

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

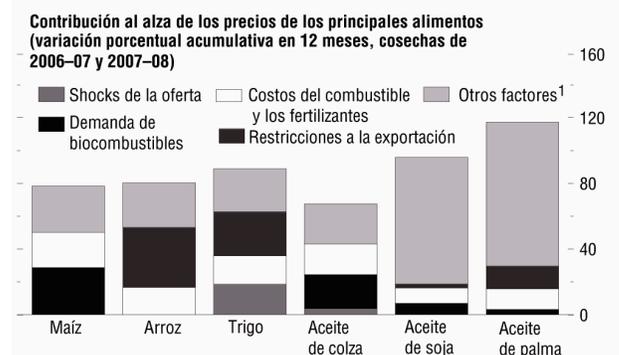
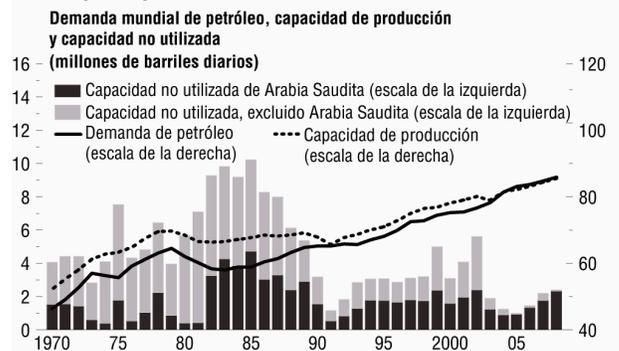
Preparada por Thomas Helbling, Douglas Laxton, Valerie Mercer-Blackman
e Irina Tytell

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.
¹Incluidos 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.

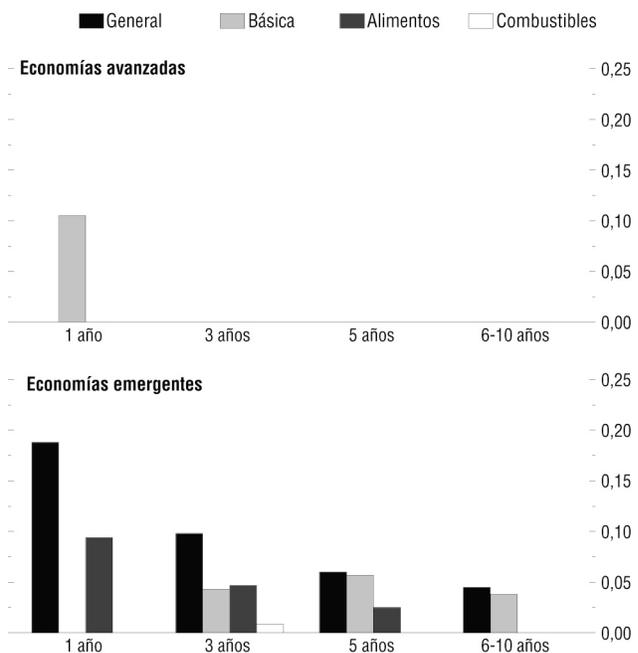
A pesar del leve descenso de los precios de las materias primas en las últimas semanas, persisten muchas de las fuerzas que causaron la escalada de estos precios. Las recientes disminuciones reflejan la perspectiva de una desaceleración del crecimiento mundial en 2008–09, la resolución de las limitaciones 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 observada¹

(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.

¹Basado 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

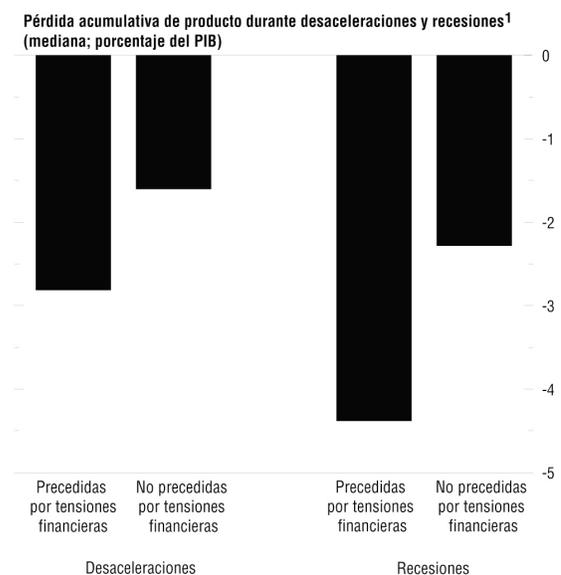
Observaciones fundamentales

- **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 analíticos; OCDE, *Economic Outlook* (2008) y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ 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.

