Los riesgos en torno al crecimiento se inclinan en gran medida a la baja. Una escalada de las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania, que diera lugar a un endurecimiento de las sanciones a Rusia, podría suponer

un grave revés para la región. Incluso si las tensiones no se intensifican, la prolongada incertidumbre podría erosionar la confianza, acelerar las salidas de capitales, ejercer presión sobre el tipo de cambio y debilitar aún más la inversión y el crecimiento en Rusia, lo que tendría efectos de contagio negativos en el resto de la CEI a través de una disminución de las importaciones, las remesas y la inversión extranjera directa.

Dada la intensificación de los riesgos y el deterioro de las condiciones económicas, una prioridad fundamental es preservar la estabilidad macroeconómica. En el caso de Rusia, las políticas monetarias y financieras deberían centrarse en anclar las expectativas inflacionarias dada la reciente depreciación, mientras que deberían mantener las medidas adoptadas recientemente para aumentar la flexibilidad del tipo de cambio a fin de facilitar el ajuste ante shocks, incluidos los de precios del petróleo. En

el marco del programa respaldado por el FMI, Ucrania ha puesto en marcha reformas económicas y estructurales orientadas a subsanar las persistentes deficiencias estructurales y los desequilibrios macroeconómicos. En el caso de Belarús, la aplicación de políticas para frenar los aumentos salariales y reducir el crédito dirigido y las intervenciones cambiarias ayudarían a salvaguardar la estabilidad macroeconómica. En Moldova, es necesario subsanar las deficiencias en el sistema bancario a fin de garantizar la estabilidad del sector financiero.

En la CAC, deberían endurecerse las políticas monetarias si persisten las presiones inflacionarias. Aunque se justifica hacer una pausa en la consolidación fiscal debido a la desaceleración de las perspectivas de crecimiento en algunas economías (Armenia y Kazakstán), se debería emprender una consolidación gradual a mediano plazo para encauzar la deuda pública en una trayectoria sostenible. Las economías de la CAC también necesitan reformas estructurales para fomentar un crecimiento sólido e inclusivo a mediano plazo, específicamente a través de una mejora del clima de negocios y la gobernanza y una mayor integración comercial a nivel regional y mundial.

Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán: Una recuperación frágil

Se prevé que la actividad económica de la región de Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán (OMNAP) repunte en 2014–15, pero la recuperación seguirá siendo frágil. Las transiciones políticas en muchos países y los problemas de seguridad, incluida la reciente intensificación del conflicto en Irak, presentan riesgos a la baja. Para muchos países, la consolidación fiscal es necesaria para recomponer sus márgenes de maniobra ante shocks inesperados y preservar su riqueza para las generaciones futuras. Para alcanzar un crecimiento sostenido y sólido en el mediano plazo será necesario adoptar reformas estructurales.

Economías exportadoras de petróleo

La actividad de las economías que conforman el Consejo para la Cooperación en el Golfo (CCG) se aceleró levemente en el segundo semestre de 2013 y comienzos de 2014, impulsada por un aumento de la producción petrolera y del gasto público. En cambio, y aunque la República Islámica del Irán presenta signos de recuperación, el ritmo de la actividad se deterioró en los países exportadores de petróleo ajenos al CCG, donde las condiciones de seguridad siguen

siendo problemáticas. El conflicto en el norte de Irak ha comenzado a afectar el crecimiento no petrolero de dicho país. Si bien la mayor parte de la producción de petróleo se ubica en el sur del país y los niveles de producción petrolera no se han visto afectados de modo sustancial, la partida de personal calificado limitará la capacidad de Irak de expandir o, quizás, incluso de mantener su producción petrolera. Las turbulencias políticas y los problemas de seguridad actuales han interrumpido la producción de petróleo en Libia y socavado la producción petrolera de Yemen.

Se prevé que el crecimiento de los países exportadores de petróleo aumente, en promedio, del 2,2% en 2013 al 2,5% en 2014 y al 3,9% en 2015. Las proyecciones indican que el crecimiento retrocederá un 0,9 punto porcentual en 2014–15, comparado con el nivel previsto en la edición de abril de 2014 del informe WEO (cuadro 2.6):

- En los países miembros del CCG, se proyecta que el crecimiento promedie en torno al 4½% en 2014–15, con un crecimiento del 6% del PIB no petrolero y del ½% del PIB petrolero. Esto último se debe principalmente al reajuste del mercado ante las perturbaciones en el suministro de petróleo en otros países en un contexto de aumentos moderados de la demanda mundial de petróleo y un incremento de la oferta en América del Norte.
- En el caso de los países exportadores de petróleo ajenos al CCG, se proyecta un crecimiento promedio de tan solo ¼% en 2014, dados los recientes shocks políticos y el deterioro de la seguridad. Se proyecta una recuperación del crecimiento del 3% en 2015, suponiendo que la producción petrolera repuntará en Irak, Libia y Yemen. No obstante, estos supuestos están condicionados a una gran incertidumbre.

Las proyecciones indican que la inflación permanecerá contenida en la mayoría de los países, especialmente entre los miembros del CCG, dada la moderación de los precios mundiales de los alimentos y los tipos de cambio fijos. No obstante, el nivel de inflación seguirá siendo elevado en muchos países ajenos al CCG, debido a las perturbaciones en la producción y otros factores idiosincrásicos, tales como el reciente aumento de los precios de los combustibles en Yemen.

El principal riesgo para los exportadores de petróleo proviene de acontecimientos inesperados en el mercado petrolero. Hay un riesgo inmediato vinculado con las perturbaciones en la producción petrolera (respecto de las proyecciones de referencia) debido a las crecien-

Cuadro 2.6. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de Oriente Medio y Norte de África

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
Oriente Medio y Norte de África	2,3	2,6	3,8	9,2	7,5	8,0	10,9	8,6	6,8	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	2,2	2,5	3,9	9,5	6,8	7,3	14,8	11,6	9,8	...	...	...
Arabia Saudita	4,0	4,6	4,5	3,5	2,9	3,2	17,7	15,1	12,4	5,5	...	...
Irán	-1,9	1,5	2,2	34,7	19,8	20,0	7,5	4,2	1,7	10,4	11,6	12,2
Emiratos Árabes Unidos	5,2	4,3	4,5	1,1	2,2	2,5	16,1	11,1	11,8	...	...	...
Argelia	2,8	3,8	4,0	3,3	3,2	4,0	0,4	-3,0	-2,9	9,8	10,8	11,3
Iraq	4,2	-2,7	1,5	1,9	4,7	6,2	-0,8	3,0	2,4	...	...	...
Qatar	6,5	6,5	7,7	3,1	3,4	3,5	30,9	27,1	23,2	...	...	...
Kuwait	-0,4	1,4	1,8	2,7	3,0	3,5	40,5	40,8	38,6	2,1	2,1	2,1
Importadores de petróleo⁵	2,6	2,6	3,7	8,3	10,0	10,6	-6,2	-4,7	-5,9	...	...	...
Egipto	2,1	2,2	3,5	6,9	10,1	13,5	-2,7	-0,4	-4,0	13,0	13,4	13,9
Marruecos	4,4	3,5	4,7	1,9	1,1	2,0	-7,6	-6,8	-5,8	9,2	9,1	9,0
Sudán	3,3	3,0	3,7	36,5	38,0	20,6	-8,6	-6,3	-6,3	14,8	13,6	13,3
Túnez	2,3	2,8	3,7	6,1	5,7	5,0	-8,4	-7,7	-6,6	15,3	15,3	15,0
Jordania	2,9	3,5	4,0	5,6	3,0	2,6	-9,8	-10,0	-6,9	12,2	12,2	12,2
Líbano	1,5	1,8	2,5	3,2	3,5	4,0	-12,9	-12,7	-12,3	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>												
Oriente Medio, Norte de África,												
Afganistán y Pakistán	2,5	2,7	3,9	9,0	7,6	8,0	10,0	7,8	6,2	...	...	...
Pakistán	3,7	4,1	4,3	7,4	8,6	8,0	-1,1	-1,2	-1,3	6,2	6,7	6,5
Afganistán	3,6	3,2	4,5	7,4	6,1	5,5	4,3	4,8	0,1	...	...	...
Israel ⁶	3,2	2,5	2,8	1,5	0,8	1,8	2,0	1,9	2,0	6,3	6,0	6,0
Magreb ⁷	1,1	1,3	5,4	3,2	3,1	3,9	-0,8	-7,4	-6,8	...	...	...
Mashreq ⁸	2,1	2,3	3,5	6,5	9,1	12,0	-4,7	-3,0	-5,3	...	...	...

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

¹La variación de precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en los cuadros A6 y A7 del apéndice estadístico.

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Incluye Bahrein, Libia, Omán y Yemen.

⁵Incluye Djibouti y Mauritania. Excluye Siria debido a la incertidumbre de la situación política.

