

Panorama general

El muy vigoroso crecimiento (3,8%) experimentado por la economía mundial el año pasado se está desacelerando. El crecimiento del producto fue especialmente rápido en el primer semestre de 2004, debido a los sólidos resultados registrados en los Estados Unidos y a un extraordinario incremento, orientado por las exportaciones, en China. Sin embargo, en el segundo semestre del año el aumento de los precios del petróleo y la apreciación del tipo de cambio provocaron la disminución del producto, en cifras trimestrales, en algunos países de ingreso alto; especialmente Alemania, Italia y Japón. La tasa de crecimiento económico de los países en desarrollo fue más alta que la de los países de ingreso alto; su PIB agregado aumentó un 6,6% en la totalidad el año, lo que representa una expansión sin precedentes. No sólo en China, sino también en India y Rusia el crecimiento fue muy acelerado. No obstante, en todas las regiones en desarrollo la tasa de crecimiento fue más alta en 2004 que en la década anterior.

La muy firme demanda mundial se reflejó en el surgimiento de restricciones de capacidad, continuo aumento de los precios en los mercados de productos básicos y tasas de inflación más altas en algunas regiones en desarrollo, notablemente Asia meridional, América Latina y algunas zonas de la Europa en desarrollo. Los precios del petróleo aumentaron 31%, y los de otros productos básicos 18%, lo que suscitó consecuencias dispares en los países en desarrollo. Los exportadores de petróleo y otros productos básicos lograron acumular superávit en cuenta corriente, en tanto que los países importadores (la mayoría de los países en desarrollo) tuvieron que hacer frente a un considerable aumento de valor de sus importaciones. A diferencia de lo ocurrido en anteriores

episodios de incremento de los precios de los productos básicos, en los últimos años los países en desarrollo, notablemente China, fueron la principal fuente de aumento de la demanda.

El incremento de las tasas de interés en los Estados Unidos, la paulatina disipación de los efectos de la flexibilización de la política fiscal y, en Europa, las consecuencias de la apreciación efectiva real del 25% experimentada por el euro desde febrero de 2002 contribuyeron a la desaceleración del crecimiento del PIB en el segundo semestre de 2004, proceso que continuó en 2005. Según las proyecciones, en 2005 esos mismos factores harán que la tasa de crecimiento del PIB se reduzca hasta llegar a un 2,5% en los países de ingreso alto. También se prevé que esos factores, aunados a la reducción de la demanda de importaciones, reduzcan el crecimiento de las economías de ingreso bajo y mediano, aunque el continuo aumento de la proporción del mercado logrado por esos países debería atemperar la desaceleración. En consecuencia, si bien el crecimiento económico probablemente se desacelerará, cabe prever que en 2005 esas economías experimenten un crecimiento sólido, del 5,7%, mayor, por lo tanto, que el tendencial. En parte como consecuencia de lo expuesto, se prevé que en 2005 los precios del petróleo y de los metales vuelvan a incrementarse, y en 2006 y 2007 se reducirían, al surgir nueva capacidad.

Se prevé que de aquí a 2007 una gradual recuperación de la actividad fuera de los Estados Unidos, aunada al incremento de las tasas de interés en ese país y a la aplicación de una política fiscal un tanto más restrictiva dé marcha atrás a la tendencia al incremento del déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos, que según las proyecciones bajará del 5,6% al 5,3% del PIB entre 2004 y 2007. Las proyecciones indican que en el mismo período

los superávits del mundo en desarrollo se reducirán del 2,7% al 1,4% del PIB. Aunque esos cambios no reducirán significativamente la oferta de dólares en los mercados financieros mundiales, cabe prever que el aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos incremente la apetencia de activos denominados en dólares de los inversionistas del sector privado, por lo que es probable que en el período de las proyecciones esa moneda se deprecie tan sólo en moderadas proporciones.

La depreciación experimentada hasta la fecha por el dólar en relación con la mayoría de las monedas confiere mayor importancia, como motor del crecimiento mundial, a la demanda interna de países distintos de los Estados Unidos. Las proyecciones indican una nueva rotación de la estructura del comercio internacional, que hace prever, para 2007, un aumento de alrededor del 8% del volumen de las exportaciones de los Estados Unidos. Hasta ahora la fluctuación de los tipos de cambio efectivos reales de la mayoría de los países en desarrollo ha sido apenas moderada, porque ha coincidido con la experimentada en el principal copartícipe comercial de cada uno de ellos o porque los efectos de la depreciación del dólar han sido contrarrestados por el aumento de valor del euro y del yen. Si bien es probable que la variación de los tipos de cambio bilaterales determine ciertos costos en materia de ajuste, cabe prever que el incremento de las exportaciones de los países de ingreso bajo y mediano siga siendo vigoroso, dada la variación relativamente escasa experimentada, en cifras globales, por los tipos de cambio efectivos reales de las monedas de esos países. Las proyecciones indican, en consecuencia, que la proporción de los mercados mundiales lograda por esos países seguirá aumentando.

El escenario descrito es relativamente benigno. Sin embargo, un abrupto incremento de las tasas de interés, una nueva, pronunciada y acelerada depreciación del dólar, un aumento mayor del previsto en los precios del petróleo y el resurgimiento de actitudes proteccionistas podrían provocar una considerable desaceleración, o incluso una recesión, en la economía mundial.

A través de medidas de política económica puede reducirse la probabilidad y potencial gravedad de que los resultados sean menos satisfactorios que los referidos. La adopción, por parte de los Estados Unidos, de una política fiscal mucho más restrictiva haría menos necesario el incremento de las tasas de interés en ese país (o su reducción en Europa) para respaldar al dólar. Las economías en desarrollo, por su parte, tienen que esforzarse para no acumular excesivas obligaciones, cuyo reembolso, en un contexto de tasas de interés más altas y desaceleración del crecimiento económico mundial, podría plantear graves problemas. Además, en algunos países un incremento administrado del valor de la moneda podría aliviar las presiones inflacionarias internas y facilitar el reparto de los beneficios del crecimiento, al reducir el costo, para el consumidor, de los bienes y servicios importados. El abandono, por parte de algunos países en desarrollo, de un estricto sistema de vinculación cambiaría tendería a suscitar una depreciación más pronunciada del dólar, pero probablemente disiparía algunas de las tensiones que provocan, en los mercados financieros internacionales, las expectativas, hasta ahora no realizadas, de que esa depreciación se produzca. Al mismo tiempo, es necesario poner en marcha el proceso de liberalización del comercio multilateral, sin el cual se corre el riesgo de que la Ronda de Doha beneficie poco a las economías en desarrollo.

Aunque probablemente lo ideal sería lograr una respuesta de política económica internacional coordinada, las medidas arriba expresadas deberían adoptarse aun a falta de coordinación, porque beneficiarían a cada uno de los grupos de países identificados que las apliquen, aunque los restantes se abstuvieran de hacerlo.

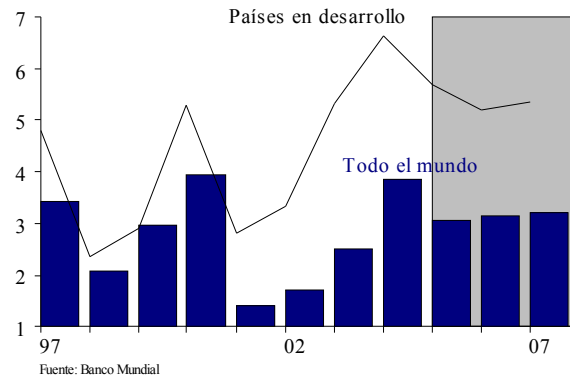
Crecimiento mundial

Se estima que en 2004 el PIB mundial creció 3,8%, resultado al que contribuyó el notable incremento —del 10,3%— del volumen del comercio (Cuadro 2.1). Los países de ingreso alto lograron un sólido crecimiento (3,1%); correspondió a los Estados Unidos la tasa más alta (4,4%), pero la cifra global fue menor en virtud de los resultados menos satisfactorios registrados en Japón (un crecimiento del 2,6%) y Europa (1,8%). Aunque el crecimiento registrado en Japón y Europa fue más vigoroso que en 2003, el aumento de valor de sus monedas contribuyó a la reducción de sus exportaciones en el segundo semestre del año. La tasa de crecimiento económico real de Alemania e Italia consideradas en conjunto se redujo en los dos últimos trimestres del año, aunque el crecimiento de otras grandes economías europeas, como Francia y España, superó el 2,5%. Al mismo tiempo, la depreciación del dólar contribuyó al crecimiento de las exportaciones estadounidenses, pese a la desaceleración del incremento del volumen del comercio mundial en la segunda mitad del año. Ello, aunado a un vigoroso gasto de consumo y la inversión en un entorno de tasas de interés sumamente bajas, dio lugar a un sólido crecimiento de la economía estadounidense en el segundo semestre del año. En los dos últimos trimestres del año Japón también registró un crecimiento económico negativo, pero la recuperación de las cifras de acumulación de existencias en el cuarto trimestre hizo que la economía volviera

a emprender una senda de crecimiento económico positivo.

La tasa de crecimiento de las economías en desarrollo (6,6%) fue la más alta de los últimos 30 años (Gráfico 2.1). El proceso fue encabezado por China, cuyo crecimiento de 9,5%, obedeció a una firme demanda interna y a incrementos muy pronunciados de las exportaciones y las importaciones. Esto hizo que los resultados alcanzados en ese país se hayan convertido en un factor cada vez más importante para las perspectivas de crecimiento mundial, en especial en lo que respecta a Asia oriental. El crecimiento de la India, al igual que el de la Federación de Rusia, fue de alrededor de 7%; en el caso de la India fue orientado por las exportaciones, y en el de Rusia por un elevado ingreso petrolero. En el resto del mundo en desarrollo el crecimiento también fue vigoroso, ya que el PIB aumentó más de 5,5%.