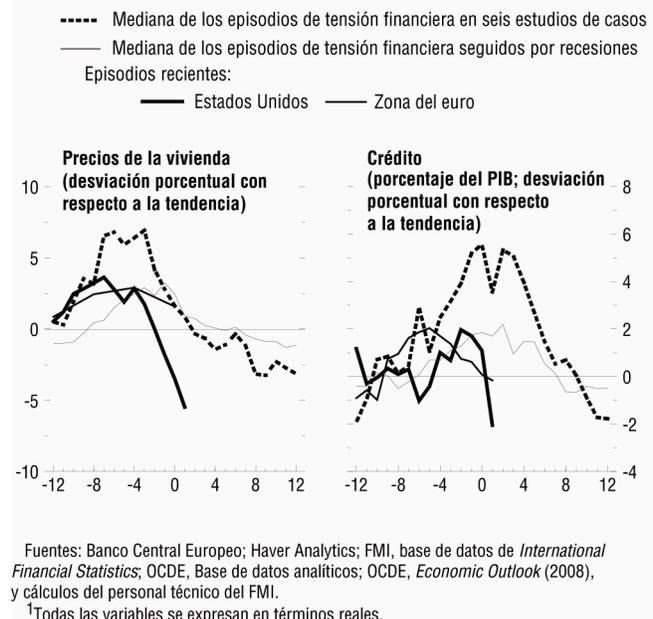
No obstante, cuando una desaceleración o una recesión está precedida por tensiones financieras, y especialmente cuando estas tensiones se concentran en el sector bancario, por lo general esta desaceleración o recesión es considerablemente más grave que las no precedidas por tensiones financieras. Concretamente, 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 histórico¹

(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”.

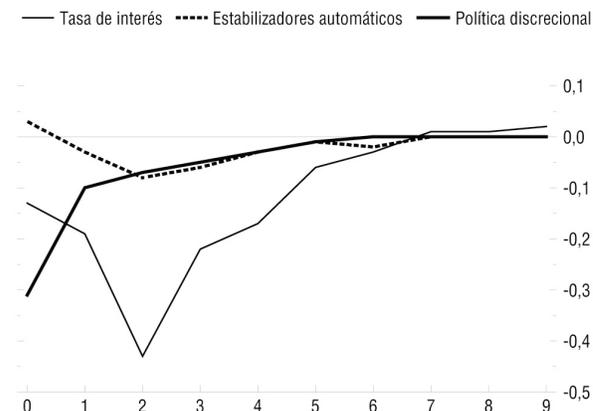
El capítulo examina el papel de la política fiscal para contrarrestar las fluctuaciones del ciclo económico y se plantea si una política fiscal discrecional puede estimular la producción o, por el contrario, tiene un efecto más bien perjudicial.

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*

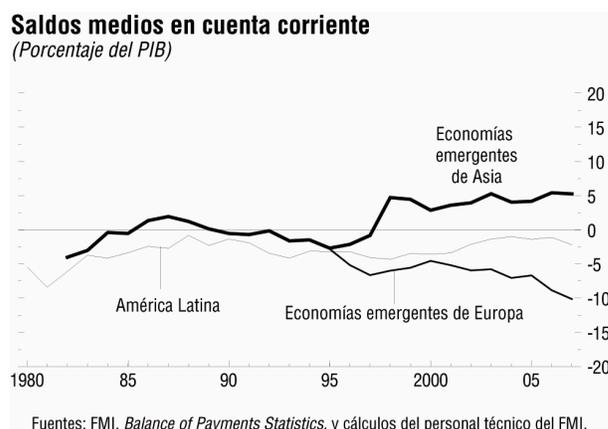
Perspectivas de la economía mundial, octubre de 2008

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.

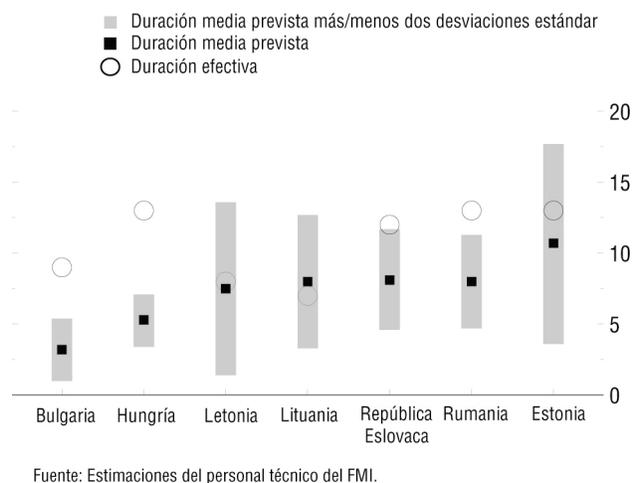
En las economías emergentes de Europa, los ingentes déficits en cuenta corriente están vinculados al dinámico proceso de liberalización de los mercados financieros y las cuentas de capital de los países, que propició la afluencia de capital y un rápido aumento de la participación extranjera en la propiedad 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)



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.