

## Perspectivas de la Economía Mundial, Octubre 2008

### Resumen ejecutivo

*La economía mundial ha iniciado una fuerte desaceleración al verse confrontada con el shock financiero más peligroso que haya afectado a los mercados financieros desarrollados desde los años treinta. Se prevé que el crecimiento mundial sufrirá una desaceleración considerable en 2008 y comenzará a recuperarse moderadamente solo a finales de 2009. La inflación se mantiene en un nivel alto, debido la escalada de los precios de las materias primas, pero se prevé que se moderará. La situación es excepcionalmente incierta, y los riesgos a la baja son considerables. El desafío de política económica inmediato es estabilizar las condiciones financieras mundiales, fortaleciendo al mismo tiempo las economías durante la desaceleración y manteniendo la inflación bajo control.*

### Una economía mundial bajo presión

Después de varios años de vigoroso crecimiento, la economía mundial se está desacelerando rápidamente (capítulos 1 y 2). La actividad económica mundial se ve golpeada por un shock financiero extraordinario y por un nivel de precios aún alto para la energía y otras materias primas. Muchas economías avanzadas están cerca de una recesión o avanzan hacia ella, mientras que el crecimiento en las economías emergentes también se está debilitando.

La crisis financiera, que estalló primero con el colapso del mercado de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos en agosto de 2007, se ha agravado aún más en los últimos seis meses y entró en una nueva fase agitada en septiembre. El impacto se ha notado en todo el sistema financiero mundial, incluidos los mercados emergentes que lo sienten con una intensidad cada vez mayor. La creciente preocupación por la insolvencia ha dado lugar a resoluciones de emergencia de algunas de las principales instituciones financieras de Estados Unidos y Europa y ha dañado gravemente la confianza. Para responder a esta situación, las autoridades estadounidenses y europeas han adoptado medidas extraordinarias orientadas a estabilizar los mercados, como el suministro de liquidez en gran escala, la rápida intervención para resolver las dificultades de las instituciones debilitadas, la ampliación de la garantía de depósitos y la reciente adopción en Estados Unidos de la legislación por la cual se utilizan fondos públicos para comprar los activos problemáticos de los bancos. No obstante, la situación sigue siendo muy incierta en el momento en que este informe se envía a la imprenta.

Al mismo tiempo, la conjunción del alza de los precios de los alimentos y combustibles iniciada en 2004 y la restricción de la capacidad productiva ha impulsado la inflación hasta niveles sin precedentes en una década. Como se analiza en el capítulo 3, los aumentos de los precios al consumidor han sido especialmente fuertes en las economías emergentes y en desarrollo. Esta aceleración es reflejo del fuerte peso de los precios de los alimentos en las canastas de consumo de estas economías, un crecimiento aún bastante rápido y expectativas de inflación no suficientemente ancladas. Cabe señalar que, en general, los países que han adoptado regímenes de metas de inflación han logrado mejores resultados. En

las economías avanzadas, el encarecimiento del petróleo ha impulsado al alza el nivel general de inflación, pero las presiones de la inflación subyacente parecen controladas.

El reciente deterioro de la evolución económica mundial se produce tras una expansión sostenida de la actividad basada en la integración creciente de las economías emergentes y en desarrollo en la economía mundial. En retrospectiva, sin embargo, la aplicación de políticas macroeconómicas y regulatorias poco restrictivas puede haber contribuido a la aceleración de la economía mundial a un ritmo superior al recomendado y a la acumulación de desequilibrios en los mercados financieros, de la vivienda y de productos. Al mismo tiempo, las fallas del mercado, junto con las deficiencias de política económica, han impedido que los mecanismos equilibradores operaran eficazmente y han permitido la acumulación de tensiones.

### **No hay indicios de la recuperación y es probable que esta sea gradual cuando aparezca**

De cara al futuro, es probable que las condiciones financieras sigan siendo muy difíciles, lo que limitará las perspectivas de crecimiento mundial. Las proyecciones de referencia se basan en el supuesto de que las medidas adoptadas por las autoridades estadounidenses y europeas lograrán estabilizar las condiciones financieras y evitarán nuevos acontecimientos sistémicos. No obstante, aunque el plan de Estados Unidos para eliminar los activos problemáticos de los balances de los bancos se implemente con éxito, el riesgo de contraparte probablemente se mantendrá en niveles excepcionalmente altos durante algún tiempo, lo que retrasará el retorno a una situación de mayor liquidez en los principales mercados financieros. Además, es muy probable que se produzcan pérdidas de crédito adicionales a medida que se desacelera la economía mundial. En estas circunstancias, la capacidad de las instituciones financieras de captar capital se pondrá a prueba. Por lo tanto, como se analiza en la edición de octubre de 2008 del informe sobre la estabilidad financiera mundial, *Global Financial Stability Report*, el desapalancamiento necesario seguirá siendo un proceso prolongado, lo que implica que el ritmo de creación del crédito —y de actividad— estará sujeto a límites por lo menos hasta 2009.

No obstante, se prevé que varios factores sienten las bases para una recuperación gradual a finales de 2009:

- Se proyecta una estabilización de los precios de las materias primas, aunque a un nivel sin precedentes en 20 años. Cabe prever que los efectos adversos sobre los términos de intercambio resultantes del aumento de los precios del petróleo en más de un 50% en 2008 comiencen a moderarse en 2009, lo que acelerará el consumo en los países importadores de petróleo.
- Se prevé que el sector de la vivienda en Estados Unidos toque fondo finalmente en el próximo año, lo que acabará con el intenso lastre que este ha representado para el crecimiento desde 2006. Cabe esperar que la estabilización de los precios de la vivienda ayude en su momento a limitar las pérdidas del sector financiero relacionadas con las hipotecas, y la reciente intervención de las dos semipúblicas, Fannie Mae y Freddie Mac, favorecerá la disponibilidad de crédito en el sector de la vivienda. Aunque el ciclo de la

vivienda y el consiguiente ajuste pueden producirse con rezago en otras economías avanzadas, el impacto global de la crisis financiera será considerable.

- A pesar del enfriamiento del ritmo de actividad, aún se prevé que las economías emergentes resistan bien a las turbulencias, gracias al vigoroso crecimiento de la productividad y el fortalecimiento de los marcos de política económica. Obviamente, cuanto más larga sea la crisis financiera, más probable será que se vean afectadas.