Gráfico 2.1 Los países en desarrollo impulsan el crecimiento mundial
Crecimiento del PIB, US\$ constantes de 1995



Esos resultados obedecieron en gran medida al firme incremento de la inversión. Las bajas tasas de interés contribuyeron a suscitar inversiones por un monto equivalente al 28% del PIB en las economías de ingreso bajo y mediano tomadas en conjunto. Este sólido resultado obedeció también, de modo fundamental, a los incrementos de dos dígitos del comercio internacional, que se explican porque los países en desarrollo aprovecharon

Previsión resumida, 2003-07

(Variación porcentual anual, salvo tasas de interés y precio del petróleo)

	2003	2004e	2005f	2006f	2007f
<i>Situación en el mundo</i>					
Volumen del comercio mundial	5.6	10.3	7.7	7.7	8.0
Precios al consumidor					
Países G-7 ^{a,b}	1.6	1.8	1.6	1.6	1.6
Estados Unidos	2.3	2.7	2.0	3.5	3.2
Precios de los productos básicos (expresados en US\$)					
Productos básicos no petroleros	10.2	17.5	4.7	-5.2	-5.4
Precio del petróleo (USD por barril) ^c					
Precio del petróleo (Variación % anual)	15.9	30.6	11.3	-14.3	-8.3
Valor unitario de las exportaciones de manuf	7.5	7.0	3.0	2.8	1.9
Tasas de interés					
\$, 6 meses (%)	1.2	1.6	3.5	4.6	5.0
€, 6 meses (%)	2.3	2.1	2.1	2.8	3.2
<i>Crecimiento real del PIB ^e</i>					
El Mundo	2.5	3.8	3.1	3.1	3.2
Partida pro memoria (ponderación PPA) ^f	3.9	5.0	4.3	4.2	4.3
Ingresos altos	1.9	3.2	2.4	2.6	2.6
Países de la OCDE	1.8	3.1	2.3	2.5	2.6
Zona euro	0.5	1.8	1.2	2.2	2.6
Japón	1.4	2.6	0.8	1.9	1.9
Estados Unidos	3.0	4.4	3.9	3.0	2.6
Países no pertenecientes a la OCDE	3.2	6.2	4.4	4.5	4.1
Países en desarrollo	5.3	6.6	5.7	5.2	5.4
Asia oriental y el Pacífico	8.0	8.3	7.4	6.9	7.2
América Latina y el Caribe	5.9	6.8	5.5	4.9	5.0
América latine et Caraïbes	1.7	5.7	4.3	3.7	3.7
Oriente Medio y Norte de África	5.8	5.1	4.9	4.3	4.3
Asia meridional	7.8	6.6	6.2	6.4	6.7
África al Sur del Sahara	3.4	3.8	4.1	4.0	4.1
Partidas pro memoria :					
Países en desarrollo					
excluidos los países en transición	5.2	6.7	5.7	5.3	5.5
excluidos China e India	3.9	5.8	4.8	4.4	4.4

Nota: GNFS = Bienes y servicios no atribuibles a factores; PPA = paridad del poder adquisitivo; e = estimación; p = previsión

a Alemania, Canadá, los Estados Unidos, Francia, Italia, el Japón y el Reino Unido.

b En moneda local, precio agregado utilizando factores de ponderación del PIB de 1995.

c Promedio simple de Dubai, Brent y West Texas Intermediate.

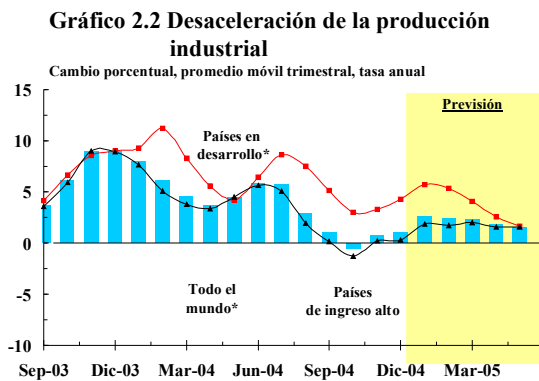
d Índice de valor unitario de exportaciones de manufacturas de las principales economías, expresado en US\$.

e PIB en dólares de 1995 constantes; precios de 1995 y tipos de cambio de mercado.

f PIB medido en función de factores de ponderación de la paridad del poder adquisitivo (PPA).

los bajos costos internos, los procesos de liberalización del mercado y otras reformas estructurales para aumentar (del 20% al 25%, a partir de 1999) la proporción que les correspondía en la exportación mundial.

Los datos de elevada frecuencia indican que en los países en desarrollo la tasa de expansión se redujo en 2004, y que la tasa de incremento de la producción industrial bajó de 12% en el primer semestre del año a 8% en el segundo (Gráfico 2.2). También se moderó el crecimiento del volumen del comercio de mercancías, que bajó de una tasa anualizada del 18% en el primer trimestre a alrededor del 14% en la segunda mitad del año. La tendencia a la disminución de las cifras prosiguió en 2005, aunque los principales indicadores económicos llevan a prever un cambio de tendencia en el curso del año.



Fuente: Banco Mundial

En visión prospectiva, cabe prever que el proceso de aumento de las tasas de interés y los altos precios del petróleo, combinados con la disipación del estímulo fiscal que había respaldado el crecimiento en el pasado reciente, seguirán desacelerando el crecimiento mundial. Las proyecciones indican, en consecuencia, una disminución bastante pronunciada de la actividad económica mundial en 2005; el nivel se estabilizaría en 2006, y en 2007 se daría cierta recuperación.

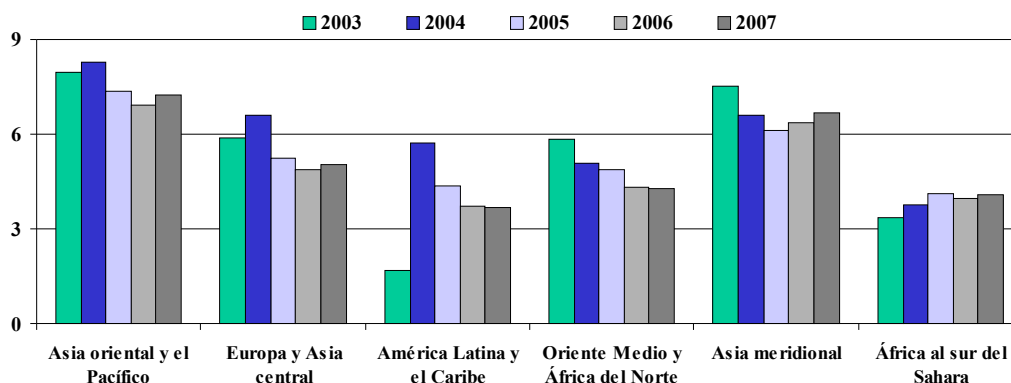
Se prevé que a medida que el Sistema de la Reserva Federal vaya imprimiendo una orientación más neutral a la política monetaria de los Estados Unidos, el aumento de las tasas de interés desacelere el ritmo de las actividades de consumo e inversión. Al mismo tiempo, cabe prever, sin embargo, que la depreciación del dólar estimule el aumento de las exportaciones, lo que contribuiría a mantener un nivel de actividad relativamente alto. En Japón, la pronunciada disminución de la demanda mundial de productos de alta tecnología, la desaceleración del comercio mundial, la apreciación del yen y el ciclo de inversión interna determinaron resultados poco satisfactorios en el segundo semestre de 2004. Se prevé un crecimiento económico de apenas 0,8% en 2005.

El moderado incremento de los salarios registrado en Europa y los altos precios del petróleo han reducido la demanda de los consumidores, y la apreciación del euro ha ido en detrimento de las exportaciones. Contrarresta esos factores negativos una considerable demanda reprimida de bienes de capital, tras varios años de escasas inversiones, fenómeno que ya había puesto de manifiesto el año anterior la sostenida (aunque no espectacular) aceleración de la inversión. Se prevé que un aumento aún mayor de esta última, así como la disipación de la influencia negativa de la apreciación del euro, determinen, en la zona del euro, un paulatino incremento de la tasa de crecimiento, que llegaría a 2,6% en 2007.

Aunque el costo humano del tsunami de diciembre de 2004 fue horrendo, se prevé que el impacto económico de ese fenómeno siga siendo localizado. Según las proyecciones, la disminución de la producción que provocó determinará la desaceleración del crecimiento en el primer semestre de 2005 en Indonesia, Maldivas, Sri Lanka y Tailandia,

Gráfico 2.3 Proyecciones del crecimiento regional

Crecimiento anual, porcentaje



principalmente en las regiones costeras inmediatamente afectadas. Cabe prever que hacia el final del año, cuando estén en marcha los programas de reconstrucción, se tonifique el crecimiento, pero será difícil discernir el impacto global de esos cambios mediante el examen de las tasas de crecimiento económico regionales¹.

La desaceleración prevista de las economías de ingreso alto se reflejará en menores tasas de aumento del comercio internacional y del producto de las economías en desarrollo; al mismo tiempo, el aumento de las tasas de interés mundiales desacelerará también el ritmo de aumento de la demanda interna (Gráfico 2.3). No obstante, cabe prever que los países de ingreso bajo y mediano considerados conjuntamente vuelvan a obtener mejores resultados que las economías de ingreso alto; la diferencia será de grandes proporciones hasta 2007. Se prevé asimismo que las tasas de crecimiento superen los niveles registrados en los años noventa².