⁶Israel, que no es miembro de la región, se incluye por razones geográficas. Cabe notar que Israel no se incluye en los agregados regionales.

⁷El Magreb comprende Argelia, Libia, Marruecos, Mauritania y Túnez.

⁸El Mashreq comprende Egipto, Jordania y Líbano. Excluye Siria debido a la incertidumbre de la situación política.

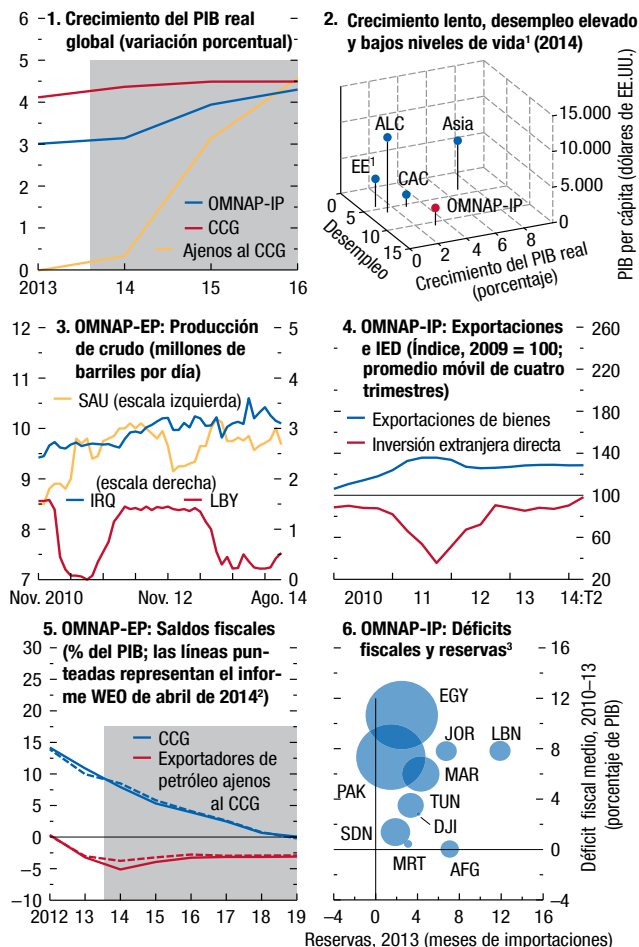
tes tensiones geopolíticas, en especial en Iraq, Libia y Yemen. La actividad en estos países podría contraerse en respuesta a tales perturbaciones, si estas se concretaran. Tal como se explica en el capítulo 1, estas perturbaciones también podrían tener como consecuencia un aumento de los precios del petróleo y un menor crecimiento mundial, pero también podrían impulsar los ingresos petroleros de otros países exportadores de petróleo de la región. Asimismo, existe el riesgo de que los precios del petróleo resulten más bajos de lo esperado debido a un aumento en la oferta de petróleo o una menor demanda. En cuanto a la oferta, la producción petrolera de Libia podría recuperarse antes de lo previsto, las restricciones

impuestas como sanciones a la República Islámica del Irán podrían ser atenuadas, o la producción de petróleo de Estados Unidos podría seguir sorprendiendo al alza. En cuanto a la demanda, las necesidades de energía de los mercados emergentes podrían debilitarse si se concretaran los riesgos a la baja para la actividad de dichas economías. Un estancamiento prolongado en las economías avanzadas (véase el gráfico 2.1) tendría efectos similares.

Para la mayoría de las economías exportadoras de petróleo de la región es de carácter prioritario apuntalar los saldos fiscales debilitados, consecuencia del poco avance en cuanto al retiro del estímulo fiscal adoptado por los países del CCG durante la Gran Recesión y de

Gráfico 2.8. Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán: Una recuperación frágil

Pese a la fuerte actividad en las economías del CCG, la recuperación de la región OMNAP en su conjunto ha sido frágil debido a las transiciones políticas actuales y a los conflictos que se han intensificado recientemente. Los saldos fiscales de las economías exportadoras de petróleo se han debilitado y se proyecta que se deterioren en el corto y mediano plazo. En el caso de las economías importadoras de petróleo, las vulnerabilidades externas y fiscales siguen siendo significativas.



Fuentes: Haver Analytics, Agencia Internacional de Energía, autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.
 Nota: CAC = Cáucaso y Asia Central; EE¹ = economías emergentes de Europa, excluidos Rusia y Ucrania; Consejo de Cooperación del Golfo (CCG) = Arabia Saudita, Bahrein, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán, Qatar; IED = inversión extranjera directa; ALC = América Latina y el Caribe; países exportadores de petróleo de Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán (OMNAP-EP) = Arabia Saudita, Argelia, Bahrein, Emiratos Árabes Unidos, Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Omán, Qatar, Yemen; países importadores de petróleo de OMNAP (OMNAP-IP) = Afganistán, Djibouti, Egipto, Jordania, Líbano, Mauritania, Marruecos, Pakistán, Sudán, Siria, Túnez. En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO) Los datos a partir de 2011 excluyen a Siria.
 ¹El eje vertical muestra el PIB per cápita de cada región en 2014 en dólares de EE.UU.
 ²Las cifras de la edición de abril de 2014 del informe WEO se han corregido con el PIB actual valorado según la paridad de poder adquisitivo (PPA) ponderado de conformidad con el Programa de Comparación Internacional.
 ³El tamaño de cada burbuja se calcula en función del PIB-PPA de cada país en 2013.

los shocks en la producción petrolera en el caso de los países ajenos al CCG. Las proyecciones indican que el resultado fiscal global disminuirá del 2% del PIB en 2014 al 1% en 2015. Los superávits fiscales son demasiado bajos en la mayoría de los países del CCG como para permitirles ahorrar una parte equitativa de la riqueza petrolera para generaciones futuras y se prevé que desaparezcan para 2017 (gráfico 2.8). Todas las economías exportadoras de petróleo ajenas al CCG registran déficits fiscales pese a su dependencia de recursos no renovables como principal fuente de ingresos.

Por consiguiente, para la mayoría de los países de la región que exportan petróleo, la consolidación fiscal es necesaria en el mediano plazo a fin de crear márgenes de maniobra que les permitan afrontar shocks futuros y asegurar que las generaciones venideras también puedan beneficiarse de su riqueza petrolera. No obstante, en algunos países que no son miembros del CCG la necesidad de consolidación es más inmediata, dado el debilitamiento de sus posiciones fiscales después de las recientes disminuciones de su producción de petróleo. Es importante que la consolidación fiscal incluya eliminar gradualmente los subsidios energéticos costosos e ineficientes, sustituyéndolos por redes de protección social focalizadas, y aumentar los ingresos no petroleros. Estos esfuerzos deberían apuntalarse con procesos presupuestarios sólidos a fin de controlar el nivel de gasto.

Las reformas estructurales pueden ayudar a diversificar las economías de la región más allá del petróleo, aumentar la productividad y alentar a las empresas de la región a expandirse al sector de los bienes transables. Es necesario continuar los esfuerzos para promover el empleo de los ciudadanos de países miembros del CCG en el sector privado. Es imperativo que los países ajenos al CCG mejoren su situación de seguridad y clima de negocios.

Economías importadoras de petróleo

La actividad económica de los importadores de petróleo de OMNAP ha seguido siendo deslucida debido a ineficiencias profundamente arraigadas en las estructuras económicas, conflictos regionales y persistentes tensiones sociopolíticas. Sin embargo, la confianza ha empezado a mejorar y las exportaciones están repuntando gracias al aumento de la demanda de sus socios comerciales. Algunas reformas estructurales están promoviendo lentamente la competitividad y la inversión extranjera directa a través de menores costos de producción.

Las proyecciones para los importadores de petróleo de OMNAP muestran un aumento del crecimiento del 2,6% en 2014 al 3,7% en 2015 —bastante similares a las del informe WEO de abril de este año para 2014, y 0,5 puntos porcentuales por debajo de lo previsto para 2015. Se prevé que el crecimiento se vea impulsado por el aumento de la demanda proveniente de Europa y los países del CCG y por cierta recuperación de la demanda interna a medida que la confianza mejora y las transiciones políticas evolucionan. No obstante, el crecimiento es aún demasiado débil como para abordar el desempleo que persiste en niveles elevados —especialmente entre los jóvenes— y la desigualdad socioeconómica generalizada.