En estas circunstancias, las proyecciones de referencia con respecto al crecimiento se han revisado considerablemente a la baja en relación con la actualización de julio de 2008 de *Perspectivas de la economía mundial*. Tomando como base el promedio anual, se prevé que el crecimiento mundial se moderará del 5,0% en 2007 al 3,9% en 2008 y al 3,0% en 2009, el ritmo más lento desde 2002. Las economías avanzadas se encontrarán en recesión o cerca de ella en el segundo semestre de 2008 y principios de 2009, y la recuperación prevista para finales de 2009 será excepcionalmente gradual en comparación con recuperaciones anteriores. El crecimiento en la mayoría de las economías emergentes y en desarrollo se desacelerará por debajo de su tendencia. Con respecto a la inflación, cabe esperar que la combinación del aumento de la capacidad ociosa y la estabilización de los precios de las materias primas contenga el ritmo de incremento de los precios, lo que reducirá la inflación hasta niveles inferiores al 2% en 2009 en las economías avanzadas. En las economías emergentes y en desarrollo, la inflación disminuirá de forma más gradual, a medida que los recientes aumentos de precios de las materias primas continúen trasladándose a los consumidores. Este pronóstico de referencia está sujeto a considerables riesgos a la baja. El riesgo principal está relacionado con dos cuestiones financieras conexas: las tensiones financieras podrían seguir siendo muy fuertes y la restricción del crédito derivada del desapalancamiento podría ser más intensa y más prolongada de lo previsto en el escenario de referencia. Además, el deterioro del mercado de la vivienda en Estados Unidos podría ser más pronunciado y más prolongado de lo previsto en el pronóstico, mientras que los mercados de la vivienda en Europa podrían deteriorarse a nivel más general. Los riesgos inflacionarios para el crecimiento son ahora más equilibrados porque los precios de las materias primas se han reducido a medida que se ha desacelerado la economía mundial. Al mismo tiempo, las posibles perturbaciones de los flujos de capital y los riesgos de un aumento del proteccionismo representan riesgos adicionales para la recuperación.

En el capítulo 4 se examinan las conexiones entre las tensiones financieras y las desaceleraciones económicas y se compara la experiencia reciente con episodios anteriores. En el análisis se indica que las tensiones financieras relacionadas con el sector bancario normalmente suelen tener más efectos económicos adversos que las relacionadas con los mercados de valores o los mercados cambiarios y que el mayor impacto podría obedecer al cambio hacia una intermediación financiera de tipo más impersonal. La situación de partida parece influir en los resultados. Por lo tanto, los balances relativamente sólidos del sector empresarial no financiero en Estados Unidos y Europa occidental al principio de la actual desaceleración refuerzan la capacidad de resistencia, pero estarán sujetos al riesgo que entraña un período sostenido de tensiones financieras.

En el capítulo 6 se plantean varias cuestiones relacionadas con los países que registran grandes déficits sostenidos en cuenta corriente. Estas cuestiones podrían ser

particularmente pertinentes ya que el desapalancamiento mundial reduce la disponibilidad de financiamiento externo para las economías emergentes. En el análisis se examinan las grandes divergencias en la evolución de la cuenta corriente en los países de mercados emergentes de todo el mundo y se relacionan los grandes déficits en las economías emergentes de Europa con la liberalización de la cuenta de capital, la reforma financiera y las oportunidades creadas por la convergencia económica europea. No obstante, los grandes déficits sostenidos pueden desaparecer bruscamente, y los regímenes cambiarios rígidos agravan estos riesgos. De hecho, en muchas economías con cuantiosos déficits en cuenta corriente el impacto de la turbulencia financiera ya ha sido mucho mayor que en las que registran pequeños déficits o superávits en cuenta corriente.

### **Las autoridades se encuentran entre la espada y la pared**

Las autoridades de todos los países afrontan la ardua tarea de estabilizar las condiciones financieras fortaleciendo al mismo tiempo sus economías durante un período de desaceleración del crecimiento y manteniendo la inflación bajo control. Los esfuerzos multilaterales son particularmente importantes en las circunstancias actuales, entre otros, las iniciativas de política económica para paliar la turbulencia financiera, aliviar las rigideces en los mercados de materias primas y respaldar a las economías de bajo ingreso confrontadas con altos costos de importación de alimentos.

Las autoridades de los países están implementando activamente medidas de política económica orientadas a estabilizar la situación financiera. Para llevar a cabo esta enorme tarea se deberán tomar medidas de gran alcance que permitan abordar los problemas sistémicos, es decir, cómo solucionar el problema de los activos problemáticos, fomentar la reconstitución del capital bancario y restablecer la liquidez en los mercados financieros, tomando en cuenta al mismo tiempo los intereses de los contribuyentes y las consideraciones de riesgo moral. Las iniciativas a nivel nacional deberán coordinarse a escala internacional para afrontar los problemas comunes y evitar incentivos adversos entre los países.

Cabe prever que el plan de Estados Unidos de comprar activos relacionados con el sector inmobiliario contribuya con el tiempo a reducir la presión sobre los bancos afectados por los activos problemáticos y, por lo tanto, ayude a estabilizar las fuentes de financiamiento y recuperar la confianza. No obstante, probablemente también se necesitarán fondos públicos para ayudar a los bancos a restablecer sus bases de capital. En Europa occidental, para restablecer la confianza es esencial que las autoridades se comprometan claramente a actuar de manera coordinada y concertada para facilitar el reconocimiento oportuno de los activos problemáticos y la recapitalización de los bancos. Una tarea fundamental será establecer acuerdos de cooperación, adaptados a una amplia variedad de circunstancias, como por ejemplo, para resolver las tensiones en las grandes instituciones transfronterizas y asegurar que se aplique un enfoque coherente al ampliar la garantía de depósitos.

Las políticas macroeconómicas en las economías avanzadas deberán respaldar la actividad y, por lo tanto, contribuir a romper el círculo vicioso de repercusiones adversas entre la situación del sector financiero y la economía real, sin perder de vista los riesgos inflacionarios.

- Cabe prever que la rápida desaceleración de la actividad y el aumento de las brechas del producto contribuyan a contener la inflación. La moderación de la presión inflacionaria y el deterioro de las perspectivas económicas proporcionan cierto

margen para aplicar una política monetaria más expansiva en algunos casos, especialmente en la zona del euro y el Reino Unido, donde las tasas de interés a corto plazo se mantienen altas.

- Con respecto a la política fiscal, los estabilizadores automáticos contribuyen eficazmente a proteger la actividad frente a los shocks y debería dejarse que estos operaran libremente, siempre que las trayectorias del ajuste sean compatibles con la viabilidad a largo plazo. El estímulo fiscal discrecional puede proporcionar respaldo al crecimiento si se materializan los riesgos a la baja, siempre que este estímulo se preste de forma oportuna, esté bien focalizado y no socave la sostenibilidad fiscal. En las circunstancias actuales, el margen fiscal disponible debería centrarse en respaldar la estabilización del sector financiero y el sector de la vivienda según sea necesario, y no en impulsar un estímulo más general. A su debido tiempo, deberán efectuarse ajustes compensatorios de las políticas fiscales para salvaguardar los objetivos de consolidación a mediano plazo.