¹ La región de Asia oriental y el Pacífico fue la más afectada por el tsunami; la siguieron Asia meridional y, en mucho menor medida, África al sur del Sahara.

El crecimiento de las economías de *Asia oriental y el Pacífico* seguirá reflejando la evolución de China. A través de controles administrativos se ha logrado allí desacelerar el ritmo de la inversión en algunos sectores, y existen crecientes señales de que el proceso de aumento de la renta y el gasto personales es menos acelerado que en el pasado inmediato. En consecuencia, se prevé un crecimiento del PIB más moderado y una inflación contenida. En otras partes de Asia la exportación se ve afectada por la disminución de la demanda mundial de productos de alta tecnología y una demanda de inversiones china algo menos vigorosa. Se prevé que la tasa de crecimiento del PIB de la región baje al 7,4% y al 6,9% en 2005 y 2006, respectivamente, y que se recupere en cierta medida en 2007. Se prevé una modalidad similar para la región, excluida China, con un crecimiento económico de

² En definitiva, el 75% de los países en desarrollo registraron tasas de crecimiento económico más altas en los cuatro primeros años de la presente década que en igual período del decenio anterior. Estos resultados se contraponen con los de los países de ingreso alto, en la mitad de los cuales, aproximadamente, se registraron mejoras, y disminuciones en la otra mitad.

alrededor del 5,4% en 2005, seguido por un aumento que llevaría las cifras al 6,2% a más tardar en 2007³.

En 2004, el PIB de la región de *Europa y Asia central* se incrementó un 6,8%; este proceso fue estimulado por un muy vigoroso crecimiento en la Federación de Rusia, donde los altos precios del petróleo provocaron el aumento de los ingresos. El crecimiento del PIB y del comercio de la región también se vio favorecido por las corrientes de inversiones relacionadas con la adhesión de varios países a la Unión Europea, factor que se reflejó en tasas muy altas de incremento de las importaciones y de las exportaciones. En Turquía, la disminución de la inflación, más pronunciada de lo previsto, determinó un aumento del ingreso real que dio lugar a una vigorosa demanda interna y a un acusado incremento del déficit en cuenta corriente de ese país. En otras partes de la región se están acumulando presiones inflacionarias. Éstas, según lo previsto, darán lugar a la aplicación de una política monetaria interna más restrictiva, que, combinada con el previsible aumento de las tasas de interés mundiales, determinará un aumento aún más pronunciado de las tasas de interés regionales, con la consiguiente desaceleración de la inversión y del consumo. Se prevé que la nivelación de los ingresos petroleros y la influencia negativa de un vigoroso aumento del valor efectivo real de la moneda de algunas de las mayores economías de la región⁴ provoquen la disminución de la

tasa de crecimiento económico regional, que llegaría al 5%.

En 2004 la actividad económica de *América Latina y el Caribe* aumentó un 5,7%, nivel considerablemente más alto que el de los tres años anteriores (0,4%, en promedio). Una vigorosa demanda mundial de productos básicos determinó un pronunciado aumento del producto en Brasil, Chile y México. La considerable recuperación de Argentina tras la disminución del valor efectivo real de su moneda, que fue del 45% entre fines de 2001 y principios de 2005, contribuyó a determinar los sólidos resultados alcanzados por la región. La nivelación de los precios de los productos básicos prevista para 2005 y 2006 implica una disminución del aporte al crecimiento determinado por el incremento de los ingresos basados en recursos naturales. No obstante, como los precios siguen siendo altos los ingresos también lo serán, lo que permitirá mantener altos niveles de demanda. El incremento de las tasas de interés, suscitado por el aumento de las tasas mundiales y crecientes presiones inflacionarias internas, serán una rémora más al crecimiento, que según las proyecciones, se desacelerará, hasta llegar al 3,7% para 2007.

En 2004 los altos precios del petróleo siguieron beneficiando a las economías de *Oriente Medio y Norte de África*. El crecimiento del PIB de los países exportadores de petróleo fue vigoroso (5,5%), aunque menos pronunciado que en 2003 (6,7%), ya que se experimentaron restricciones de capacidad. Los países con abundante mano de obra y escasos recursos se vieron beneficiados por una vigorosa demanda mundial, notablemente de países exportadores de petróleo de la región, lo que hizo que sus exportaciones aumentaran un 6,8%. Según las proyecciones, la actividad económica de los exportadores de petróleo regionales se

³ En el sitio web conexo con este capítulo, "Perspectivas para la Economía Mundial" (http://globaloutlook.worldbank.org/globaloutlook/inside/sp_index.aspx) se presentan más detalles sobre la evolución y las perspectivas económicas regionales.

⁴ Tanto en Bulgaria como en la Federación de Rusia y en la República Eslovaca el aumento del valor de la moneda superó el 10%.

desacelerará hasta alcanzar, en 2006, una tasa de alrededor del 5%, en parte porque el impacto de una demanda interna más vigorosa se verá contrarrestado parcialmente por filtraciones consistentes en la aceleración del ritmo de aumento de las importaciones. Esa vigorosa demanda de importaciones, aunada a la disminución de los precios del petróleo a partir del segundo semestre del año (véase, *infra*, el análisis referente a los productos básicos) y la entrada en vigor de acuerdos comerciales preferenciales con la Unión Europea, acelerarán el crecimiento en los países importadores de petróleo, que llegará a alrededor del 5,1% en 2006.

En *Asia meridional* el PIB aumentó en 2004 alrededor de un 6,6%, cifra menor que la del año anterior (7,8%). La mayor parte de la desaceleración tuvo lugar en India, y obedeció a las malas cosechas. No obstante, la economía de ese país fue la de mayor crecimiento en la región (6,8%). El crecimiento registrado en otros países de Asia meridional en realidad tuvo una leve recuperación, que llevó las cifras al 5,9%. Según las proyecciones, en 2005 una más moderada demanda de importaciones de China y de la OCDE reducirá al 6,2% la tasa global de crecimiento del PIB regional; en 2006 y 2007 se produciría una recuperación que determinaría un incremento de alrededor de 6,7%. La creciente inflación que tiene lugar en Pakistán y Sri Lanka requerirá enérgicas medidas de parte de las autoridades de esos países, lo que irá en detrimento de las perspectivas de crecimiento a corto plazo de esas economías.

Se estima que en 2004 la tasa de crecimiento de *África al sur del Sahara* aumentó un 3,8%; prácticamente todos los países registraron cifras positivas (Côte d'Ivoire, Seychelles y Zimbabwe constituyen notables excepciones). En gran número de países el producto creció 5% o más. Según las proyecciones, en 2005 la

tasa de crecimiento de la región se recuperará hasta situarse en 4,1%, cuando los beneficios de anteriores reformas y un entorno mundial más pacífico se reflejen en el aumento de las tasas de crecimiento económico. Los precios de los metales y minerales, que seguirían siendo elevados, contribuirán al logro de resultados satisfactorios en muchos países, notablemente Sudáfrica, en tanto que las continuas restricciones imperantes en el mercado del petróleo beneficiarán a los exportadores regionales de ese producto, como Nigeria, Etiopía y Sierra Leona, cuyo desempeño será, según se prevé, especialmente satisfactorio, al persistir los beneficios que implican, para esos países, las condiciones más pacíficas imperantes. El inicio de la recuperación que, según lo previsto, tendrá lugar en Europa —principal asociado comercial de la región— también debería estimular el crecimiento; a la vez, el aumento de las exportaciones a China influirá en mayor medida. A pesar de la considerable mejora de los resultados, la tasa de crecimiento del PIB per cápita de la región será considerablemente inferior a la del resto del mundo, lo que implicará un aumento aún mayor de las brechas de ingresos.

Desequilibrios mundiales, monedas e inflación

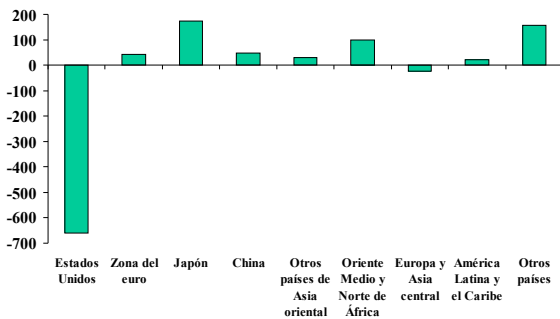
Salvo en 1990, la balanza en cuenta corriente de los Estados Unidos fue deficitaria en las dos últimas décadas. En 2004, tras varios años de deterioro, alcanzó un nuevo máximo de US\$666.000 millones, cifra equivalente al 5,6% del PIB. Esos repetidos déficit hicieron que Estados Unidos, que en la década de los setenta era un importante inversionista internacional neto, se convirtiera en el mayor deudor del mundo. Al final de 2003 su pasivo externo neto se estimaba en US\$2,7 billones

(23% del PIB de los Estados Unidos, o sea el 7,5% del PIB mundial).

Como reflejo de esa evolución, pero también de una amplia gama de programas estructurales que han mejorado los resultados económicos, la balanza en cuenta corriente de la mayoría de los países en desarrollo registra ahora resultados más satisfactorios, y prácticamente todas las grandes regiones registran moderados superávits en cuenta corriente (Gráfico 2.4).