- En Marruecos, la implementación en curso de reformas estructurales está empezando a dar fruto y se espera que se acelere el crecimiento en 2015. Se espera asimismo que la inversión privada se afiance gracias al aumento de la confianza, los crecientes ingresos del turismo y un mejor desempeño en cuanto a exportaciones.
- El crecimiento también se está afianzando en Pakistán, en parte debido a los efectos positivos de las reformas en el área energética, si bien aún persisten importantes vulnerabilidades fiscales y externas.
- En Túnez, los avances en la transición política están generando mayor apoyo por parte de los donantes. Sin embargo, el crecimiento sigue siendo leve y el aumento de los desequilibrios externos ha seguido ejerciendo presión sobre el tipo de cambio. Se están adoptando medidas importantes para reducir las fragilidades del sector bancario, una limitación clave para lograr un crecimiento más fuerte e inclusivo.
- En Egipto, la elección presidencial y el financiamiento substancial del CCG han restaurado parte de la confianza y estabilizado el crecimiento. No obstante, es fundamental continuar las reformas y recibir financiamiento externo adicional para lograr estabilidad macroeconómica, generar un crecimiento inclusivo y crear puestos de trabajo.
- En Jordania, las reformas recientes han estabilizado el crecimiento y las condiciones macroeconómicas, pero las perspectivas se ven perjudicadas por los efectos de contagio adversos en la región. Más allá de la crisis en Siria, los flujos irregulares de gas provenientes de Egipto han requerido importaciones alternativas de energía que han sido costosas. La intensificación del conflicto en Iraq podría poner en riesgo el comercio y la confianza.

- En el Líbano, el problema político y las repercusiones del conflicto sirio han desalentado la confianza y la actividad. La presencia de una gran cantidad de refugiados (una cuarta parte de la población) está afectando la seguridad, impulsando un alto desempleo y pobreza, y perjudicando las finanzas públicas que ya de por sí se encontraban en una situación de debilidad.

La recuperación es vulnerable a reveses en las transiciones políticas y a una intensificación de las tensiones sociales y de seguridad, inclusive a través de sus efectos sobre los precios del petróleo, el movimiento de refugiados y la perturbación del comercio. Un crecimiento menor al previsto en los mercados emergentes, Europa o el CCG podría reducir el turismo, las exportaciones y las remesas. Los países con regímenes cambiarios de limitada flexibilidad podrían enfrentarse a tasas de interés internas más altas cuando las condiciones monetarias mundiales sean más restrictivas, si bien su limitada integración en los mercados internacionales de capital les otorga cierta autonomía en el ámbito de la política monetaria.

Las reformas estructurales ayudarán a elevar el crecimiento a mediano plazo, crear puestos de trabajo y mejorar las condiciones de vida y la equidad. Las reformas sobre el clima de negocios y la gobernanza, un mejor acceso al financiamiento y una mayor integración comercial (especialmente en productos de mayor valor agregado) son fundamentales para disminuir los costos operativos de las empresas y aumentar las oportunidades de empleo. Las reformas en el mercado laboral y el sistema educativo ayudarán a incrementar el capital humano y la productividad (por ejemplo, adaptando mejor la educación y la capacitación profesional a las necesidades del sector privado). Los esfuerzos de reforma en el plano interno también pueden ser apoyados por la comunidad internacional a través de financiamiento, acceso a mercados clave de exportación, asistencia técnica y asesoramiento sobre políticas.

Las medidas macroeconómicas y financieras deberían apoyar la agenda de políticas orientadas a impulsar el crecimiento y el empleo. La consolidación fiscal es necesaria para infundir confianza y recobrar la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano plazo. Pero esto puede hacerse a un ritmo mesurado, si el financiamiento lo permite. La reorientación actual del gasto hacia redes de protección social bien focalizadas, infraestructura, educación y atención de la salud —elementos esenciales para aumentar el crecimiento y

el empleo—podría ser apuntalada mediante una mayor capacidad de implementación y la moderación de los aumentos del gasto en salarios del sector público. A medida que aumenta el crecimiento, la equidad y la confianza empresarial pueden impulsarse ampliando la base imponible, incrementando el carácter progresivo del impuesto sobre la renta, implementando reformas a los subsidios y expandiendo las redes de protección social focalizadas.

África Subsahariana: A una velocidad constante

La actividad económica del África Subsahariana ha seguido creciendo vigorosamente, gracias a las condiciones propicias de la demanda externa y a un fuerte crecimiento de la inversión pública y privada, al tiempo que se prevé que las perspectivas se mantengan favorables para la mayor parte de los países de la región. Sin embargo, más allá de sus graves implicaciones humanitarias, el actual brote del virus del ébola está causando graves estragos económicos en Guinea, Liberia y Sierra Leona. Los riesgos internos también incluyen una rápida acumulación de vulnerabilidades financieras en unos pocos países y una intensificación de las amenazas a la seguridad. Tales riesgos podrían agudizarse si las condiciones mundiales de financiamiento se tornaran más restrictivas antes de lo previsto y si los mercados emergentes registraran una pronunciada desaceleración, sobre todo en los países que dependen del financiamiento exterior privado o de las exportaciones de recursos naturales. Por lo tanto, para la gran mayoría de los países, la consideración clave sigue consistiendo en sustentar un crecimiento sólido para fomentar la creación de empleo y la inclusión, y al mismo tiempo preservar la estabilidad macroeconómica. En los pocos países donde han surgido desequilibrios macroeconómicos, estos tienen que ser abordados.

En África Subsahariana se registró un crecimiento dinámico de 5,1% en 2013, al tiempo que la actividad económica permaneció sólida en el primer semestre de 2014. La causa principal fue la demanda interna, derivada tanto de elevados gastos de inversión como de un fuerte consumo privado, especialmente en los países de bajo ingreso, si bien el crecimiento de las exportaciones también se mantuvo sólido. El gasto en inversión pública y privada se mantuvo fuerte y continuo como resultado de proyectos de infraestructura e inversiones en los sectores minero y de producción energética en numerosos países, mientras que otros países registraron repuntes de la producción agrícola.

Las recientes revisiones de los datos de las cuentas nacionales indican que algunas de las economías de la región (Ghana, Nigeria) están mucho más diversificadas de lo que se pensaba: el nivel del PIB nominal de 2013 de Nigeria ha sido revisado al alza en más de un 80%, lo que convierte a dicho país en la mayor economía de la región, con sectores industriales y de servicios que representan una porción mucho mayor de la economía de lo que se estimaba anteriormente.

En muchas economías de la región, el crecimiento también se ha visto propiciado por un relajamiento adicional de las condiciones financieras externas desde abril de 2014. Algunas economías pudieron recurrir a los mercados de capitales a un ritmo más acelerado, y las recientes emisiones de bonos soberanos en el mercado de eurodólares tuvieron una demanda muy superior a la oferta, incluidas emisiones inaugurales realizadas en Kenya y Côte d'Ivoire. De hecho, la modalidad de asunción de riesgo ("risk-on") se ha generalizado, con pocas diferencias en función de las políticas internas. Los diferenciales soberanos han retornado de forma generalizada a los mínimos observados después de la crisis mundial, independientemente de las posiciones fiscales de los países, con la importante excepción del caso de Ghana. En estas circunstancias, las monedas en general se han estabilizado, tras haber experimentado un debilitamiento en 2013, salvo en Ghana, y algunas economías (en especial, Nigeria) que habían utilizado las reservas internacionales para defender el valor externo de sus monedas en 2013 han logrado reponerlas. Sin embargo, el cedi ghanés se ha visto sometido a continuas presiones a la baja, debidas en gran medida a desviaciones de las políticas internas. El kwacha zambiano también se vio sometido a importantes presiones hasta mayo de 2014, pero desde entonces la divisa ha recuperado parte del terreno perdido.

Sin embargo, estas perspectivas en general positivas están eclipsadas por la alarmante situación en Guinea, Liberia y Sierra Leona, donde el actual brote de ébola está causando graves estragos humanos y económicos. Además, a diferencia de la sólida actividad registrada en gran parte de la región, el crecimiento en Sudáfrica siguió siendo deslucido, viéndose afectado por huelgas prolongadas, un bajo nivel de confianza de las empresas y un limitado suministro de electricidad. La importante depreciación del rand hasta el momento solo ha dado lugar a un limitado ajuste externo, que era muy necesario.