Las prioridades de las autoridades de política macroeconómica varían considerablemente entre las economías emergentes y en desarrollo, en el marco de sus esfuerzos por encontrar un equilibrio entre el crecimiento y los riesgos inflacionarios.

- En un número cada vez mayor de economías, la principal preocupación es ahora la desaceleración de la actividad económica, a medida que se deterioran las condiciones externas y el nivel general de inflación comienza a moderarse. Este cambio justificaría frenar el ciclo de contracción monetaria, especialmente en los países en que los efectos de segunda ronda en la inflación derivados de los precios de las materias primas han sido limitados, y convendría adoptar una política más expansiva si el panorama sigue deteriorándose. Si se producen salidas repentinas de capital, los países deberán responder rápidamente para garantizar la liquidez adecuada, utilizando al mismo tiempo el tipo de cambio para absorber parte de la presión. Además, deberán redoblar los esfuerzos para mejorar la capacidad para prevenir, gestionar y resolver las tensiones financieras, a través, entre otras medidas, de la planificación para contingencias.
- No obstante, en varios otros países, las presiones inflacionarias siguen siendo un motivo de preocupación debido a los fuertes incrementos de los precios de los alimentos, el sólido crecimiento sostenido, las mayores restricciones de la oferta y la aceleración de los salarios, especialmente en el sector público. Aunque la reciente moderación de los precios internacionales de las materias primas podría aliviar parte de la presión, se están poniendo en peligro los avances logrados en los últimos años en la reducción de la inflación; si se deteriora la credibilidad, restablecerla será un proceso costoso y prolongado. En estos países, tal vez sea necesario aplicar una política monetaria más restrictiva.
- Los países con regímenes cambiarios muy regulados afrontan importantes desafíos. La adopción de tipos de cambio más flexibles ayudaría a contener las presiones inflacionarias ya que daría mayor margen de maniobra para un ajuste monetario ante las salidas de capital. Naturalmente, también influyen otras consideraciones al elegir

un régimen cambiario, como, por ejemplo, el grado de desarrollo financiero y la diversidad de la base de exportación.

- La política fiscal puede respaldar la gestión macroeconómica. Una mayor restricción del gasto público ayudaría a reducir las presiones inflacionarias en varios países que aún enfrentan problemas de recalentamiento de la economía. Este aspecto es particularmente importante para los países con déficits en cuenta corriente que aplican un régimen de tipo de cambio fijo. En las economías exportadoras de petróleo con monedas vinculadas al dólar de EE.UU., el gasto puede centrarse en aliviar los estrangulamientos de la oferta. Si bien las economías emergentes tienen ahora más margen de maniobra que en el pasado para aplicar una política fiscal anticíclica si las perspectivas económicas se deterioran, el análisis del capítulo 5 advierte que es poco probable que esta opción sea eficaz a menos que la confianza en la sostenibilidad esté firmemente establecida y las medidas sean oportunas y estén bien focalizadas. A nivel más general, los subsidios a los alimentos y combustibles son cada vez más costosos y, por naturaleza, ineficientes. Una opción más adecuada son los programas focalizados que ayudan a las familias pobres a hacer frente al aumento de los gastos de subsistencia.

### **Reformas necesarias de los marcos de política económica**

El deterioro de la economía mundial ha creado inquietudes en cuanto a los marcos de política macroeconómica que han de adoptarse y la idoneidad de las políticas que influyen en los mercados financieros y de materias primas.

#### ***Actuar en contra de la tendencia***

El excepcional entorno actual ha avivado el interés en la formulación de políticas que se centren más en evitar altibajos en los precios de los activos, inclusive mediante la aplicación de medidas de política más firmes durante las épocas de prosperidad. Una estrategia adecuada consistiría en incorporar un componente macroprudencial en el marco reglamentario a fin de combatir el carácter inherentemente procíclico de la creación de crédito. Otra posibilidad sería ampliar el alcance de los marcos de política monetaria de manera que permitan amortiguar las fluctuaciones de precios de los activos, sobre todo si dichas fluctuaciones son rápidas o producen alteraciones graves de los precios con respecto a los parámetros fundamentales, si bien tal decisión plantea una compleja problemática.

Además, hay más interés en reforzar la credibilidad de los marcos de política fiscal para hacer de esta una herramienta anticíclica más eficaz. El talón de Aquiles de una política fiscal activa sigue siendo los criterios de economía política que inducen a la toma de decisiones a corto plazo. Por este motivo, muchos países no aprovechan las épocas de prosperidad para acumular un margen de recursos que les permita aplicar estímulos discrecionales eficaces durante las fases descendentes del ciclo, o están luchando contra problemas de sostenibilidad fiscal a largo plazo. En el capítulo 5 se señala que la nueva tendencia hacia la adopción de marcos de política más basados en reglas —semejantes al principio de discrecionalidad restringida en la política monetaria— y los mecanismos más

enérgicos de gobierno fiscal que se observan en cada vez más países podrían incrementar la eficacia de la política fiscal como herramienta para combatir las desaceleraciones.

### ***Subsanar deficiencias en las infraestructuras de regulación y supervisión***

Además de hacer frente a las inminentes amenazas sistémicas, se están realizando denodados esfuerzos para subsanar las múltiples deficiencias que ha dejado al descubierto la actual turbulencia financiera. Como se explica en la edición de octubre de 2008 de *Global Financial Stability Report* (informe sobre la estabilidad financiera mundial), el objetivo primordial es garantizar que a escala individual las instituciones gestionen el riesgo de una manera más eficaz y resistente, por ejemplo, fijando requisitos más exigentes de reservas obligatorias de capital e insistiendo en que se utilicen prácticas más estrictas de gestión de la liquidez y en que se mejore la publicación de los riesgos tanto dentro como fuera del balance. Otra tarea importante consiste en reforzar los marcos de resolución de crisis.

Por otro lado, la agitación financiera ha demostrado que los marcos nacionales de estabilidad financiera no han evolucionado al mismo ritmo que las innovaciones en los mercados financieros y la globalización, y la consecuencia ha sido una perjudicial propagación transfronteriza de los problemas. Se necesita una mayor coordinación internacional y colaboración entre las autoridades prudenciales de los países, sobre todo para prevenir, gestionar y resolver las tensiones financieras en los mercados y en las principales instituciones financieras.