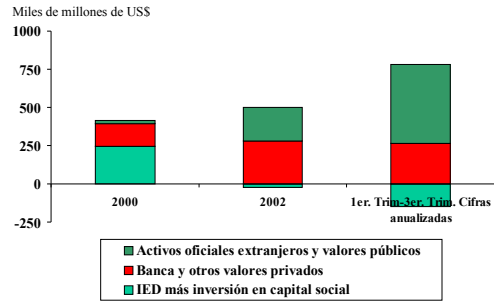
Gráfico 2.4 Desequilibrios mundiales

Saldos en cuenta corriente, millones de US\$, estimaciones para 2004



Hasta hace poco el déficit de los Estados Unidos se financiaba en gran medida a través de afluencia de capital privado consistente en inversiones extranjeras directas (IED) y compras de valores de sociedades estadounidenses. En 2001 esa situación comenzó a cambiar. Dejaron de realizarse compras externas netas de activos del sector privado, y las cifras se hicieron negativas en el primer semestre de 2004. En el año en conjunto la mayor parte del déficit en cuenta corriente se financió mediante ventas de activos y valores del sector público (Gráfico 2.5). Además, una proporción considerable de esas compras contribuye a un acelerado incremento de las reservas oficiales de los bancos centrales de otros países, notablemente países en desarrollo (véase el Capítulo 3).

Gráfico 2.5 Financiamiento de la cuenta corriente, EE.UU.: flujos netos, por tipo de activo, 2000-2004



En parte como consecuencia de la salida neta de inversiones del sector privado, el valor del dólar comenzó a reducirse, en cifras nominales y reales, no sólo en relación con el euro, sino también con respecto a la mayoría de las monedas de los países en desarrollo (Gráfico 2.6).

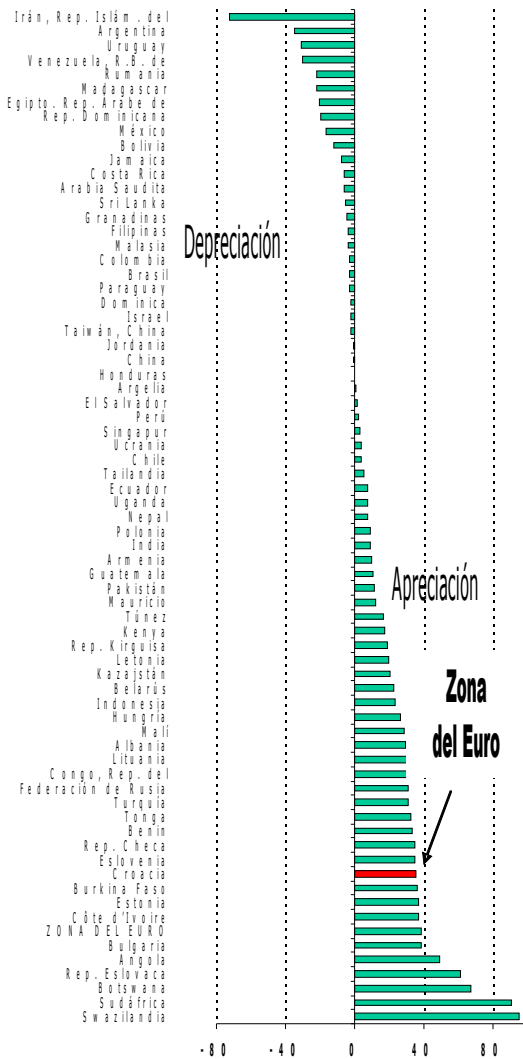
Según se prevé, estos desequilibrios dejarán de acentuarse, y quizá se reduzcan en cierta medida. Se prevé, en especial, que el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos deje de aumentar y vaya disminuyendo hasta llegar al 5,3% en 2007. Se prevé que varios factores contribuyan a provocar esa evolución.

Según las proyecciones, las tasas de interés a corto y a largo plazo de los Estados Unidos seguirán aumentando, hasta llegar, a más tardar en 2007, a alrededor del 5%, a medida que el Banco de la Reserva Federal vaya imponiendo una orientación más neutra a la política monetaria. En consecuencia, las tasas de interés real, negativas en los últimos años, se harán positivas, lo que previsiblemente dará lugar al incremento del ahorro privado neto⁵, que actualmente representa menos del 1% del ingreso de los hogares, y a la reducción de las importaciones, lo que contribuiría a reducir el déficit en cuenta corriente.

⁵ Ahorro de los hogares, deducida la acumulación de capital (OCDE, 2004).

Gráfico 2.6 Las monedas de los países en desarrollo se han revaluado frente al dólar

Cambio porcentual, tipo de cambio real desde enero de 2002



- Se prevé una política fiscal moderadamente más restrictiva en los Estados Unidos, y el déficit del Gobierno general se reduciría de una cifra estimada en 4,4% en 2004 a alrededor de 3,5% en 2007. Aunado al efecto acumulativo de la depreciación del dólar, esto contribuirá a limitar la demanda

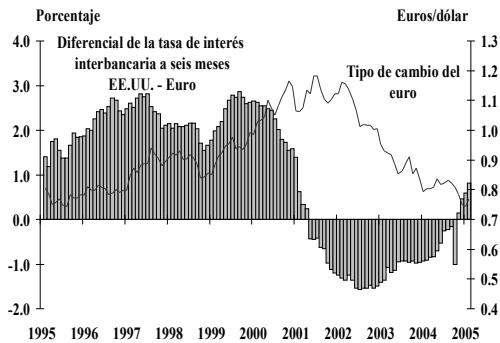
global y reducir el déficit en cuenta corriente.

- La persistencia de un fuerte crecimiento en las economías en desarrollo y una sólida demanda de importaciones darán lugar al incremento de las exportaciones estadounidenses. En especial se prevé una muy fuerte demanda interna de los países exportadores de petróleo, lo que determinaría, en los países del Oriente Medio exportadores de petróleo, una reducción —equivalente al 8% de su PIB— del superávit en cuenta corriente.

Cabe prever que el aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos con respecto a las registradas en otras partes del mundo no sólo determine la estabilización, e incluso una moderada disminución, del déficit en cuenta corriente de ese país, sino que además alivie la presión a la baja del dólar, al hacer que los inversionistas se muestren más dispuestos a financiar el déficit. Específicamente, se prevé que hasta 2006 las tasas de interés a corto plazo de los Estados Unidos aumenten más que las europeas, lo que determinaría un diferencial de casi 200 puntos básicos entre unas y otras. Esa mayor rentabilidad de los activos denominados en dólares debería bastar para promover compras adicionales de bonos denominados en dólares por parte del sector privado. Por lo expuesto cabe prever una depreciación apenas moderada del dólar, que sería de alrededor del 10% en el período de las previsiones. Se estima que los incrementos de las tasas de interés ya observados en los Estados Unidos (Gráfico 2.7) han sido suficientes para eliminar casi por completo los incentivos financieros a proseguir el arbitraje contra el dólar (Moore, 2004)⁶.

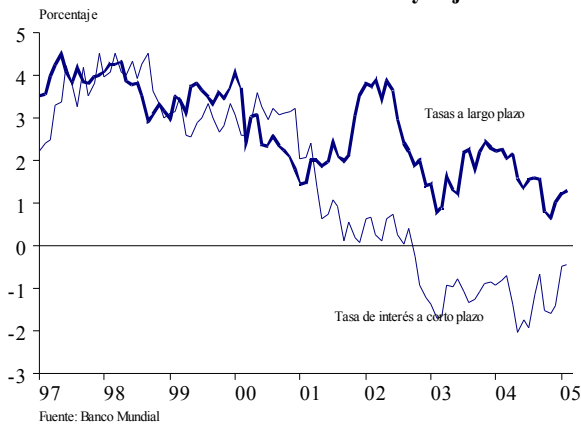
⁶ Se trata de la práctica de obtener empréstitos a bajas tasas de interés en una moneda e invertir el producto en una segunda moneda, con una mayor rentabilidad. Es probable que ese arbitraje de tasas de interés

Gráfico 2.7 Las bajas tasas de interés contribuyen al debilitamiento del dólar



Las muy bajas tasas de interés real de los últimos tiempos (Gráfico 2.8) han sido especialmente beneficiosas para las economías en desarrollo. No sólo han reducido las primas de riesgos, sino que han permitido a esos países reducir sus costos financieros (Capítulos 1 y 3) y procurar un sólido crecimiento de la inversión.

Gráfico 2.8 Tasas de interés real muy bajas

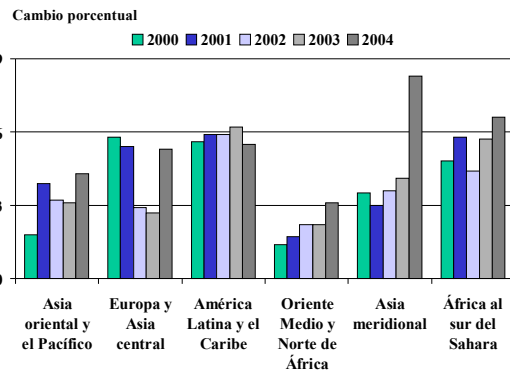


No obstante, esos sólidos resultados económicos han provocado, en muchos países en desarrollo, un aumento de la inflación (Gráfico 2.9), cuya tasa aumentó de 3,8% en el cuarto trimestre de 2003 a 6,2% en el tercer trimestre de 2004. Desde entonces las cifras han bajado en cierta medida; en febrero de

explique algunas de las pronunciadas oscilaciones del tipo de cambio bilateral del dólar y del euro.