Cuadro 2.7. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en algunas economías de África subsahariana

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor ¹			Saldo en cuenta corriente ²			Desempleo ³		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
África subsahariana	5,1	5,1	5,8	6,6	6,7	7,0	-2,4	-2,6	-3,2	...	...	...
Exportadores de petróleo⁴	5,7	6,1	7,0	7,8	7,6	8,1	3,7	3,3	1,8	...	...	...
Nigeria	5,4	7,0	7,3	8,5	8,3	8,7	4,0	3,7	2,2	...	...	...
Angola	6,8	3,9	5,9	8,8	7,3	7,3	5,5	4,1	2,0	...	...	...
Gabón	5,6	5,1	5,4	0,5	4,7	2,5	12,1	12,2	6,0	...	...	...
Chad	3,9	9,6	6,7	0,2	2,8	3,1	-9,5	-7,2	-7,1	...	...	...
República del Congo	3,3	6,0	7,5	4,6	2,2	2,3	-3,4	-3,2	-3,2	...	...	...
Economías de ingreso mediano⁵	3,5	3,0	3,6	5,7	6,4	6,3	-5,4	-5,2	-5,0	...	...	...
Sudáfrica	1,9	1,4	2,3	5,8	6,3	5,8	-5,8	-5,7	-5,6	24,7	25,2	25,0
Ghana	7,1	4,5	4,7	11,7	15,7	16,8	-11,9	-9,9	-8,5	...	...	...
Côte d'Ivoire	8,7	8,5	7,9	2,6	0,6	2,6	-2,1	-3,0	-3,1	...	...	...
Camerún	5,5	5,1	5,2	2,1	3,2	2,6	-3,7	-3,5	-3,4	...	...	...
Zambia	6,7	6,5	7,2	7,0	8,0	7,8	0,7	1,9	2,3	...	...	...
Senegal	3,5	4,5	4,6	0,7	-0,5	1,5	-10,4	-9,8	-9,4	...	...	...
Economías de bajo ingreso⁶	6,1	6,3	6,6	5,7	5,7	5,9	-11,7	-12,4	-12,3	...	...	...
Etiopía	9,7	8,2	8,5	8,1	7,7	9,1	-6,0	-7,1	-7,3	...	...	...
Kenya	4,6	5,3	6,2	5,7	7,3	6,0	-8,7	-8,0	-8,1	...	...	...
Tanzanía	7,0	7,2	7,0	7,9	5,9	4,9	-13,8	-13,7	-13,1	...	...	...
Uganda	5,8	5,9	6,3	5,0	5,5	5,9	-8,5	-10,4	-10,5	...	...	...
Madagascar	2,4	3,0	4,0	5,8	7,3	6,6	-5,4	-4,3	-4,0	...	...	...
República Democrática del Congo	8,5	8,6	8,5	0,8	2,4	4,1	-10,2	-9,3	-9,2	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
África subsahariana excluido												
Sudán del Sur	4,9	5,2	5,7	6,6	6,8	6,9	-2,5	-2,6	-3,2	...	...	...

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

¹La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en el cuadro A7 del apéndice estadístico.

²Porcentaje del PIB.

³Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

⁴Incluye Guinea Ecuatorial y Sudán del Sur.

⁵Incluye Botswana, Cabo Verde, Lesotho, Mauricio, Namibia, Seychelles y Swazilandia.

⁶Incluye Benín, Burkina Faso, Burundi, Comoras, Eritrea, Gambia, Guinea, Guinea-Bissau, Liberia, Malawi, Malí, Mozambique, Níger, la República Centroafricana, Rwanda, Santo Tomé y Príncipe, Sierra Leona, Togo y Zimbabwe.

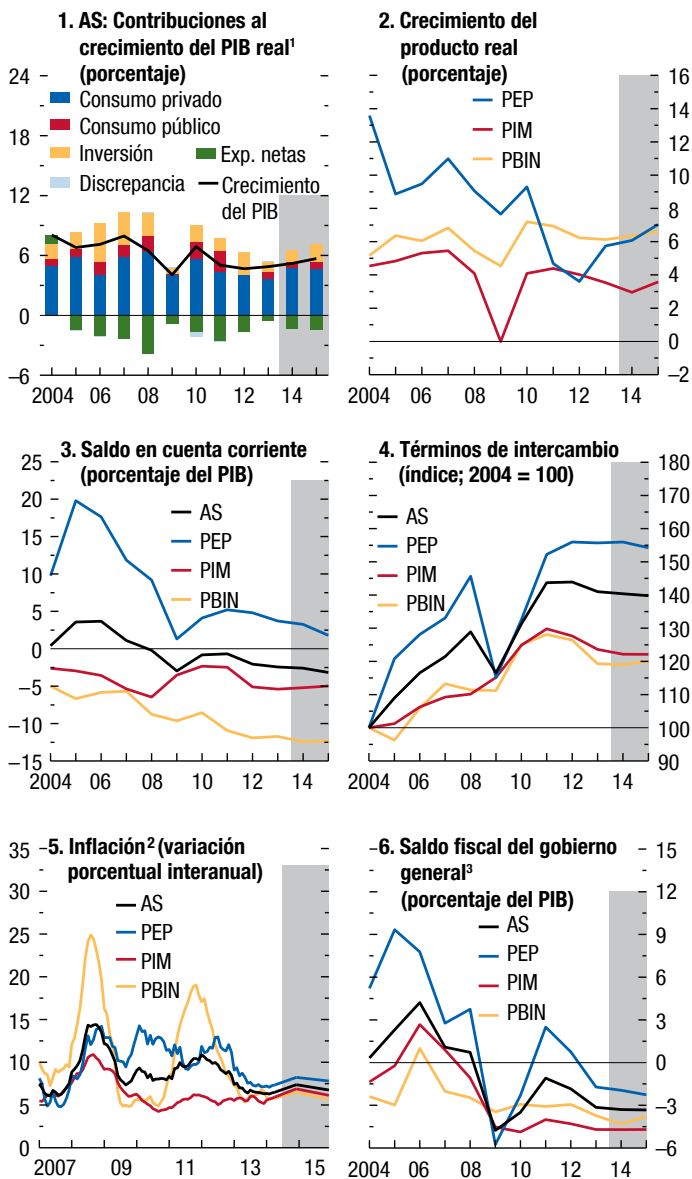
Se proyecta que el crecimiento de la región se acelere aún más, al aumentar de 5,1% en 2014 a 5,8% en 2015 (cuadro 2.7, gráfico 2.9). El pronóstico para 2014 es ligeramente más débil que el del informe WEO de abril de 2014, pero algo más sólido para 2015. En muchos países, la actividad económica seguirá beneficiándose del impulso generado por los proyectos de infraestructura, la expansión de la capacidad productiva, el dinamismo de los sectores de servicios, un repunte de la actividad agrícola, o combinaciones de todos estos factores. Sin embargo, el panorama que enfrentan algunos países de ingreso mediano y exportadores de petróleo es más dispar. En Sudáfrica, se prevé que una recuperación moderada empiece a

afianzarse solo a partir de 2015, dado que la mejora de las relaciones laborales permite que la reposición de las existencias y el repunte gradual de las exportaciones netas contrarresten el lastre de las condiciones restrictivas de financiamiento.

Existen factores de carácter interno que plantean riesgos para las perspectivas de la región. Si el brote de ébola se prolongara más o se propagara a más países, la actividad económica en África occidental sufriría consecuencias drásticas. La seguridad en varias partes de África subsahariana sigue siendo delicada, como por ejemplo en la República Centroafricana y en Sudán del Sur. Por último, la posición fiscal de unos pocos países se está debilitando a raíz del aumento del gasto corriente.

Gráfico 2.9. África subsahariana: Velocidad constante

El crecimiento se ha mantenido sólido en la mayoría de las economías de África subsahariana, gracias a importantes gastos de inversión y un fuerte consumo privado. Sin embargo, en unos pocos países se están acumulando factores de vulnerabilidad fiscal.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de International Financial Statistics, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: AS = África subsahariana; PBIN = países de bajo ingreso; PEP = países exportadores de petróleo; PIM = países de ingreso mediano. El término exportadores de petróleo se refiere solamente a los exportadores de petróleo de África subsahariana. Los grupos de países pueden consultarse en el cuadro 2.7, y la metodología empleada para su agregación en el apéndice estadístico.

¹Liberia, Sudán del Sur y Zimbabwe se excluyen debido a las limitaciones de datos.

²Debido a las limitaciones de datos, Eritrea está excluida de los países de bajo ingreso, al igual que Zimbabwe con anterioridad a diciembre de 2009, y Sudán del Sur está excluido de los países exportadores de petróleo con anterioridad a junio de 2012.

³El gobierno general comprende el gobierno central, los gobiernos estatales, los gobiernos locales y los fondos de seguridad social.

En el frente externo, la región se ha hecho más sensible a los shocks financieros externos y reales, dados sus crecientes vinculaciones mundiales. Por lo tanto, de revertiese repentinamente la compresión de las primas de riesgo y la volatilidad en los mercados financieros mundiales, los países de África subsahariana que dependen del financiamiento en el mercado externo podrían verse muy afectados. Una disminución del crecimiento en las economías de mercados emergentes —en particular China— también representa un riesgo prologando para la región, pero sobre todo para los países que dependen mucho de las exportaciones de materias primas. Una escalada de los precios del petróleo beneficiaría a los exportadores de petróleo de la región pero perjudicaría a los importadores, especialmente si se tiene en cuenta que las restricciones energéticas en la mayoría de los países de la región están relacionadas con el elevado costo de la electricidad, puesto que la generación de electricidad por lo general depende de centrales que utilizan combustibles fósiles.