### ***Fomentar la conservación de energía e incrementar la oferta de petróleo y alimentos***

El reciente descenso de los precios de las materias primas no debería atenuar los esfuerzos por aliviar las tensiones en los mercados de estos productos. No hay muchos datos concretos que indiquen que el creciente interés de los inversionistas en las materias primas como activos alternativos —o la especulación abierta— haya tenido un efecto sistemático o duradero sobre los precios. Sin embargo, la combinación de inusuales vaivenes en la actitud de los mercados y una mayor liquidez en el mercado financiero puede haber contribuido a generar una dinámica de precios a corto plazo en ciertas circunstancias. Por lo tanto, el interés debe centrarse en políticas que propicien un mejor equilibrio entre la oferta y la demanda a largo plazo, y en evitar medidas que podrían exacerbar la rigidez del mercado a corto plazo. Esto podría implicar un mayor traslado de las fluctuaciones de los precios internacionales a los mercados internos y una mayor conservación de energía. La reducción de los subsidios a los biocombustibles en las economías avanzadas también podría aliviar las presiones a corto plazo sobre los precios de los alimentos. En general, la prioridad debe ser reforzar la reacción de la oferta ante el aumento de los precios. Por ahora, será crucial que los donantes incrementen su apoyo a las economías más pobres para hacer frente a los desafíos humanitarios provocados por la escalada de los precios de los alimentos.

### ***Corregir los desequilibrios mundiales***

El alza de los precios de las materias primas ha agravado los desequilibrios mundiales, incrementando los superávits en cuenta corriente en los países exportadores de petróleo y los déficits en los importadores de petróleo. Sin duda, la decisión de los

exportadores de petróleo de ahorrar una parte de los ingresos adicionales es sensata: el consiguiente reciclaje de los fondos de los países superavitarios a los deficitarios está funcionando bien. Al mismo tiempo, el déficit no petrolero de Estados Unidos ha disminuido sustancialmente, en parte debido a la depreciación de la moneda estadounidense a un nivel real efectivo que en general está más acorde con el equilibrio a mediano plazo. Sin embargo, el dólar de EE.UU. se ha depreciado principalmente frente al euro y algunas otras monedas de tipo de cambio flexible.

La estrategia multilateral avalada por el Comité Monetario y Financiero Internacional en 2005 y formulada en el marco de la Consulta Multilateral sobre los Desequilibrios Mundiales en 2006 y 2007 aún es válida, pero tiene que aplicarse de forma flexible. La consolidación fiscal en Estados Unidos sigue siendo un objetivo fundamental a mediano plazo, pero las recientes medidas de estímulo fiscal anticíclico y apoyo estatal para estabilizar las instituciones financieras están justificadas. Una mayor apreciación efectiva del renminbi contribuiría a la estrategia general de China de orientar las fuentes de crecimiento hacia la demanda interna y potenciar la eficacia de la política monetaria. Un aumento más lento del gasto en los países exportadores de petróleo de Oriente Medio ayudaría a reducir el recalentamiento de sus economías, al igual que una intensificación de los esfuerzos para aliviar los estrangulamientos de la oferta. Además, las reformas de los mercados de productos y de trabajo en la zona del euro y Japón elevarían el crecimiento potencial.

Por último, el recrudecimiento de las presiones proteccionistas sobre el comercio y los flujos de capital denotan un riesgo preocupante para las perspectivas de recuperación. La solución del actual impasse en las negociaciones de la Ronda de Doha ayudaría a reforzar el sistema abierto de comercio multilateral, que ha sido un puntal importante del vigoroso crecimiento mundial en los últimos años. Al mismo tiempo, en los países superavitarios los fondos soberanos de inversión siguen adquiriendo importancia como instrumentos de inversión. El conjunto de principios y prácticas acordado recientemente por los fondos soberanos de inversión con respecto a su administración, inversión y gestión de riesgo (los “Principios de Santiago”) contribuirá a paliar las preocupaciones relativas a estos fondos que podrían dar lugar a restricciones contraproducentes sobre las entradas de flujos. Además, las directrices para los países receptores que están siendo elaboradas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos ayudarían a asegurar que los fondos soberanos de inversión gocen de acceso equitativo, transparente y abierto a los mercados.



Nota de prensa del capítulo 3: *¿Ha vuelto la inflación?*  
*Precios de las materias primas e inflación*

*Perspectivas de la economía mundial, octubre de 2008*

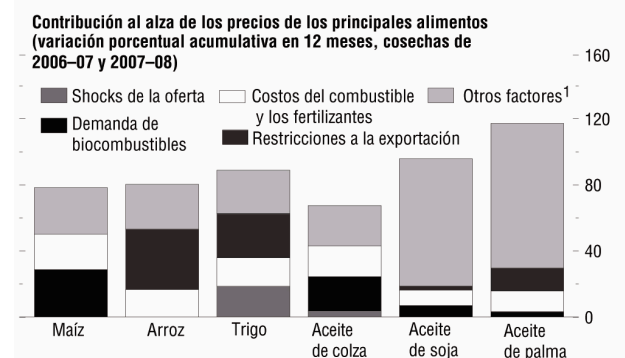
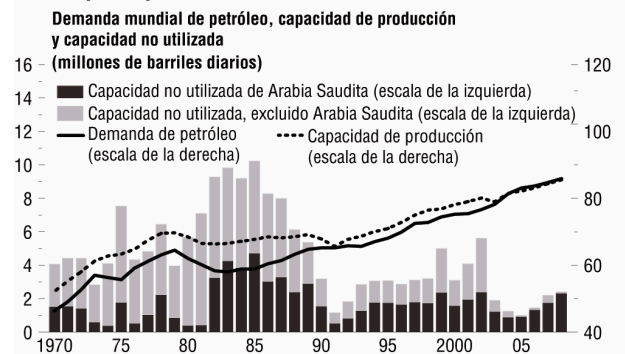
Preparada por Thomas Helbling, Douglas Laxton, Valerie Mercer-Blackman  
e Irina Tytell

**Observaciones fundamentales**

- **A pesar del leve descenso de los precios de las materias primas en las últimas semanas, persisten muchas de las fuerzas que causaron la escalada de estos precios, que probablemente se mantendrán en niveles históricamente altos.**
- **Si bien la situación dista mucho de ser uniforme, los riesgos de inflación siguen siendo relativamente altos en varias economías emergentes y en desarrollo debido a las continuas presiones derivadas del ajuste ante los altos precios de las materias primas y el peligro de que aparezcan efectos de segunda ronda en la inflación subyacente. En las economías avanzadas los riesgos que ya son elevados están disminuyendo rápidamente, gracias al impacto deflacionario de la turbulencia financiera.**
- **En varias economías emergentes y en desarrollo es importante aplicar una política monetaria más restrictiva para contener las presiones inflacionarias, especialmente en aquellas donde la inflación ya se mantiene alta por otros motivos —en particular por el recalentamiento de la economía— y la credibilidad de la política es baja.**