2005 la tasa era del 4,8%. Los mayores aumentos correspondieron a los precios de los productos básicos. Considerando las diferentes regiones, la inflación aumentó pronunciadamente en Asia meridional (India, Pakistán) y, en menor medida, en América Latina (Argentina y México), en que se ha hecho sentir el surgimiento de restricciones de capacidad. Más recientemente, la disminución de los precios de los alimentos (véase más adelante el análisis referente a los precios de los productos básicos) ha contribuido a reducir en cierta medida las presiones inflacionarias.

Gráfico 2.9 Subida de la inflación



En contraposición con lo señalado, son pocos los signos de aumento de la inflación en los países de ingreso alto, salvo quizás en los Estados Unidos, lo que obedece en parte al aumento de los precios de las importaciones tras la disminución del valor del dólar. Por el contrario, el aumento generalizado del valor de los activos, notablemente de los precios de la vivienda, y un vigoroso incremento de la tolerancia a los riesgos por parte de los inversionistas (como lo pone de manifiesto la reducción de las primas de riesgo de los bonos chatarra y de los instrumentos de deuda de los países en desarrollo⁷) son los signos más

⁷ Aunque algunas de las mejoras experimentadas por las primas de riesgos en los mercados emergentes obedecen al considerable mejoramiento de los parámetros fundamentales de la economía, el hecho de que los diferenciales de las sociedades también se

visibles de una abundante liquidez y de la presencia de presiones inflacionarias subyacentes en los países de ingreso alto.

Cabe prever que un aumento mundial de las tasas de interés atenúe esas presiones. No obstante, las proyecciones indican que en los países en desarrollo seguirá aumentando la inflación en 2005, a la vez que las tasas de crecimiento se mantienen en un nivel no inferior a la tendencia. En Europa, los efectos desinflationarios del aumento de valor del euro y los diferenciales del producto, que siguen siendo muy amplios, limitarían los incrementos de precios. Por el contrario, cabe prever que la disminución del valor del dólar agrave las presiones alcistas a las que están sometidos los precios en los Estados Unidos. Se prevé, en especial, que los precios de las importaciones comiencen a contribuir a un aumento de la inflación en los Estados Unidos, a medida que la inflación existente en los países en desarrollo se traslade en forma de aumento de los precios de las importaciones de los Estados Unidos⁸.

Comercio mundial

En 2004, el comercio mundial experimentó un extraordinario incremento (de alrededor de un 10,3%). Prosiguió la integración de China en el mercado mundial; las exportaciones e importaciones de ese país aumentaron alrededor de un 30%. En otras partes del mundo en desarrollo el ritmo de aumento del

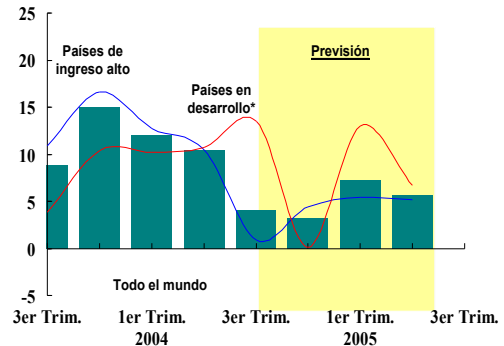
_____ hayan reducido lleva a pensar que una abundante liquidez mundial cumple también un papel decisivo.

⁸ Hasta el tercer trimestre de 2002, la tasa de aumento del precio de las importaciones de los Estados Unidos era negativa, lo que reflejó la creciente proporción, en las importaciones y el PIB, de las importaciones de bajo costo de los países en desarrollo y la disminución de los precios de las importaciones provocada por el vigoroso aumento de la productividad en el mundo en desarrollo.

comercio internacional fue más moderado (12,3%) pero de todos modos mucho mayor que el de los países de ingreso alto (8,5%). Según datos de elevada frecuencia, el ritmo de crecimiento del comercio internacional se desaceleró hacia el final del año (Gráfico 2.10).

Gráfico 2.10 Desaceleración del crecimiento del comercio

Volumen de las exportaciones, trimestral, tasas de crecimiento anualizadas, porcentaje*



(*) En todas las cifras está excluida China.

Fuente: Banco Mundial

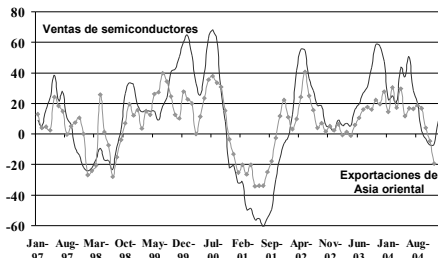
En consonancia con la moderación que experimentará, según se prevé, la actividad económica mundial, se pronostica un lento crecimiento del comercio internacional en comparación con lo ocurrido en el año 2004 en conjunto. Se prevé que el volumen del comercio internacional aumente alrededor de 7,5% en 2005 y 2006, lo que de todos modos supone un incremento más acelerado que el de los años noventa.

La estructura global del comercio internacional se verá afectada no sólo por la desaceleración del ritmo de crecimiento del comercio, provocada por la reducción de la demanda de importaciones, sino también por la evolución de mercados específicos. En especial, la pronunciada desaceleración en el sector de los productos de alta tecnología ha afectado a las exportaciones de la región de Asia oriental y el Pacífico, en que esos productos representan no menos de dos tercios de las exportaciones de

algunos países⁹. El mercado de productos de alta tecnología se caracteriza por pronunciadas oscilaciones de la demanda, pero a lo largo de un ciclo relativamente breve (Gráfico 2.11). Por lo tanto, aunque se prevé que los exportadores de la región experimenten dificultades en los próximos meses, también se espera que la demanda aumente en el último tramo de 2005 y siga siendo vigorosa en 2006. Como se señala en la sección siguiente, también se prevé que la demanda de productos básicos siga siendo firme.

Gráfico 2.11 Ciclo de la alta tecnología y exportaciones tecnológicas de Asia oriental

Ventas mundiales de semiconductores, exportaciones tecnológicas de Asia oriental, cambio porcentual en dólares EE.UU.: media móvil trimestral/media móvil trimestral, tasa anual desestacionalizada



Fuente: Semiconductor Industry Association, Banco Mundial

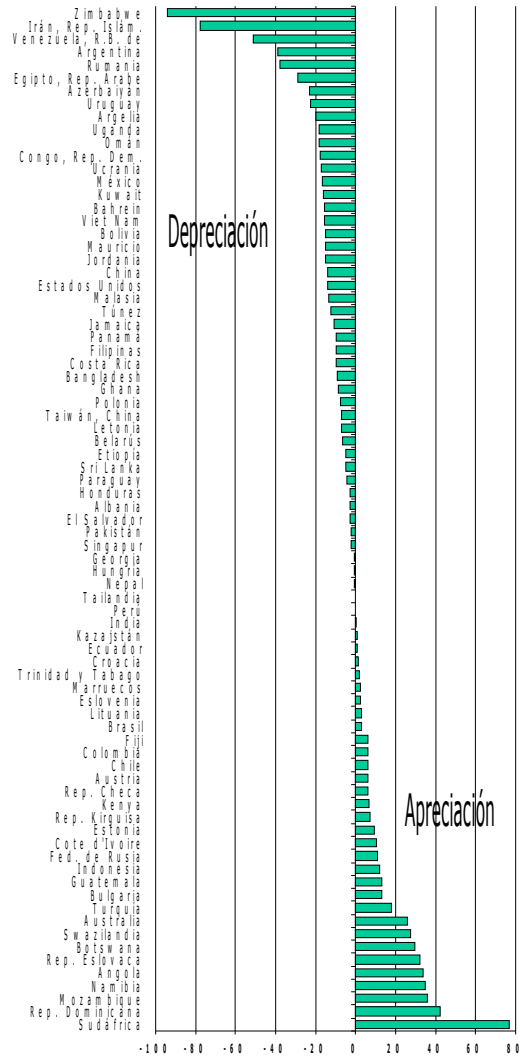
Impacto de la depreciación del dólar en las economías en desarrollo

La amplia depreciación del dólar y apreciación del euro no impidió que en cifras efectivas reales las monedas de la mayor parte de los países en desarrollo se mantuvieran relativamente estables (Gráfico 2.12). En sólo 15 de los 69 países de ingreso bajo y mediano cuyos datos permiten calcular tipos de cambio efectivos reales el valor de la moneda aumentó más de 10% desde febrero de 2002, en que comenzó a reducirse el valor del dólar, y en más de la mitad de esos países se produjeron

⁹ En 2003 correspondió a los productos de alta tecnología el 13% de las exportaciones de Tailandia, pero más del 50% de las de Taiwán, Malasia y Filipinas.

Gráfico 2.12 Revaluaciones efectivas reales de los países en desarrollo

Variación porcentual del tipo de cambio efectivo real, enero de 2005 en comparación con febrero de 2002



depreciaciones. La revaluación de las monedas de muchos países en desarrollo fue relativamente moderada porque en muchos casos la depreciación del dólar y el aumento de valor del euro se compensaron mutuamente, lo que impidió la variación del valor efectivo real de las monedas de esos países.

Con respecto a los países que comercian desproporcionadamente con Estados Unidos o la zona del euro, la variación coincidente de sus propias monedas atenuó en gran medida las repercusiones que de lo contrario podrían haber suscitado esas fluctuaciones. En la mayor parte de los países en desarrollo en que sí se produjo una revaluación en términos efectivos reales ello obedeció a factores internos, como el fuerte impacto experimentado por la relación de intercambio en virtud del reciente incremento de los precios de los productos básicos (Sudáfrica).