Para la gran mayoría de los países de la región, la consideración clave sigue consistiendo en sustentar un crecimiento sólido para fomentar la creación de empleo y el crecimiento inclusivo. Las políticas deben seguir haciendo hincapié en medidas que propicien el crecimiento, por ejemplo, incentivando la movilización de los ingresos internos, apoyando una muy necesaria inversión en infraestructura y mejorando el clima empresarial. Pero conforme las autoridades procuran alcanzar estos objetivos, será importante tener en cuenta las limitaciones macroeconómicas, evitar una dependencia excesiva de los flujos de capitales volátiles e impedir una ampliación permanente de la posición fiscal. En los pocos países donde los desequilibrios macroeconómicos se han convertido en motivo de preocupación, es necesario realizar un ajuste, pero evitando consecuencias adversas para los pobres y los grupos vulnerables.

Sección especial sobre los efectos de contagio: Los factores determinantes subyacentes de los rendimientos en Estados Unidos son importantes para los efectos de contagio

El anuncio de la reducción en la compra de activos por parte de Estados Unidos realizado en mayo de 2013 disparó una brusca revaloración del riesgo, y trajo aparejado un nivel de volatilidad en los mercados inusualmente alto (gráfico 2.SE.1). Los rendimientos en otras economías avanzadas se incrementaron significativamente, y las economías de mercados emergentes se vieron muy afectadas: aumentaron los rendimientos de los bonos locales, bajaron los precios de las acciones y se depreciaron las monedas. Es probable que la turbulencia del mercado tras el anuncio haya sido el efecto colateral de un punto de inflexión inesperado de la política, en un contexto de posicionamiento de mercado unidireccional, acompañado por una volatilidad implícita muy baja en los precios de las opciones. Ese posicionamiento de mercado resurgió en los últimos meses, pero en un contexto en el que el despegue respecto del límite inferior cero es más inminente que hace un año.

Dadas las perspectivas de endurecimiento de la situación financiera, es importante, en términos de efectos de contagio, saber cuáles son los factores que determinan el endurecimiento, ya que esos factores definen el carácter del efecto de contagio. Así, en esta sección sobre efectos de contagio se analizan los factores determinantes subyacentes de los rendimientos en Estados Unidos, su comportamiento reciente y los posibles efectos de contagio, sobre la base del Informe sobre los efectos de contagio de 2014 (FMI 2014)¹. El análisis se desarrolla en dos pasos: 1) separa los factores determinantes clave de los rendimientos en Estados Unidos en shocks “reales” y “monetarios” utilizando un vector autorregresivo (VAR) con restricciones de signo y 2) analiza las consecuencias de los efectos de contagio de los dos shocks para distintos grupos de países, utilizando VAR con datos de panel. La idea detrás del

Los autores de esta sección sobre efectos de contagio son Troy Matheson, Emil Stavrev y Sebastian Weber, con asistencia de Ava Yeabin Hong y Chanpheng Fizzarotti para la investigación.

¹A la luz de la recuperación despareja que registraron las economías avanzadas, véase el Informe sobre los efectos de contagio de 2014 donde se presenta un análisis de las consecuencias del abandono asincrónico de la política: Estados Unidos y el Reino Unido lo hicieron primero, seguidos por Japón y la zona del euro.

Gráfico 2.SE.1. Volatilidad implícita
(Puntos básicos)



Fuente: Bloomberg, L.P.

Nota: MOVE = expectativas de volatilidad de opciones de Merrill. Los datos abarcan cifras hasta el 11 de agosto de 2014.

esquema de identificación es sencilla: mientras que los shocks monetarios positivos (endurecimiento) elevan los rendimientos y bajan los precios de las acciones, los shocks reales positivos (mejores perspectivas/más apetito de riesgo) aumentan tanto los rendimientos como los precios de las acciones.

El análisis sugiere que los efectos de contagio varían según los factores determinantes de los rendimientos en Estados Unidos y de las características económicas de los países receptores. Específicamente, los shocks monetarios tienen efectos de contagio adversos en el exterior porque aumentan significativamente los rendimientos externos, mientras que deprimen la actividad económica. Los efectos de contagio en economías de mercados emergentes son más intensos que en economías avanzadas pequeñas. Al mismo tiempo, los shocks reales tienen efectos de contagio generalmente positivos en las economías receptoras: la mayor actividad eco-

nómica en Estados Unidos impulsa el crecimiento de las exportaciones, lo que no se compensa sino parcialmente con los mayores rendimientos en las economías receptoras.

Factores determinantes subyacentes de los rendimientos en Estados Unidos

A fin de descomponer los rendimientos en Estados Unidos en shocks reales y monetarios, se utiliza un VAR bivariado con restricción de signo, que comprende los rendimientos de los bonos ($R_{i,t}$) y el logaritmo del índice del mercado de acciones ($S_{i,t}$). Específicamente:

$$R_{i,t} = \alpha_{i,0} + \alpha_{i,1}R_{i,t-1} + \alpha_{i,2}S_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}^R, \quad (2.SE.1)$$

$$S_{i,t} = \delta_{i,0} + \delta_{i,1}R_{i,t-1} + \delta_{i,2}S_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}^S. \quad (2.SE.2)$$

Los parámetros $\alpha_{i,0}$, $\alpha_{i,1}$, $\alpha_{i,2}$, $\delta_{i,0}$, $\delta_{i,1}$ y $\delta_{i,2}$ son coeficientes de forma reducida, y $\varepsilon_{i,t}^R$ y $\varepsilon_{i,t}^S$ son shocks de forma reducida que son una combinación lineal de los shocks estructurales $MONEY_{i,t} \sim N(0,1)$ y $REAL_{i,t} \sim N(0,1)$. En Matheson y Stavrev (de próxima publicación) se ofrece una descripción más detallada de la metodología.

Las restricciones de signo contemporáneas utilizadas para identificar los dos shocks asumen que las noticias económicas positivas hacen que aumenten los rendimientos a largo plazo y que suban los precios de las acciones. Por ende, las restricciones de signo impuestas en las dos variables del VAR son las siguientes²:

	R	S
REAL	+	+
MONETARIO	+	-

Los datos son diarios y abarcan el período de enero de 2000 a mediados de julio de 2014. La serie de rendimientos de bonos a largo plazo (R) es el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años con vencimiento constante, y la serie de precio de las acciones (S) es el logaritmo del índice 500 de Standard & Poor's. Al utilizar los rendimientos a largo plazo en lugar de los rendimientos a corto plazo en el análisis, se contempla un concepto más amplio de los

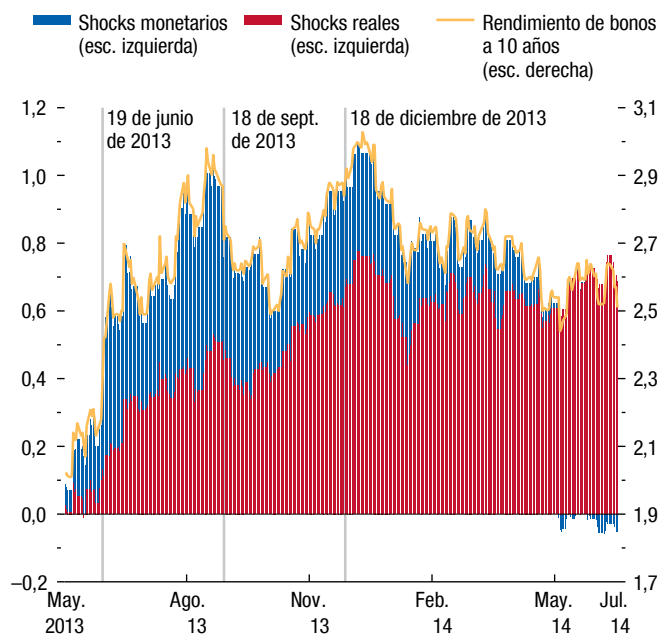
²El desglose en shocks monetarios y reales se basa en el modelo que ofrece la menor distancia a la mediana de la respuesta de impulso por puntos entre todos los modelos que cumplen con las restricciones de signo (Fry y Pagan, 2011).

shocks monetarios, que abarca los shocks de política monetaria convencionales y los no convencionales. Sin embargo, la identificación también guarda coherencia con los shocks exógenos de la prima por inversión a largo plazo, cambios en las preferencias de cartera en perjuicio de los bonos y las acciones, a favor de una mayor demanda de efectivo, y posibles sorpresas al alza en la inflación no relacionadas con el aumento de la demanda. En distintos momentos, predominan distintos factores.