La economía mundial ha experimentado la escalada de precios de las materias primas más amplia y sostenida desde principios de los años setenta. Este auge de precios ha sido impulsado principalmente por la interacción de un sólido crecimiento mundial, la falta de capacidad no utilizada en algunos sectores específicos y un bajo nivel de existencias desde que comenzaron a subir los precios, así como una lenta respuesta de la oferta. Además, algunos factores vinculados específicamente a las materias primas han contribuido al alza reciente de los precios de los alimentos, como la demanda relacionada con la producción de biocombustibles inducida por los subsidios, las distorsiones de la oferta de los principales cultivos y las restricciones comerciales. Por último, los vínculos entre los precios de las distintas materias primas han desempeñado un papel importante, y el aumento de los precios de la energía ha afectado a los de los alimentos (véase el primer gráfico). En cambio, el papel cada vez más

**Evolución reciente de los mercados del petróleo y de los principales alimentos**



Fuentes: *British Petroleum Statistical Review of World Energy* (2008); Agencia Internacional de Energía; U.S. Energy Information Administration, y cálculos del personal del FMI.  
<sup>1</sup>Incluidos los efectos secundarios y de sustitución.

importante de las materias primas como activos financieros alternativos ha tenido un impacto sistemático poco discernible en los precios.

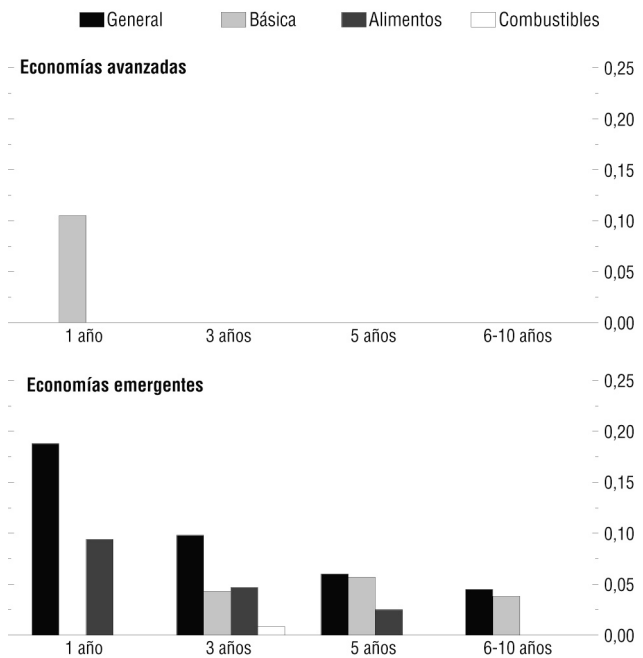
**A pesar del leve descenso de los precios de las materias primas en las últimas semanas, persisten muchas de las fuerzas que causaron la escalada de estos precios.** Las recientes disminuciones reflejan la perspectiva de una desaceleración del crecimiento mundial en 2008–09, la resolución de las limitaciones de la oferta de algunos cultivos alimentarios esenciales debido a las condiciones meteorológicas y el aumento de la oferta de petróleo. No obstante, las limitaciones de la oferta y el bajo nivel de existencias probablemente persistirán durante algún tiempo, y el crecimiento de la demanda en las grandes economías emergentes se mantendrá vigoroso. Por lo tanto, es probable que los precios sigan situándose en niveles históricamente altos, con un margen considerable de volatilidad de los precios.

**Salvo que se produzca una fuerte caída de los precios de las materias primas, durante algún tiempo los riesgos de inflación se mantendrán más altos que en el pasado, especialmente en algunas economías emergentes y en desarrollo.** Muchas de estas economías aún están acusando los efectos del ajuste ante la anterior escalada de precios de las materias primas, y persisten los riesgos de que aparezcan efectos de segunda ronda en la inflación subyacente. Las observaciones empíricas del capítulo parecen indicar que los riesgos de efectos de segunda ronda dependen en gran medida de la capacidad de la política monetaria para anclar las expectativas y del peso de las materias primas —especialmente los alimentos— en el gasto final. Las economías emergentes y en desarrollo no han avanzado mucho en estos ámbitos y, por lo tanto, corren mayores riesgos de no anclar las expectativas y de generar efectos de segunda ronda (véase el segundo gráfico). Además, dado que los recientes shocks relacionados con los mercados de materias primas han sido mayores y más persistentes que durante el período utilizado en el análisis, las consecuencias inflacionarias efectivas podrían incluso ser mayores de lo esperado, salvo si la desaceleración mundial se intensifica.

**En algunos países, es importante aplicar una política monetaria más restrictiva para contener la inflación, especialmente en los países donde esta ya se mantiene alta y la credibilidad de la política es baja.** Si bien el nivel general de inflación podría comenzar a reducirse debido a los recientes descensos de los precios de las materias primas, las presiones inflacionarias subyacentes

#### Variaciones de la inflación esperada en respuesta a las variaciones de la inflación observada<sup>1</sup>

(Inflación esperada a 1, 3, 5 y 6–10 años; respuestas en puntos porcentuales de una variación de 1 punto porcentual de la inflación observada)



Fuentes: Consensus Forecasts y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup>Basado en coeficientes significativos desde el punto de vista estadístico de regresiones de panel con efectos fijos, utilizando datos semianuales desde 2003. El indicador de la inflación básica excluye la inflación de los alimentos y el combustible.

siguen siendo una preocupación, especialmente en los países donde el crecimiento se mantiene sólido y la respuesta de política monetaria ha estado limitada por las políticas cambiarias. Los retrasos en la respuesta de política a un repunte de la inflación pueden socavar la credibilidad, lo que finalmente requerirá respuestas de política monetaria más enérgicas para reducir la inflación, a un costo más alto en términos del producto.