Aunque de escasas proporciones en comparación con la variación del tipo de cambio bilateral euro/dólar, las fluctuaciones monetarias experimentadas por los países en desarrollo probablemente afectarán a la economía real en el período de las proyecciones.

A menos que se adopten medidas de política económica compensatorias, en los países cuyas monedas se deprecien se verá estimulado el crecimiento, lo que puede causar el recalentamiento de esas economías. En el mismo orden de ideas, es probable que la actividad económica se debilite en los países cuyas monedas se aprecien. También puede suceder que si los exportadores reducen los márgenes de utilidades para mantener su proporción del mercado se reduzcan los ingresos.

El reordenamiento de las monedas influirá sobre la estructura de las exportaciones y las importaciones, y puede implicar costos en materia de ajuste¹⁰. El impacto, en el caso de

¹⁰ Desde el punto de vista cualitativo, esos costos, y los mecanismos a través de los cuales éstos afectan al producto, se asemejan a los descritos por Lilien (1982) en un contexto de aumento de los precios del petróleo, que es otra perturbación de los precios internacionales.

las economías en desarrollo individualmente consideradas, dependerá en importante medida de la estructura preexistente del comercio internacional. A los países que comercian más o menos en la misma proporción con Europa y con los Estados Unidos (Namibia, Paraguay, Polonia) les será más fácil aprovechar la variación de la competitividad, porque las empresas ya conocen el mercado externo y las redes con las que han de tratar. Por el contrario, las empresas y los países cuyo comercio se centra especialmente en los Estados Unidos pueden experimentar considerables demoras antes de recuperar las ventas perdidas en el mercado de los Estados Unidos a través del incremento de las ventas en Europa u otras regiones. Inclusive los países que hayan seguido al dólar en el proceso de depreciación de esta moneda (muchos países sudamericanos y de Asia oriental) experimentarán costos en materia de ajuste, consistentes en el aumento de la inflación y el deterioro de la competitividad de las empresas que se basan en importaciones no estadounidenses.

Finalmente, aunque las pruebas no son concluyentes, algunas investigaciones (por ejemplo Esquivel y Larraín, 2002) llevan a pensar que la inestabilidad de los tipos de cambio de las principales economías tiende a introducir incertidumbre en el comercio internacional, por lo que puede desacelerar el proceso de aumento del volumen del comercio mundial.

Perspectivas a largo plazo de expansión del comercio

Según las proyecciones, esos costos no impedirán que siga aumentando la proporción del mercado mundial que corresponde a los países de ingreso bajo y mediano. En los últimos cinco años la proporción de las exportaciones mundiales provenientes del

mundo en desarrollo aumentó del 20% al 25%. En verdad, la proporción correspondiente a China se duplicó, pasando de 2,5% a más de 5,4%.

Esa expansión del comercio ha dado impulso decisivo al mejoramiento económico. Los países que han logrado un mayor aumento proporcional del mercado son los que registran la más pronunciada reducción de la pobreza en los últimos 15 años¹¹.

En conjunto, el 40% del incremento de las exportaciones de los países en desarrollo obedeció al aumento de su proporción del mercado, lo que obedece a varios factores, tales como el contacto paulatino con ventajas comparativas básicas tras los numerosos programas de liberalización del comercio de las últimas décadas, en que los aranceles aduaneros del mundo en desarrollo se redujeron de alrededor del 30% a menos del 10%. Además, el mejoramiento de la política macroeconómica, la disminución de la inflación, la reducción de los déficit públicos y una posición en cuenta corriente más favorable contribuyeron a suscitar mejores resultados en materia de comercio internacional, al reducir la incertidumbre tanto de los inversionistas como de los especuladores bursátiles.

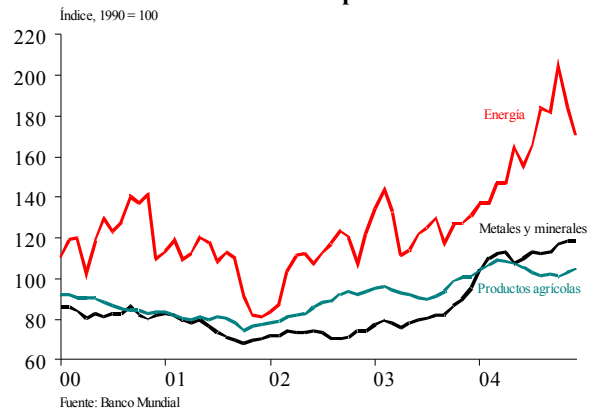
En el escenario básico se supone que esas condiciones persistirán y, por lo tanto, que la proporción del mercado lograda por los países en desarrollo aumente un punto porcentual más entre 2004 y 2007.

¹¹ El coeficiente de correlación entre el incremento de la renta per cápita y el aumento de la proporción del comercio es de 0,5.

Mercados de productos básicos

El aumento de los precios de los productos básicos registrado a partir de 2002 (Gráfico 2.13) reflejó una muy vigorosa demanda de esos productos y el surgimiento de restricciones de capacidad en países que son productores de productos primarios. En conjunto, los precios de la energía aumentaron alrededor de un 30% en 2004. Los de los metales y minerales se incrementaron un 3,7%, sin que hasta ahora haya señales de que vayan a disminuir. Por el contrario, los precios de la mayoría de los productos básicos agrícolas llegaron a un máximo en el segundo trimestre de 2004, tras lo cual comenzaron a disminuir, sin perjuicio de lo cual registran un incremento anual de 10,5%.

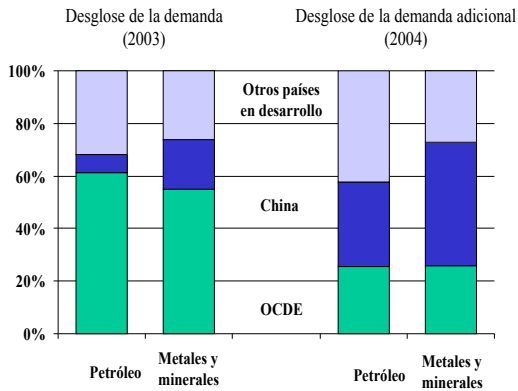
Gráfico 2.13 Precios de los productos básicos



A diferencia de lo ocurrido en anteriores episodios de recalentamiento de la economía, las principales fuentes de exceso de demanda fueron los países en desarrollo; notablemente China. De hecho, el 7,4% del incremento agregado de la demanda de petróleo crudo que tuvo lugar en 2004 correspondió a las economías en desarrollo (Gráfico 2.14); esas cifras representan casi el doble de la proporción que les corresponde en la demanda agregada. Casi la mitad del incremento correspondió a China, cuya fuerte necesidad de

materias primas fue también una de las causas básicas del incremento de la demanda de metales y minerales. De los países de ingreso bajo y mediano considerados conjuntamente provino el 74% de la demanda adicional de metales registrada en 2004, pero sólo el 45% de la demanda agregada. La demanda de los países en desarrollo fue especialmente pronunciada en los mercados de zinc y de aluminio: el incremento superó el 80% en 2004.

Gráfico 2.14 La demanda de los países en desarrollo impulsa los precios de los productos básicos



No es probable que se trate de un hecho aislado. Según las proyecciones, seguirá aumentando la proporción de la demanda mundial de productos básicos proveniente de los países en desarrollo. Ello obedece en parte a la paulatina transferencia a esos países de una creciente proporción de la actividad manufacturera mundial de uso intensivo de mano de obra, así como a la aceleración del crecimiento demográfico y al aumento de los ingresos, que según se prevé incrementarán la demanda de productos de utilización intensiva de recursos, como los automóviles, sometiendo a presiones adicionales a los mercados de productos básicos. En esos factores se basa la predicción del Organismo Internacional de Energía (OIE, 2004) de que a más tardar en 2030 la demanda de petróleo de las economías actualmente clasificadas como

de ingreso bajo y mediano se duplicará con creces, hasta llegar al 50% de la demanda mundial.

Pese al incremento de los precios de los productos básicos y a la creciente importancia de los países en desarrollo en los mercados, las proyecciones indican que los precios de esos productos se reducirán en los próximos tres años. En el sector agrario, el aumento de la oferta —tras las reacciones endógenas a los altos precios y la recuperación en relación con años de malas cosechas— ya está provocando la disminución de los precios de algunos productos básicos agrícolas; principalmente la soja y el algodón. Según se prevé, aumentos adicionales de la oferta y la desaceleración mundial prevista reducirán alrededor de un 6%, en 2006, los precios de los productos del agro.

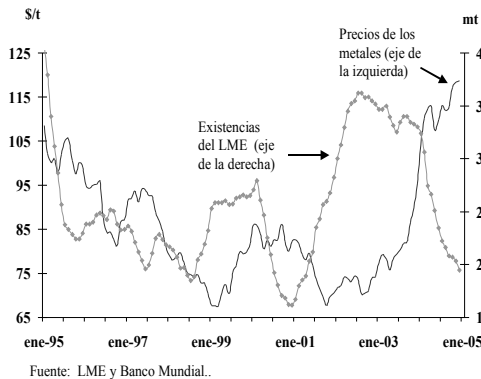
Algunos modelos simples de la demanda derivada de petróleo indican que la demanda de productos de petróleo del mundo en desarrollo seguirá aumentando aceleradamente. Aunque se prevé que la producción mundial diaria se incremente en alrededor de 1,5 millones de barriles, las escasas reservas y la vigorosa demanda harían que los precios del petróleo siguieran siendo altos en el primer semestre de 2005, tras lo cual comenzarían a disminuir. Según las proyecciones, su promedio, para la totalidad del año 2005, sería de alrededor de US\$42¹². Según se prevé, a medida que se vaya moderando el crecimiento de la demanda y aumenten las reservas, los precios comenzarán

¹² Según un modelo simple de demanda de petróleo, un aumento de la demanda de alrededor de [1,8 millones] de barriles diarios sería compatible con las proyecciones de producción del Banco Mundial. Estos datos, aunados a incrementos previstos (por el OIE, 2004) de la producción de [1,5 millones] de barriles implican escasas perspectivas de una disminución sustancial de los precios del petróleo en 2005.

a reducirse en forma lenta, hasta llegar a US\$33 a más tardar en 2007.