Los resultados de la descomposición resaltan los roles cambiantes de los shocks reales y monetarios en relación con las variaciones en los rendimientos en Estados Unidos en el período comprendido entre mayo de 2013 y julio de 2014³. Específicamente, tras el anuncio de reducción de compra de activos, el aumento de los rendimientos correspondió a shocks monetarios, que contribuyeron aproximadamente el 60% del total de aumento de 100 puntos básicos registrado antes del anuncio de “no reducción” de septiembre. El posterior anuncio de reducción efectiva, de diciembre de 2013, tuvo un impacto menor en los rendimientos porque los mercados lo interpretaron como una confirmación de la mejora en las perspectivas económicas. A partir de principios de 2014, los rendimientos declinaron de manera coherente con la baja en la contribución del shock monetario, mientras que la contribución del shock real se mantuvo mayormente sin cambios. Desde mediados de mayo de 2014, los shocks monetarios pasaron a ser negativos (mayor flexibilización de las condiciones monetarias), lo que contrarresta la contribución positiva de las mejores noticias económicas a los rendimientos en Estados Unidos. Hacia mediados de julio de 2014, los shocks reales representaban la totalidad del aumento de 60 puntos

³Cabe señalar que los shocks reales de la descomposición de VAR bivariada comprenden tanto “shocks de actividad como shocks en la sincronización de los mercados en función de los riesgos”, que podrían tener consecuencias posiblemente diferentes en términos de efectos de contagio. A fin de desglosar los shocks de riesgo, se agregó el tipo de cambio efectivo nominal de Estados Unidos a la VAR bivariada. Aunque los shocks de actividad y de riesgo tienen el mismo impacto sobre los rendimientos y los precios de las acciones, su impacto sobre el tipo de cambio difiere: el dólar de EE.UU. se aprecia (o se deprecia) a partir de un aumento de la actividad (o del riesgo). (En FMI 2014 se presentan más detalles sobre la estimación). Los resultados preliminares de esta descomposición tripartita sugieren resultados cualitativamente similares para la contribución de los shocks monetarios. En relación con los shocks reales, los resultados sugieren que el componente de actividad se mantuvo mayormente estable, mientras que la contribución del aumento del riesgo aumentó desde mayo de 2014. Se necesita un análisis más profundo para evaluar las consecuencias de los shocks de actividad y de riesgo en términos de efectos de contagio.

Gráfico 2.SE.2. Factores determinantes de los rendimientos en Estados Unidos
(Puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los datos abarcan cifras hasta el 10 de julio de 2014.

básicos registrado en los rendimientos en Estados Unidos a largo plazo desde mayo de 2013 (gráfico 2.SE.2).

Efectos de contagio del aumento en los rendimientos en Estados Unidos

A fin de evaluar la transmisión internacional de los shocks reales y monetarios de los rendimientos en Estados Unidos, se obtiene el efecto dinámico de estos shocks externos (X_t) sobre las variables de otros países ($Y_{i,t}$) utilizando un VAR con datos de panel estimado con datos mensuales⁴. Específicamente⁵:

⁴Algunos autores han evaluado el papel de los shocks estadounidenses en otros países. Véanse, por ejemplo, Ehrmann, Fratzscher Rigobon (2011); Ehrmann y Fratzscher (2009); Fratzscher, Lo Duca y Straub (2013); Chen, Mancini-Griffoli y Sahay (de próxima publicación); Georgiadis (de próxima publicación); Kim (2001); Maćkowiak (2007); Miniane y Rogers (2007), y Mishra *et al.* (2014).

⁵En relación con este análisis, es preciso señalar que las estimaciones de coeficientes se mantienen constantes a lo largo del período de la muestra. Es posible que los efectos de contagio hayan sido mayores en el período posterior a la crisis. Sin embargo, la cantidad de observaciones disponibles no es suficiente para que esta hipótesis a prueba sea empíricamente viable.

$$Y_{i,t} = \sum_{l=1}^{12} A_l Y_{i,t-l} + \sum_{l=0}^{12} B_l X_{t-l} + \varepsilon_{i,t}, \quad (2.SE.3)$$

donde A_l y B_l representan matrices de coeficiente de forma reducida. El vector de variable dependiente incluye el rendimiento de bonos soberanos a largo plazo en moneda local ($R_{i,t}$), la variación anual en el tipo de cambio efectivo nominal ($E_{i,t}$) y un indicador de actividad ($Z_{i,t}$), descrito alternativamente según la variación anual en la producción industrial, la variación anual en el índice de precios de acciones o la suma de los cocientes de acciones y bonos (entradas de capitales netas) sobre PIB de acciones y bonos⁶:

$$Y_{i,t} = (R_{i,t} \ E_{i,t} \ Z_{i,t}). \quad (2.SE.4)$$

Los shocks externos (X_t) son el shock monetario de Estados Unidos y el shock real de Estados Unidos, respectivamente⁷. Como los dos shocks son ortogonales entre sí, se incluyen por separado en la estimación. Todas las regresiones incluyen 12 rezagos⁸. Las bandas de confianza se basan en errores estándar *bootstrapped*⁹.

En el análisis se utilizan datos mensuales del período que va de enero de 2000 a julio de 2014. Los rendimientos de bonos soberanos a largo plazo en moneda local se toman de Bloomberg, L.P. y de la base de datos de International Financial Statistics (IFS). El tipo de cambio efectivo nominal se toma del sistema de notificaciones del FMI, y los datos de producción industrial se toman de la base de datos de las IFS y de Haver Analytics.

⁶Se opta por este enfoque y no por una regresión que incluya los tres indicadores de actividad simultáneamente, que reduciría notablemente los grados de libertad con dos variables adicionales y 12 rezagos. Se informan las funciones de impulso-respuesta de los rendimientos, el tipo de cambio efectivo nominal y la producción industrial de la especificación base, y se complementan con aquellas de la variación anual en el índice de precios de acciones y la suma de los cocientes de acciones y bonos (entradas de capitales netas) sobre PIB de la especificación alternativa. Los datos están tomados de la base de datos de las IFS del FMI y de EPFR Global. Cambiar la especificación a una regresión logarítmica o a la primera diferencia de la regresión logarítmica afecta el valor de las estimaciones de punto ligeramente, pero no tiene consecuencias para los resultados cualitativos.

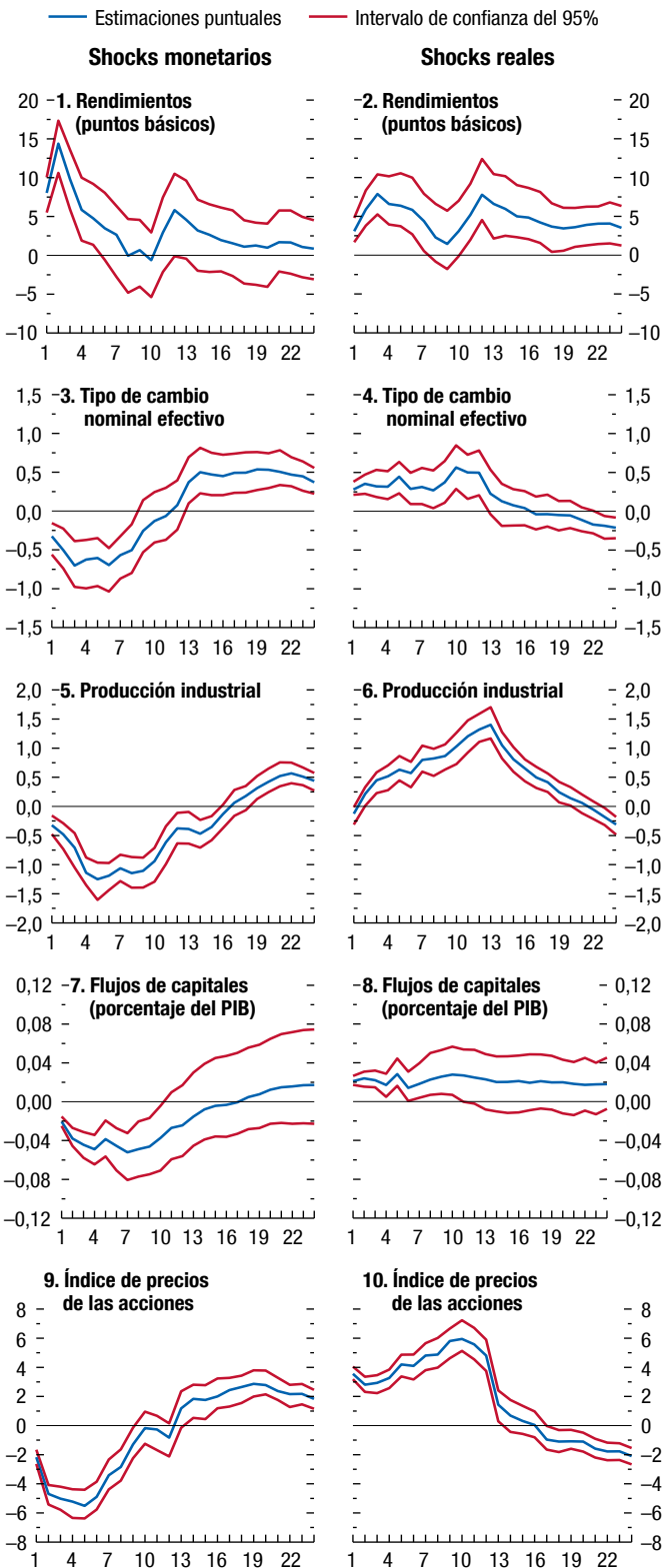
⁷A fin de convertir los shocks, que se identifican con frecuencia diaria, a una frecuencia mensual, se toma la suma de los shocks en mes correspondiente.