## Nota de prensa del capítulo 4: *Tensiones financieras y desaceleraciones económicas*

*Perspectivas de la economía mundial*, septiembre de 2008

Preparada por Subir Lall, Roberto Cardarelli y Selim Elekdag

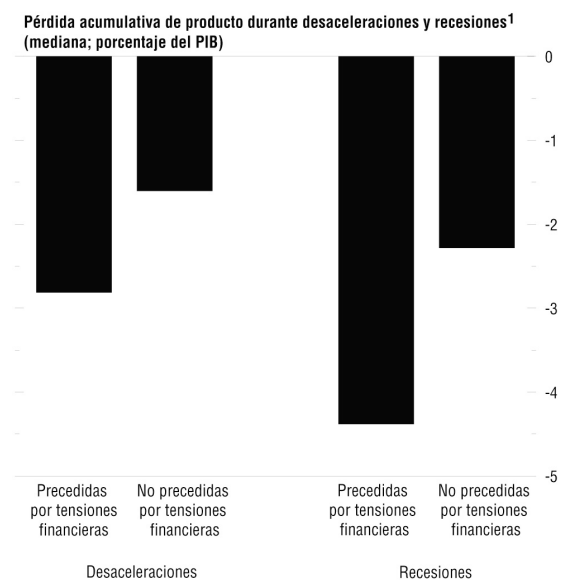
### Observaciones fundamentales

- **Es más probable que los episodios de turbulencia financiera caracterizados por tensiones en el sector bancario estén asociados a desaceleraciones graves y prolongadas.**
- **Una rápida expansión del crédito, una escalada de los precios de la vivienda y un alto nivel de endeudamiento de los hogares y las empresas no financieras aumentan la probabilidad de que las tensiones financieras estén seguidas por una desaceleración económica.**
- **Algunos aspectos de la actual situación en Estados Unidos se parecen a los de anteriores episodios de tensión financiera relacionados con el sector bancario que estuvieron seguidos por recesiones.**

En el capítulo 4 de *Perspectivas de la economía mundial* se examinan algunos episodios anteriores de tensión financiera y sus implicaciones para la actividad económica en el futuro. En el capítulo se presenta un índice de tensiones financieras en el sector bancario y los mercados de valores y cambiarios de 17 economías avanzadas durante los últimos 30 años, mediante el cual se identifican 113 episodios de tensión financiera. De estos episodios, alrededor de la mitad obedecieron a tensiones relacionadas con el sector bancario, mientras que en el resto las tensiones se concentraron principalmente en los mercados de valores o los mercados cambiarios. Tomando como base este índice, el actual episodio de tensión financiera es uno de los más intensos en Estados Unidos y uno de los más extensos, ya que afecta a casi todos los países de la muestra.

**Al examinar estos episodios se observa que no todos los episodios de tensión financiera dan lugar a desaceleraciones o recesiones económicas.** De hecho, esto solo ha ocurrido en alrededor de la mitad de los episodios identificados.

### Tensiones financieras y pérdidas de producto



Fuentes: Haver Analytics; OCDE, Base de datos analíticas; OCDE, *Economic Outlook* (2008) y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Calculada como la pérdida acumulativa de producto cuando este se sitúa por debajo de la tendencia de Hodrick- Prescott en el caso de las desaceleraciones y la pérdida acumulativa de producto hasta la recuperación en el caso de las recesiones.

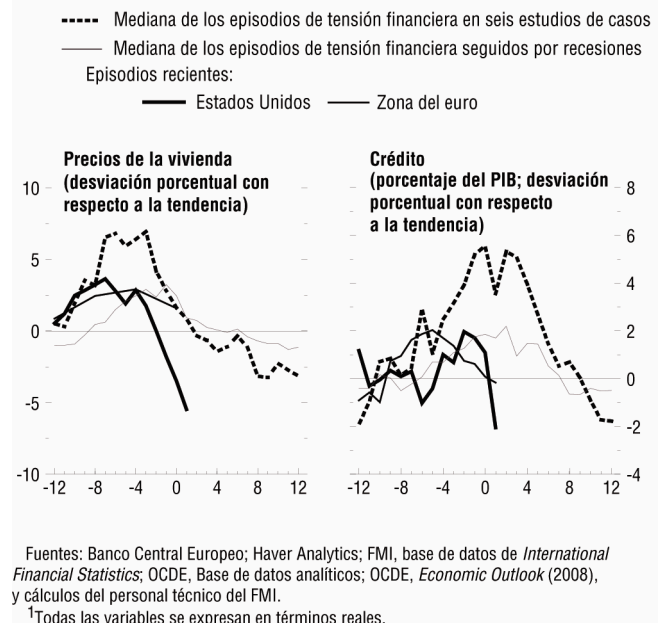
No obstante, cuando una desaceleración o una recesión está precedida por tensiones financieras, y especialmente cuando estas tensiones se concentran en el sector bancario, por lo general esta desaceleración o recesión es considerablemente más grave que las no precedidas por tensiones financieras. Concretamente, las desaceleraciones o recesiones precedidas por tensiones relacionadas con el sector bancario tienden a provocar pérdidas acumulativas del producto entre dos y tres veces mayores y tienden a prolongarse durante un período entre dos y cuatro veces más largo.

¿Qué determina que un episodio de tensión financiera relacionado con el sector bancario esté seguido por una desaceleración o una recesión? En el capítulo se indica que las condiciones iniciales son fundamentales. La probabilidad de que las tensiones financieras vayan seguidas por una desaceleración parece estar relacionada con el aumento de los precios de la vivienda y el crédito agregado en el período anterior al episodio de tensión financiera. Además, aunque la mayor dependencia del financiamiento por parte de las empresas no financieras está vinculada a desaceleraciones más pronunciadas después de un episodio de tensión financiera, la magnitud de los desequilibrios financieros en el sector de los hogares es esencial a la hora de determinar si la desaceleración se convertirá en una recesión.

En el capítulo se observa que el desarrollo de sistemas financieros de tipo más impersonal ha aumentado la vulnerabilidad a fuertes contracciones de la actividad cuando comienzan las tensiones financieras. De hecho, la actividad tiende a reducirse en las recesiones precedidas por tensiones financieras en países con sistemas financieros de tipo más impersonal. Ello obedece a que el apalancamiento en los sistemas bancarios, definido como la relación entre los activos y el capital accionario, parece ser más procíclico en países más avanzados en términos de desarrollo de la intermediación financiera basada en el mercado. No obstante, esto no implica que los sistemas financieros basados en relaciones impersonales sean más propensos a tensiones.

#### El actual episodio de tensión financiera en Estados Unidos y la zona del euro en un contexto histórico<sup>1</sup>

(Comienzo del episodio de tensión financiera cuando  $t = 0$ ; eje de abscisas en trimestres)



Al comparar el actual episodio de tensión financiera con episodios anteriores, se observa que persiste una probabilidad importante de que se produzca una fuerte desaceleración en Estados Unidos. La evolución de los precios de los activos, el crédito agregado y el endeudamiento neto de los hogares en Estados Unidos durante el actual episodio de tensión financiera parece coincidir con la de episodios anteriores que estuvieron

seguidos por recesiones. Como factores compensatorios que podrían proporcionar cierto margen de resistencia pueden mencionarse la situación relativamente sólida de los balances de las empresas al comienzo de la crisis y la política de distensión monetaria contundente de la Reserva Federal. En la zona del euro, los balances relativamente sólidos de los hogares ofrecen cierta protección frente a una desaceleración pronunciada, a pesar de los apreciables aumentos de precios de los activos y los coeficientes de crédito registrados antes de la actual turbulencia financiera.