En el mercado de minerales y metales la oferta sigue siendo muy insuficiente (Gráfico 2.15). El exceso de demanda —especialmente la demanda de China— hizo que los precios aumentaran alrededor de un 3,7% en 2004, y provocó una disminución del 50% de las existencias (60% y 90% en el caso del plomo y del cobre). Las empresas reaccionaron ante los altos precios sustituyendo los materiales que utilizaban por otros menos costosos (por ejemplo, utilizando níquel de menor calidad para la producción de acero), lo que debería contribuir a reducir la presión de la demanda. No obstante, se prevé que esas condiciones sigan impulsando al alza a los precios en el primer semestre de 2005, antes que el aumento de la oferta provoque, en ese mismo año, una disminución cíclica. Un factor que provoca gran incertidumbre en esta proyección es la demanda china. Si no se modera según lo previsto, sino que se mantiene en los niveles registrados en el primer semestre de 2004, los precios de los metales (notablemente los del acero y el mineral de hierro), los precios del carbón y de los fletes podrían seguir siendo altos durante un período prolongado, o inclusive seguir aumentando.

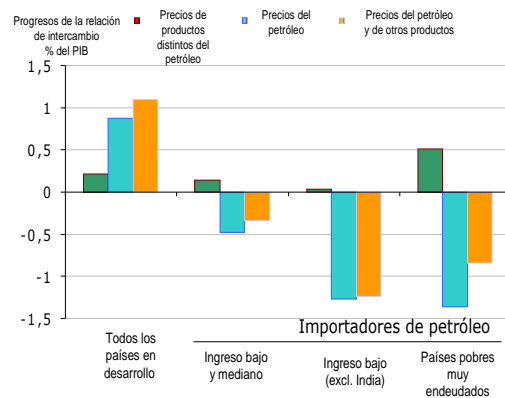
Gráfico 2.15 Los precios de los metales están llamados a subir dado el bajo volumen de las existencias



En los últimos años el aumento de los precios de los productos básicos contribuyó considerablemente a provocar los sólidos resultados económicos logrados por los países exportadores de esos productos (Gráfico 2.16). Esta conclusión es especialmente válida en el caso de los exportadores de petróleo: se estima que el aumento de los precios de ese producto significó para ellos una mejora de la relación de intercambio equivalente al 5,6% del PIB. También se beneficiaron los exportadores netos de otros productos básicos. Los exportadores de metales y minerales obtuvieron fuertes beneficios; el efecto positivo fue menos pronunciado en el caso de los exportadores de productos del agro.

Gráfico 2.16 Los precios de los productos básicos han beneficiado al conjunto de los países en desarrollo

Efectos de los cambios registrados en los precios de los productos básicos (2001–2004)



No obstante, como se examina en mayor detalle en el número del otoño pasado de *Global Economic Prospects 2005*, (Banco Mundial, 2004), aunque los altos precios de los productos básicos favorecen a los países en desarrollo considerados colectivamente, la mayoría de los países de esa categoría son importadores de petróleo, por lo cual el efecto neto de los incrementos de precios de los productos básicos registrado hasta la fecha ha sido para ellos negativo. En el caso de los países de Asia meridional tomados en conjunto, el efecto neto equivalió a una

variación de la relación de intercambio equivalente a -2,2% del PIB.

Riesgos y prioridades de políticas para la economía mundial

En el escenario de perspectivas de referencia, el aumento del ahorro privado y público en los Estados Unidos, y un vigoroso crecimiento de los países en desarrollo comienzan a corregir los desequilibrios mundiales y a generar una moderada disminución del déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos. Se prevé que esos factores, combinados con el surgimiento de un diferencial positivo entre las tasas de interés

a corto plazo en los Estados Unidos y en Europa, reducirán —aunque no eliminarán— la presión a la baja que experimenta el dólar, moneda que seguirá depreciándose, pero en forma paulatina y ordenada.

En este escenario se dan varios riesgos:

- Aumento de las tasas de interés;
- Posibilidad de que los precios del petróleo aumenten aún más, y no se moderen conforme a las proyecciones;
- Depreciación mayor de la prevista, o desordenada, del dólar, y
- Reacciones endógenas a los altos precios y el surgimiento de actitudes proteccionistas.

El primer riesgo —que cabe considerar como el más importante— consiste en que las tasas de interés a corto y a largo plazo aumenten más de lo previsto. Ese riesgo obedece a varios factores, claramente distintos pero mutuamente relacionados.

Las tasas de interés podrían aumentar aún más si se intensificara la sensación de los inversionistas de que el valor del dólar va a

disminuir o si los bancos centrales asiáticos, que han financiado en gran medida el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos (Capítulo 3), moderaran el ritmo de acumulación de reservas. En cualquiera de esos casos, los inversionistas exigirían tasas de interés más altas por los instrumentos de deuda que adquirieran, o por asumir riesgos adicionales. En verdad, el hecho de que algunas autoridades asiáticas hayan dado a entender que podrían diversificar sus carteras de reservas provocó rápidas ventas en gran escala, que sólo cesaron cuando se negó pública y categóricamente esa intención. Es probable que el aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos someta a presiones alcistas a las tasas registradas en otros países.

Otro factor que podría determinar el aumento mundial de las tasas de interés es la apetencia de riesgos de los inversionistas. Las primas de riesgos correspondientes a bonos de grado inferior al de inversión de las sociedades y bonos de mercados emergentes se sitúan en muy bajos niveles. Si variara la apetencia de riesgos de los inversionistas o su percepción del riesgo básico existente, las tasas de interés podrían aumentar pronunciadamente en los respectivos mercados, lo que provocaría una rápida disminución de la liquidez en los mercados internacionales de capital.

Muchos países en desarrollo han dado pasos importantes hacia la reducción de su vulnerabilidad financiera global, por lo cual están en condiciones relativamente sólidas para resistir ese deterioro de las condiciones financieras internacionales. Sigue siendo frágil, en cambio, la situación de los países con mercados bancarios y de capital internos débiles; los países cuya deuda representa una pesada carga son especialmente vulnerables al cambio repentino de las evaluaciones de los riesgos de países (véanse los Capítulos 3 y 4).

Finalmente, si el exceso de liquidez generado por las bajas tasas de interés se refleja en un aumento de la inflación, las medidas correctivas adoptadas por las autoridades monetarias podrían provocar un aumento aún mayor de las tasas de interés reales.

En la medida en que el incremento de los precios de los activos sea la expresión de tasas de interés inusualmente bajas, los aumentos de las tasas de interés podrían generar considerables pérdidas de riqueza, lo que afectaría sobremanera a la demanda de los consumidores. Por ejemplo, si los precios de la vivienda se estabilizaran en sus actuales niveles, la eliminación del efecto riqueza positivo suscitado por el aumento de esos precios en la demanda de los consumidores bastaría para reducir más de un 1% esa demanda en el Reino Unido y en los Estados Unidos¹³. En caso de deflación de los activos, las repercusiones podrían ser mucho más graves.

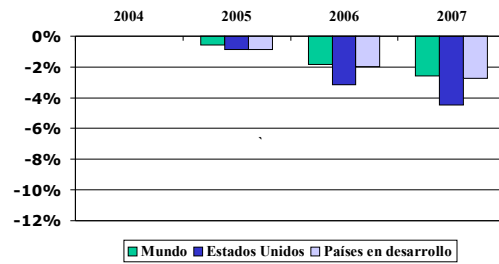
En el Gráfico 2.17 se presentan los resultados de tres simulaciones a través de las cuales se procura cuantificar las repercusiones de esos riesgos en la economía real¹⁴.

En el primer escenario se supone que en los Estados Unidos las tasas de interés a corto y a largo plazo aumentan 200 puntos básicos más

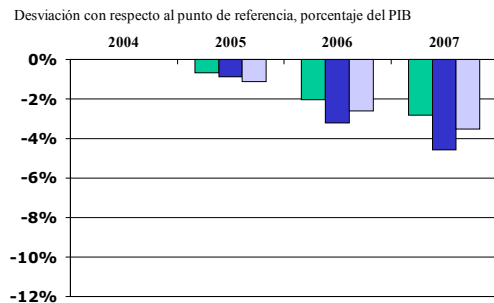
¹³ Según estimaciones del Banco de la Reserva Federal, el valor de las viviendas en los Estados Unidos equivale a US\$15,2 billones, o sea alrededor del 138% del PIB. Una variación del 10% de ese valor equivaldría al 13,8% del PIB, o sea el 19% del consumo. Según estimaciones econométricas, la propensión marginal a largo plazo a consumir riqueza para adquirir vivienda es de 0,05 (véase, por ejemplo, Catte y otros, 2004, y Benjamin y otros, 2004), lo que implica un 1,35% de reducción del consumo.