⁸La longitud óptima de los rezagos varía según el criterio de prueba (entre 9 y 16 rezagos).

⁹Las bandas de confianza permiten la correlación entre ecuaciones en la estructura VAR. Sin embargo, es probable que las bandas de confianza subestimen la incertidumbre en torno de las estimaciones de coeficientes, ya que la dependencia de varias secciones entre países no se tienen en cuenta y se utiliza una variable estimada como regresor.

Gráfico 2.SE.3. Efectos de contagio de shocks monetarios y reales en Estados Unidos

(Variación porcentual interanual, salvo indicación en contrario; meses en el eje de la abscisa)

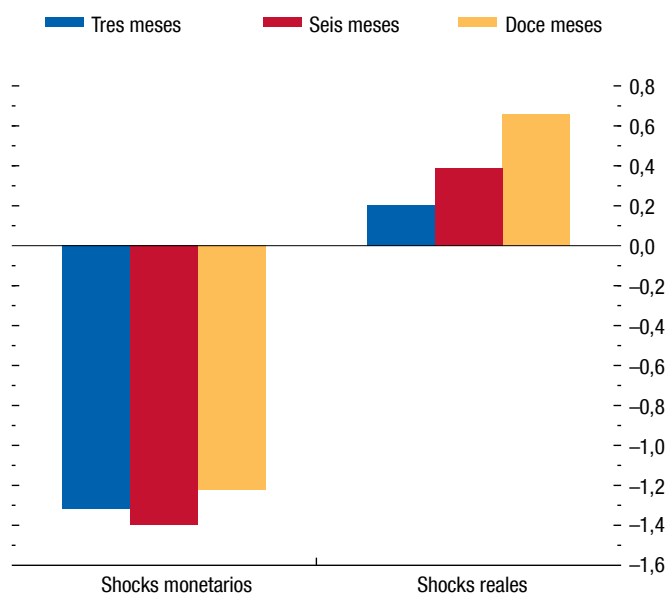


Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

El panel (no equilibrado) incluye un total de 29 economías: 6 economías avanzadas pequeñas (Australia, Canadá, Noruega, Nueva Zelandia, Suecia, Suiza), 9 economías de Europa central y oriental (Bulgaria, Croacia, Hungría, Israel, Polonia, República Checa, República Eslovaca, Rumania, Turquía), 10 economías de Asia (China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, RAE de Hong Kong, Singapur, Tailandia), 3 economías de América Latina (Brasil, Colombia, México) y Sudáfrica. A fin de minimizar los posibles problemas de endogeneidad, las economías avanzadas más grandes, como Japón, el Reino Unido y la zona del euro, no se incluyen en el análisis de efectos de contagio (aunque es posible que haya un predominio de los shocks de Estados Unidos incluso en estas economías; véanse más detalles en Ehrmann, Fratzscher y Rigobon, 2011).

Los resultados muestran que los efectos de contagio correspondientes a un aumento de 25 puntos básicos en el rendimiento de los bonos estadounidenses a 10 años difieren notablemente según el factor determinante subyacente sea un shock real o un shock monetario (gráfico 2.SE.3). En particular, los shocks monetarios se ven acompañados por aumentos en los rendimientos de los bonos, una depreciación de la moneda, salidas de capitales y declive en los mercados de acciones y en la actividad económica. El mismo aumento en los rendimientos debido a una mejora en las perspectivas de crecimiento (shock real) se ve acompañado por una respuesta limitada en los rendimientos de los bonos, una apreciación de la moneda, entradas de capitales y aumentos en los retornos del mercado de acciones y la actividad económica. La respuesta del tipo de cambio no es inmediatamente intuitiva, ya que la mejora de las perspectivas económicas en Estados Unidos también puede causar un aumento en las entradas de capitales y una apreciación del dólar de EE.UU. El hecho de que las demás monedas se aprecien (y que aumenten los flujos de capitales hacia esas monedas) se explica a partir del carácter dual del shock real (véase la nota 4). Dado el carácter del esquema de identificación, el shock real puede reflejar la mejora en las noticias económicas acerca de Estados Unidos y el mayor apetito de riesgo, que genera una reubicación de activos, en perjuicio de activos más seguros (bonos estadounidenses) y a favor de activos más riesgosos (acciones y bonos de mercados emergentes). Si el apetito de riesgo predomina, el shock real hace que los capitales fluyan hacia mercados emergentes, que se aprecien sus monedas y que los rendimientos bajen. Sin embargo, así predo-

Gráfico 2.SE.4. Estados Unidos: Respuesta promedio de la producción industrial tras distintos intervalos
(Variación porcentual interanual)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

mine el riesgo o predominen las noticias económicas sobre Estados Unidos, la producción industrial aumenta en Estados Unidos y en otras economías.

Los resultados también sugieren que los efectos de contagio de los shocks monetarios en general son, al parecer, menores que los efectos en Estados Unidos, mientras que los de shocks reales parecen ser mayores (gráficos 2.SE.3 y 2.SE.4). En particular, tras un shock monetario adverso, la producción industrial en los países receptores cae en promedio aproximadamente un ¾%, mientras que la producción industrial de Estados Unidos decrece aproximadamente un 1¼% a lo largo de un año. Esto guarda coherencia con los resultados del panel que indican que las tasas de interés en las economías receptoras aumentan menos que las de Estados Unidos tras un shock monetario. Las estimaciones se ubican ligeramente por encima de aquellas correspondientes a los efectos de contagio de una política monetaria convencional, que van de un coeficiente de 1:3 a uno de 1:2 en términos de contracción del producto del país receptor respecto del producto de Estados Unidos¹⁰.

¹⁰Véanse, por ejemplo, Kim (2001), Maćkowiak (2007) y Georgiadis (de próxima publicación).

Al mismo tiempo, un shock real positivo en Estados Unidos impulsa la producción industrial en ese país un poco menos que en las economías receptoras, lo que probablemente refleje el impacto positivo adicional producto del mayor apetito de riesgo implícito en los shocks reales. Los trabajos con VAR basados en datos trimestrales concluyen que hay respuestas promedio a shocks sorpresivos de crecimiento en Estados Unidos de un rango que abarca desde un coeficiente de 1:4 a uno de 1:2, y en algunos países de un coeficiente de más de 1:1 (véase la edición de abril de 2014 del informe WEO)¹¹. Sin embargo, la estrategia de identificación correspondiente a esas estimaciones difiere de la utilizada en este caso, que comprende tanto componentes de crecimiento sorpresivo como componentes de aumento del riesgo. Los segundos suelen asociarse con efectos más grandes para mercados emergentes, por lo que pueden explicar la mayor estimación del efecto de contagio.

Las respuestas promedio no permiten apreciar la posible dispersión entre países, que refleja, por ejemplo, los distintos vínculos económicos con Estados Unidos o marcos políticos que pueden amortiguar o amplificar los shocks. Este aspecto se analiza en mayor profundidad contrastando dos casos: primero, dividiendo la muestra en economías avanzadas pequeñas y mercados emergentes, y, segundo, comparando los resultados de los mercados emergentes de Europa central y oriental, Asia y América Latina. En el gráfico 2.SE.5 se muestra la respuesta promedio de los rendimientos de bonos, los tipos de cambio efectivos nominales, la producción industrial, los flujos de capitales y los precios de las acciones de los grupos de países en los primeros 3, 6 y 12 meses posteriores a shocks monetarios y reales. Los resultados de América Latina deben interpretarse con cuidado, ya que recurren a una muestra pequeña de solo tres economías (aquellas que tienen datos disponibles), con información correspondiente principalmente a la segunda mitad del período de la muestra.

En respuesta al shock monetario de Estados Unidos, los rendimientos en las economías de mercados emergentes, si se los compara con los de economías avanzadas, aumentaron en mayor grado, los tipos de cambio se depreciaron menos, las salidas de capitales fueron mayores y el producto y los precios de las acciones

¹¹Estos estudios se basan en períodos de muestra que con frecuencia abarcan datos más allá de principios de la década de 1980. Las correlaciones de crecimiento en la década pasada han sido significativamente mayores (véase la edición de octubre de 2013 del informe WEO).