**En estas circunstancias, es particularmente importante que las autoridades económicas adopten medidas enérgicas para afrontar las tensiones y respaldar el restablecimiento del capital en el sistema financiero.** Una de las principales enseñanzas que pueden extraerse de este análisis es la importancia de los intermediarios financieros básicos, incluidos los agentes de bolsa y los bancos de inversión, en la transmisión de los shocks financieros a la economía real, lo que subraya la necesidad de restablecer las bases de capital de estas instituciones para ayudar a mitigar las desaceleraciones económicas.

## Nota de prensa del capítulo 5: *La política fiscal como herramienta anticíclica*

*Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2008

Preparada por Steven Barnett, Mark De Broeck, Anna Ivanova, Daehaeng Kim, Michael Kumhof, Douglas Laxton, Daniel Leigh, Alasdair Scott, Sven Jari Stehn y Steven Symansky

### Observaciones fundamentales

- De acuerdo con el análisis empírico de este capítulo, la política fiscal discrecional puede influir en la actividad económica, pero el efecto suele ser leve e incluso puede resultar contraproducente. En la práctica es difícil lograr que las reacciones sean oportunas, estén bien focalizadas y tengan carácter transitorio. La preocupación en torno a la sostenibilidad de la deuda puede limitar decisivamente la eficacia de los programas de estímulo fiscal, sobre todo en las economías emergentes. Para crear un espacio que le permita al estímulo fiscal surtir efecto, los gobiernos deben afianzar la situación fiscal durante las épocas de prosperidad, algo que no ha sido fácil de conseguir.
- Se podrían intensificar los efectos anticíclicos de la política fiscal extendiendo el alcance de los estabilizadores automáticos o fortaleciendo la gobernabilidad fiscal, a fin de reducir el problema de la “tendencia a la deuda”.

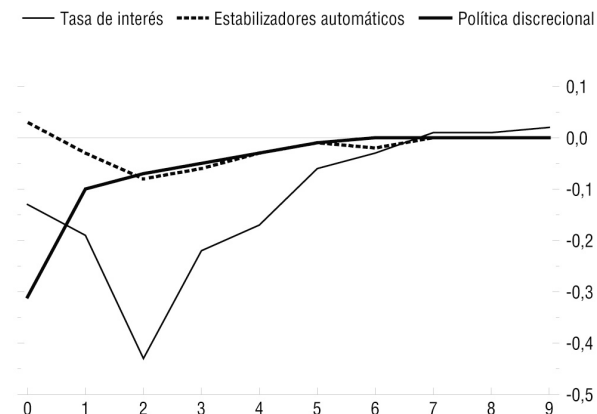
El capítulo examina el papel de la política fiscal para contrarrestar las fluctuaciones del ciclo económico y se plantea si una política fiscal discrecional puede estimular la producción o, por el contrario, tiene un efecto más bien perjudicial.

**La conclusión es que la política fiscal discrecional se utiliza con menos frecuencia que la política monetaria durante las desaceleraciones y se pone en marcha más tarde, a menudo cuando dejó de ser necesaria.** Además, las medidas discretionales suelen tener un sesgo más expansivo —hay más estímulo durante la desaceleración que restricción durante la recuperación— y eso significa que la deuda pública por lo general va aumentando.

### Intensidad de la respuesta fiscal en las economías del G-7

(Desviación en puntos porcentuales; eje de la abscisa en trimestres; los shocks ocurren en el período cero; la muestra va de 1992:T1 a 2007:T4)

La política monetaria reacciona a la caída de la demanda recortando de inmediato las tasas de interés; la respuesta alcanza una intensidad máxima después de dos trimestres. La respuesta de los estabilizadores automáticos es una disminución inmediata de los saldos fiscales. La respuesta discrecional inicial de los saldos fiscales es de casi cero y se mantiene baja en comparación con los estabilizadores automáticos.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Los estabilizadores automáticos, por el contrario, responden de manera simétrica. En las economías avanzadas la política fiscal discrecional suele ser anticíclica, pero en las economías emergentes es *procíclica*, es decir, se activa el estímulo durante las épocas de prosperidad y se lo desactiva durante las desaceleraciones.

**Otra conclusión del capítulo es que la política fiscal discrecional puede tener efectos moderadamente anticíclicos, pero con salvedades importantes.** Según nuevos datos presentados en este capítulo, existen grandes diferencias entre las economías avanzadas y emergentes. En promedio, un programa discrecional con un estímulo de 1% está asociado a un aumento inmediato del PIB de 0,1%–0,2%. Pero en tanto que los efectos a más largo plazo también son positivos e incluso quizá más fuertes en las economías avanzadas, en las economías emergentes resultan negativos. Posiblemente las preocupaciones en torno a la sostenibilidad de la deuda tengan una influencia decisiva: dentro del país los hogares y las empresas pueden prever un aumento de los ingresos o de la inflación, mientras que los mercados internacionales de capital pueden imponer tasas de interés más altas para protegerse de esos riesgos.

**Para que una política fiscal discrecional dé resultado, los gobiernos deben afianzar la situación fiscal durante las épocas de prosperidad y comprometerse firmemente a que los programas de estímulo sean transitorios.** La composición del estímulo también importa: parece más eficaz si se lo canaliza a través del ingreso público que del gasto, posiblemente porque es difícil dar marcha atrás a un aumento del gasto.

**Se podría utilizar mejor la política fiscal como herramienta anticíclica ampliando el alcance y la eficacia de los estabilizadores automáticos o fortaleciendo la gobernabilidad fiscal.** Una posibilidad es que los gobiernos incrementen la sensibilidad de los estabilizadores automáticos, por ejemplo creando un vínculo entre los programas de impuestos, transferencias o gastos y el estado de la economía. La ventaja de potenciar los estabilizadores automáticos es que funcionan simétricamente a lo largo del ciclo económico, lo cual significa que evitan la tendencia a la deuda, pueden surtir un efecto inmediato durante las desaceleraciones y no están tan sujetos a la influencia política. Otra posibilidad es imprimir más credibilidad a las medidas discrecionales a fin de reducir la tendencia a la deuda fortaleciendo la gobernabilidad fiscal, para lo cual se podría hacer más énfasis en una evaluación transparente del estado de la economía y en las implicaciones a más largo plazo de las medidas fiscales.