¹⁴ En el Capítulo 3 se analizan en mayor detalle algunas de las potenciales repercusiones, en el sector financiero, de un aumento de las tasas de interés.

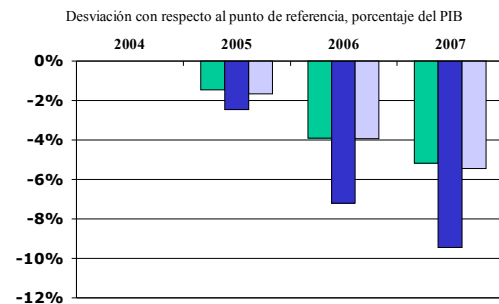
Gráfico 2.17 Las tasas de interés suben 200 centésimos de punto porcentual
Desviación con respecto al punto de referencia, porcentaje del PIB



Escenario 2: Escenario 1 más un aumento del 60% en los márgenes de los mercados emergentes



Escenario 3: Escenario 2 más efecto riqueza



que en el escenario de referencia, debido al incremento de la tasa de rentabilidad que exigen los inversionistas para los activos denominados en dólares. Las tasas de interés reales en el exterior aumentan en forma endógena, siendo su incremento algo menor que en los Estados Unidos. En comparación

con el escenario de referencia, la tasa de crecimiento económico de los Estados Unidos se reduce alrededor de un punto porcentual en 2005 y dos puntos porcentuales en 2006, pero se evita una recesión. La desaceleración del crecimiento de esa economía atenúa la expansión del comercio mundial. En consecuencia, el crecimiento de las economías en desarrollo se reduce en alrededor de un punto porcentual tanto en 2005 como en 2006.

El segundo escenario se basa en el primero; en él se supone que la disminución de la liquidez mundial provocada por las restricciones arriba referidas hace que los diferenciales de los bonos y de los mercados emergentes vuelvan a sus niveles normales. Ello se combina con los efectos del primer escenario en las economías en desarrollo, reduciéndose aún más el consumo y la demanda de inversiones debido al incremento de las tasas de interés. En términos generales el crecimiento de los Estados Unidos no varía.

Las perspectivas de las economías en desarrollo son mucho más insatisfactorias, ya que la disminución acumulada del producto estaría próxima al [4,6]% del PIB. Los países muy endeudados sufren perjuicios especialmente graves.

En el escenario final se combinan esos efectos, agregándose un considerable efecto riqueza en los Estados Unidos, el Reino Unido, España y Francia. Se supone que en cada uno de esos países el aumento de las tasas de interés provoca una disminución del 10% de los precios de la vivienda, y por lo tanto de la riqueza de los consumidores, lo que desacelera aún más la demanda. En ese caso, en 2006 se inicia en los Estados Unidos una recesión relativamente aguda, que provoca una considerable desaceleración económica a nivel mundial, y el crecimiento de la economía en el

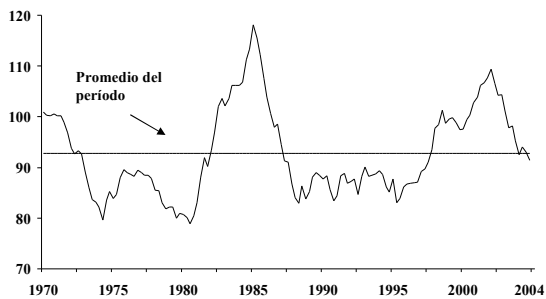
mundo se reduce hasta llegar a alrededor del 1%.

El riesgo de que los precios del petróleo aumenten aún más o no se reduzcan en la medida prevista se analizó en detalle en la publicación del Banco Mundial *Global Economic Prospects, 2005* (2004, páginas 12-14), en que se llegó a la conclusión de que una subida adicional de US\$10 de los precios del petróleo podría reducir en alrededor del 0,5% la tasa de crecimiento mundial el año próximo. En el caso de los países en desarrollo importadores de petróleo, ese aumento provocaría una modificación de la relación de intercambio de -2,4% del PIB. Además, como esos países tienen escaso acceso a los mercados financieros internacionales, las consecuencias, en cuanto a la demanda interna, de una perturbación de ese género serían mucho más intensas que en los países de ingreso alto.

La posibilidad de que el dólar exceda su valor de equilibrio tomado como objetivo y permanezca por debajo de su valor normal durante un período prolongado representa un riesgo a mediano plazo. La depreciación registrada hasta la fecha ha llevado a esa moneda a un nivel próximo a su valor efectivo real medio a largo plazo (Gráfico 2.18). Si se depreciara en mucho mayor medida, lo que podría ocurrir si no variara el comportamiento del ahorro público y privado, es totalmente posible que exceda su objetivo de valor de equilibrio a largo plazo, con el consiguiente incremento de los costos en materia de ajuste, ya que los exportadores perderían ventas en algunos mercados y tendrían que penetrar en mayor medida en otros. Al recuperar el dólar su valor de equilibrio a largo plazo, se incurriría por segunda vez en esos costos.

Gráfico 2.18 El dólar desde una perspectiva histórica

Tipo de cambio efectivo real, 1970 - 2004



Además, las grandes oscilaciones del valor del dólar podrían suscitar significativas repercusiones financieras en los países en desarrollo (Capítulo 3). En los países dotados de considerables reservas en dólares, una depreciación implicaría cuantiosas pérdidas contables que podrían afectar a la política fiscal. Se beneficiarían, por el contrario, los países con un volumen significativo de deuda denominada en dólares, cuyo valor en moneda nacional disminuiría.

Finalmente, la desaceleración económica mundial podría determinar una más lenta liberalización del comercio o la adopción de medidas proteccionistas. La reciente introducción de iniciativas tendientes a intensificar el comercio internacional ha coincidido con un período de vigoroso crecimiento tanto en los países en desarrollo como en los desarrollados. El deterioro de la situación económica podría interrumpir esa tendencia, al hacer descarrilar el proceso de Doha o reducir los beneficios que supondría un eventual acuerdo para los países de ingreso bajo. En una hipótesis extrema podría producirse un contragolpe proteccionista en los países de ingreso alto. En cualquiera de los dos casos podría reducirse el acceso de los países en desarrollo a los mercados de los países ricos, en detrimento del crecimiento y del

proceso de reducción de la pobreza. Análogamente, si la desaceleración del crecimiento de los países en desarrollo hace más lento el proceso de reforma estructural en que se basan, en gran medida, los logros económicos recientes, podrían deteriorarse gravemente las perspectivas de crecimiento.

Desafíos de política económica

Las medidas de política económica pueden ayudar a evitar, o a reducir la gravedad, de los escenarios arriba analizados. La aplicación, por parte de los Estados Unidos, de una política fiscal bastante más restrictiva podría incrementar el ahorro agregado en la economía de ese país, reducir el déficit en cuenta corriente y hacer menos necesario el aumento de las tasas de interés como respaldo del dólar. En Europa podrían adoptarse medidas de política económica encaminadas a mantener tasas de interés relativamente bajas, lo que no sólo tonificaría la demanda interna, contrarrestando así la disminución de la exportación provocada por el aumento de valor del euro, sino que además reduciría el atractivo de los activos financieros denominados en euros, disminuyendo así la probabilidad de un aumento aún mayor del valor de esa moneda y creándose un disuasivo a un abandono desordenado de los activos denominados en dólares. A este respecto, si surgen presiones inflacionarias podría ser conveniente acelerar el proceso de consolidación fiscal para reducir la probabilidad de un recalentamiento de la economía.

Ante la perspectiva de una desaceleración de la economía mundial y la posibilidad de una pronunciada recesión es necesario que los responsables de la política económica de los países en desarrollo redoblen sus esfuerzos para consolidar la posición fiscal de sus países y aprovechen las bajas tasas de interés actuales para reestructurar la deuda, lo que en efecto

muchos han hecho. Además, deben actuar con especial prudencia para evitar la acumulación de pasivos excesivos u obligaciones correspondientes a gastos, cuyo futuro financiamiento en condiciones de aumento de las tasas de interés y desaceleración del crecimiento económico mundial podría plantear graves problemas. Por otra parte, una cuidadosa revisión de la política cambiaria aplicada en algunos países podría llevar a la conclusión de que un aumento administrado del valor de sus monedas mitigaría presiones inflacionarias emergentes y al mismo tiempo haría participar a toda la población en los beneficios del reciente crecimiento, al reducir el costo de los bienes de consumo importados.

Aunque una respuesta de política económica internacional coordinada sería probablemente el camino ideal y reduciría al mínimo los costos que recaerían sobre los países en desarrollo, las medidas de política económica arriba expresadas beneficiarían a los países que las adoptaran aunque las restantes economías no hicieran lo propio.

Referencias

Banco Mundial (2004), *Global Economic Prospects*, 2005, Washington.

Benjamin, J. D., P. Chinloy, y G.D. Jud (2004), "Real estate versus financial wealth in consumption", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 29(3), 341-54.

Catte P., N. Girouard, R. Price, y C. André, (2004), "Housing markets, wealth and the business cycle", *OECD Economics Department Working Papers* 394.

Esquivel, G., y F. Larraín, (2002), *The impact of G-3 exchange rate volatility on developing countries*, Estudio No. 16 de la Serie *Discussion Papers* del G24, enero.

Organismo Internacional de Energía (2004), *World Energy Outlook*, París.

Lilien, David M. (1982), "Sectoral Shifts and Cyclical Employment", *Journal of Political Economy*, 90(3).

Moore, J. (2004), *2004 Carry trade update*, Barclay's Capital, 22 de diciembre.

OCDE (2004), *Economic Outlook*, No. 74, París.