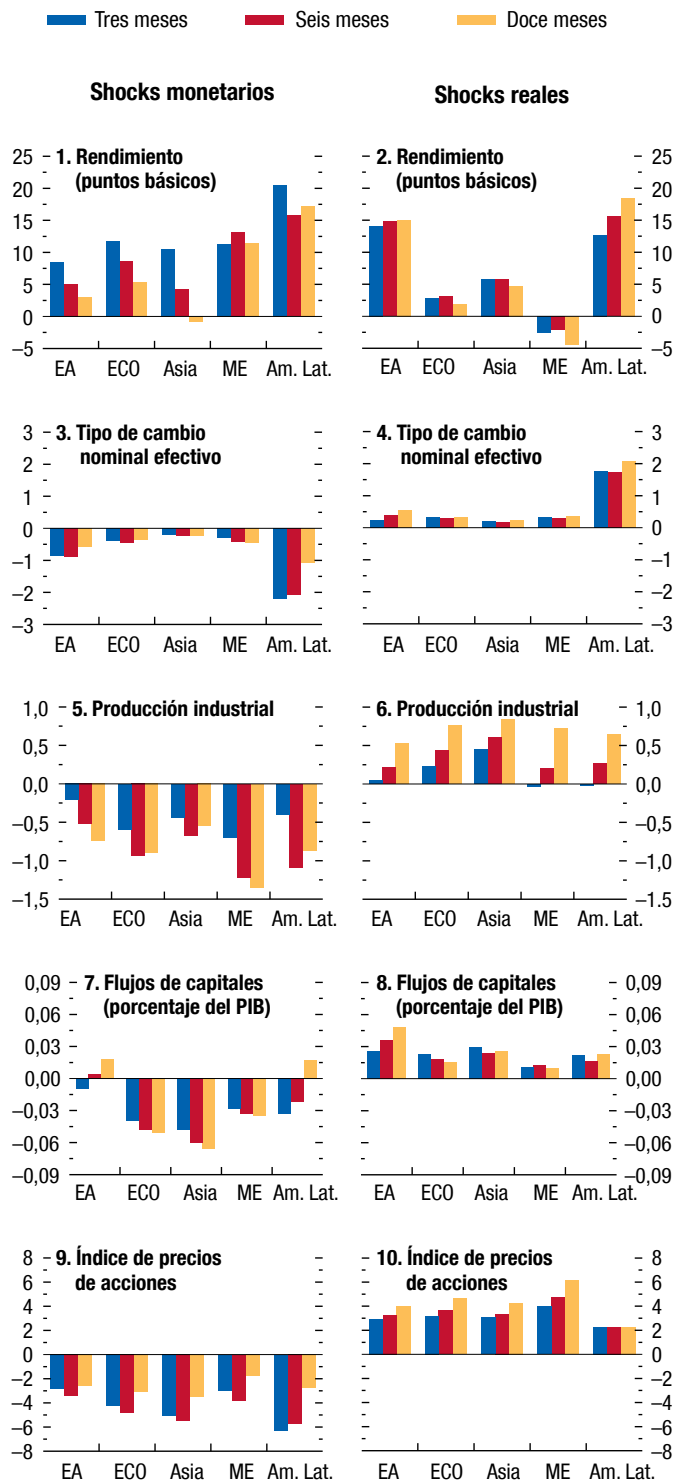
se contrajeron más. Es probable que los precios diferenciales reflejen el mayor riesgo vinculado con los activos de mercados emergentes y la mayor flexibilidad del tipo de cambio y mayor profundidad de los mercados financieros en economías avanzadas. La respuesta a un shock real en Estados Unidos se diferencia menos entre los dos grupos, con la notable excepción de la respuesta de los rendimientos, que refleja, entre otros factores, el carácter dual del shock real (que comprende un componente de aumento del riesgo que tiende a deprimir los rendimientos de bonos en mercados emergentes)¹².

La actividad en las economías de Asia tiende a verse menos afectada por los shocks monetarios en Estados Unidos, comparada con la de economías de Europa central y oriental y América Latina, a pesar de las mayores salidas de capitales y las mayores bajas en los mercados de acciones. No obstante, las economías de Europa central y oriental y América Latina experimentan grandes depreciaciones de la moneda y mayores aumentos en los rendimientos de bonos. El endurecimiento de la situación financiera en esas economías redundaría en un mayor declive en la producción industrial, comparada con la de economías de Asia. En respuesta a un shock real en Estados Unidos, la diferencia entre las economías de Asia y las de Europa central y oriental es menos pronunciada (y, en gran medida, no significativa estadísticamente), con la excepción de la reacción de los precios del mercado de acciones, que tienden a repuntar más en Europa central y oriental que en Asia. La diferencia entre los impactos sobre las economías de Europa central y oriental y las economías de Asia probablemente refleje, entre otros aspectos, diferencias en los fundamentos económicos (por ejemplo, balanzas de cuenta corriente relativamente sólidas en las economías asiáticas)¹³. Además, las economías de Europa central y oriental tienden a tener mayor participación de extranjeros en los mercados en moneda local. Eso puede explicar la mayor respuesta de los precios de las acciones y la respuesta negativa no significativa de los rendimientos de los bonos a un shock real, que refleja el aspecto de aumento del riesgo.

¹²La respuesta de los rendimientos en economías avanzadas tras shocks reales, más intensa que la de mercados emergentes, guarda coherencia con los shocks reales que capturan el comportamiento ante aumentos del riesgo: los bonos y las acciones de mercados emergentes en general se consideran más riesgosos, mientras que los bonos de economías avanzadas se ven como activos más seguros.

¹³En relación con el papel de los fundamentos económicos en los efectos de contagio, véase FMI (2014) y las referencias allí incluidas.

Gráfico 2.SE.5. Efectos de contagio de shocks monetarios y reales en Estados Unidos, por grupos de países
(Variación porcentual interanual, salvo indicación en contrario)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Am. Lat. = América Latina; EA = economías avanzadas; ECO = Europa central y oriental; ME = mercados emergentes.

Los rendimientos y los tipos de cambio efectivos reales de las economías de América Latina son más sensibles que los de economías de las otras regiones, en parte a causa de las cuentas de capitales relativamente abiertas y los regímenes de tipo de cambio más flexibles.

Conclusiones

El análisis sugiere que los efectos de contagio difieren según los factores determinantes subyacentes de los rendimientos en Estados Unidos. Una recuperación más rápida (shock real) en Estados Unidos tiene un efecto positivo sobre el crecimiento mundial, ya que fortalece el desempeño del sector externo e impulsa la confianza en las economías receptoras. Al mismo tiempo, un endurecimiento inesperado de la situación financiera (shock monetario en Estados Unidos adverso) tiene efectos de contagio negativos en el exte-

rior, ya que aumenta los rendimientos externos significativamente, lo que deprime la actividad económica.

Las diferencias de impacto entre los países se explican en función de la fuerza de sus vínculos económicos con Estados Unidos, sus marcos de políticas (que pueden amortiguar o amplificar los shocks), o ambos. Las economías avanzadas pequeñas son menos vulnerables a los shocks monetarios adversos en Estados Unidos que las economías de mercados emergentes, lo que refleja, entre otros factores, sus regímenes de tipo de cambio más flexibles y la mayor profundidad de sus mercados financieros. En el caso de las economías de mercados emergentes, el endurecimiento de la situación financiera tiene un menor impacto sobre la actividad en las economías de Asia que en las economías de Europa central y oriental y América Latina, lo que se debe en parte a las balanzas externas relativamente sólidas de las economías de Asia.

Referencias

- Chen, Jiaqian, Tommaso Mancini-Griffoli y Ratna Sahay, de próxima publicación, “Spillovers from U.S. Monetary Policy on Emerging Market Economies: Different This Time?”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Ehrmann, Michael, y Marcel Fratzscher, 2009, “Global Financial Transmission of Monetary Policy Shock”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 71 (6): 739–59.
- , y Roberto Rigobon, 2011, “Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission”, *Journal of Applied Econometrics* 26 (6): 948–74.
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2014, *2014 Spillover Report*. Washington.
- Fratzcher, Marcel, Marco Lo Duca y Roland Straub, 2013, “On the International Spillovers of US Quantitative Easing”, ECB Working Paper 1557 (Fráncfort: Banco Central Europeo).
- Fry, René, y Adrian Pagan, 2011, “Sign Restrictions in Structural Vector Autoregressions: A Critical Review.” *Journal of Economic Literature* 49 (4): 938–60.
- Georgiadis, Giorgio, de próxima publicación, “Determinants of Global Spillovers from U.S. Monetary Policy”, ECB Working Paper (Fráncfort: Banco Central Europeo).
- Kim, Soyoung, 2001, “International Transmission of U.S. Monetary Policy Shocks: Evidence from VAR’s”, *Journal of Monetary Economics* 48 (2): 339–72.
- Maćkowiak, Bartosz, 2007, “External Shocks, U.S. Monetary Policy and Macroeconomic Fluctuations in Emerging Markets”, *Journal of Monetary Economics* 54 (8): 2512–20.
- Matheson, Troy, y Emil Stavrev, de próxima publicación, “News and Monetary Shocks at a High Frequency: A Simple Approach”, IMF Working Paper (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Miniane, Jacques, y John H. Rogers, 2007, “Capital Controls and the International Transmission of U.S. Money Shocks”, *Journal of Money, Credit and Banking* 39 (5): 1003–35.
- Mishra, Prachi, Kenji Moriyama, Papa N’Diaye y Lam Nguyen, 2014, “Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets”, IMF Working Paper 14/109 (Washington: Fondo Monetario Internacional).