**Nota de prensa del capítulo 6: *Divergencia de los saldos en cuenta corriente entre las economías emergentes***

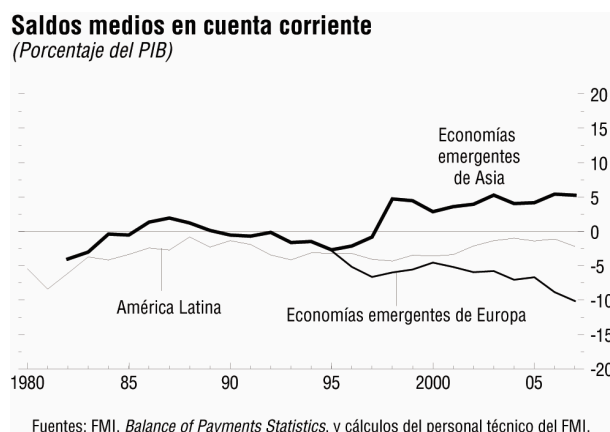
*Perspectivas de la economía mundial*, octubre de 2008

Preparada por Stephan Danninger y Florence Jaumotte

**Observaciones fundamentales**

- Desde mediados de los años noventa los desequilibrios en cuenta corriente de los distintos mercados emergentes han adquirido trayectorias más divergentes, con déficits crecientes en las economías emergentes de Europa y cuantiosos superávits en las de Asia.
- La rápida liberalización financiera interna y la integración en la UE son las principales causas de las entradas de capital que dieron origen a los persistentes y a veces cuantiosos déficits en las economías emergentes de Europa. Pero la marcada apertura de la cuenta de capital y los regímenes de tipo de cambio fijo en varios países emergentes de Europa entrañan el riesgo de que se produzcan desenlaces bruscos. No obstante, la pertenencia a la Unión Europea es un importante factor mitigante.
- Los superávits en las economías emergentes de Asia son atribuibles en gran medida a la menor apertura de las cuentas de capital y los sectores financieros. Sin embargo, los factores convencionales no explican una proporción importante de los superávits en cuenta corriente. Algunos datos apuntan a otros factores que pueden haber incidido: el nivel de los tipos de cambio y el interés por acumular abundantes reservas internacionales.

En el capítulo 6 de *Perspectivas de la economía mundial* se examina la creciente **divergencia de los saldos en cuenta corriente entre las economías emergentes**. En las economías emergentes de Asia, las cuentas corrientes presentaron en promedio un superávit de alrededor del 5% del PIB en 2007, en tanto que las economías emergentes de Europa arrojaron un déficit medio de 10% del PIB en 2007 (véase el gráfico). En Asia la situación es más variada, y se observaron algunos superávits grandes y persistentes y unos pocos déficits sustanciales. Además, los superávits en cuenta corriente que surgieron en Corea y los tigres de Asia tras la crisis de 1997–98 se han reducido últimamente (excepto en Malasia), mientras que China empezó a registrar importantes superávits en cuenta corriente a partir de 2002–03.



**En el capítulo se sostiene que las variables estructurales, y en particular el grado de liberalización financiera, son las causas principales de las diferentes tendencias regionales.**

En las economías emergentes de Europa, los ingentes déficits en cuenta corriente están vinculados al dinámico proceso de liberalización de los mercados financieros y las cuentas de capital de los países, que propició la afluencia de capital y un rápido aumento de la participación extranjera en la propiedad de los bancos. La integración en la UE también potenció las entradas de capital porque afianzó las perspectivas de estabilidad económica y política. En las economías emergentes de Asia, las cuentas de capital tienden a ser menos abiertas, y la liberalización de los mercados financieros internos ha estado a la zaga de otras regiones.

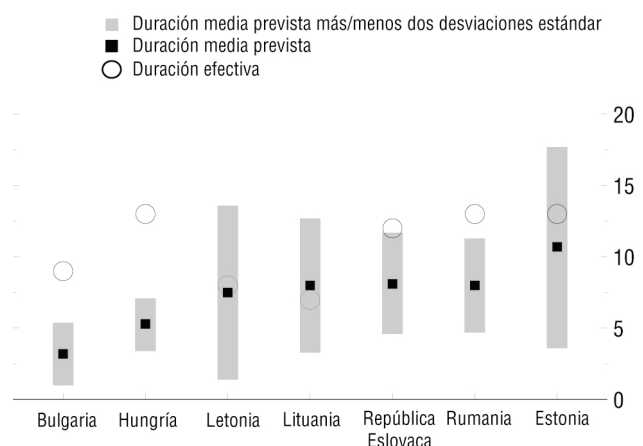
**Sin embargo, una proporción importante de los superávits en las economías emergentes de Asia aún está inexplicada.** Una posible explicación es la infravaloración de los tipos de cambio, y hay datos que corroboran esta tesis. Pero es difícil confirmar si los niveles bajos de los tipos de cambio obedecen a medidas de política deliberadas —por ejemplo, un intento de acumular altos niveles de reservas internacionales después de la crisis asiática— o a otros factores no detectados que generaron superávits en cuenta corriente después de 1997. No obstante, esos factores son difíciles de identificar.

**Los déficits en cuenta corriente en las economías emergentes de Europa no solo han sido más voluminosos sino que, históricamente, han durado más.**

En promedio, los déficits en cuenta corriente en las economías emergentes de Europa han durado 9½ años, es decir, unos tres años más que en otras economías emergentes, y la mayoría de estos episodios aún están en evolución. Factores económicos, como el elevado nivel inicial de la posición neta de activos externos, las oportunidades de crecimiento y la apertura de las cuentas de capital, explican en parte la mayor duración, pero según las estimaciones,

muchos de los episodios de déficit en las economías emergentes de Europa han llegado al tope máximo de las expectativas de duración o lo han rebasado (véase el gráfico).

**Duración de los episodios de déficit**  
(Años)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

**Las características básicas de las economías emergentes de Europa explican los prolongados déficits, pero no descartan la posibilidad de aterrizajes bruscos.** Tras analizar cómo se resolvieron los déficits en cuenta corriente en el pasado, en el capítulo se señalan varios factores de riesgo de desenlaces abruptos. Dos de ellos son los regímenes de tipo de cambio fijo y la apertura de las cuentas de capital, ambos característicos de varios países. La decisión de adoptar un régimen cambiario fijo puede obedecer a numerosas razones, y en particular al interés por ingresar en la zona del euro, pero los países que han seguido este camino tienen que protegerse de los factores de vulnerabilidad externos, y para ello deben cerciorarse de que los mercados de productos y de trabajo sean flexibles, que se apliquen marcos sólidos de regulación y supervisión financiera y que las políticas macroeconómicas sean coherentes con los saldos internos y externos.