

## INTRODUCCIÓN

S eis años después de que la economía mundial emergiera de la recesión más amplia y profunda desde la posguerra, la vuelta a una expansión robusta y sincronizada sigue siendo incierta. Los pronósticos revisados de esta última edición de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO, por sus siglas en inglés) ponen de relieve los desafíos a los que se enfrentan todos los países. A pesar de las considerables diferencias en las perspectivas de cada uno de ellos, los nuevos pronósticos corrigen a la baja las tasas de crecimiento a corto plazo de manera marginal, pero para casi todos los países. Además, los riesgos a la baja para la economía mundial ahora parecen más pronunciados que hace tan solo unos meses.

En las economías avanzadas, el crecimiento económico a corto plazo aún parece sólido, en comparación con los últimos meses, pero es más débil en las economías de mercados emergentes y en desarrollo que representan una proporción cada vez mayor del producto mundial y aún constituyen la parte más importante del crecimiento mundial. En el grupo de economías avanzadas, las secuelas de recientes crisis son ahora más débiles, y esto, sumado a un apoyo prolongado de política monetaria y una vuelta a la neutralidad fiscal, ha respaldado una aceleración del producto y una caída del desempleo a nivel general, aunque persisten presiones deflacionarias. La recuperación se encuentra en una etapa más avanzada en Estados Unidos y el Reino Unido, donde la política monetaria probablemente se endurezca pronto, pero es más incierta en la zona del euro y Japón. En los países que no forman parte del grupo de economías avanzadas, las fuentes de la desaceleración del crecimiento son diversas, y van desde la caída de precios de las materias primas (que también afecta negativamente a algunas economías avanzadas), hasta el sobreendeudamiento generado anteriormente por el rápido crecimiento del crédito y las turbulencias políticas. Naturalmente, los países con múltiples diagnósticos se encuentran en una situación más difícil, y en ciertos casos también se enfrentan a tasas de inflación más altas. Para las economías de mercados emergentes y en desarrollo en su conjunto, nuestro pronóstico es que el crecimiento se reducirá por quinto año consecutivo en 2015.

¿En qué se basan los pronósticos de moderación del crecimiento? En primer lugar, la persistencia de un bajo crecimiento de la productividad parece indicar que el crecimiento potencial del producto a largo plazo puede haber caído en todas las economías. La inversión persistentemente baja ayuda a explicar el incremento limitado de la productividad de la mano de obra y de los salarios, aunque el crecimiento de la productividad conjunta de todos los factores de producción, no solo de la mano de obra, también ha sido lento. La baja demanda agregada es un factor que desalienta la inversión, como se demostró en la última edición del informe WEO. El lento crecimiento potencial previsto también reduce la demanda agregada, lo que limita aún más la inversión, generando un círculo vicioso. El envejecimiento de la población contrae aún más la inversión en algunos países; en otros, las deficiencias institucionales o la inestabilidad política son factores adversos disuasorios. En sus formas más extremas, los conflictos políticos han creado una gran cantidad de personas desplazadas en todo el mundo, tanto dentro como fuera de las fronteras nacionales. Los costos económicos y sociales son enormes.

En el capítulo 1 se indica que las recesiones pueden tener un efecto negativo permanente no solo en los niveles tendenciales de la productividad, sino también en el aumento tendencial de la productividad. Como consecuencia de este mecanismo, el bajo nivel de productividad proyectado actualmente parece en parte el resultado de la turbulencia posterior a 2007. Algunos historiadores económicos señalan que la evolución del crecimiento mundial después de la posguerra refleja en gran medida los rendimientos decrecientes junto con el extenso margen de innovación tecnológica, jalonados temporalmente por la entrada de China y los antiguos Estados de la Unión Soviética en la economía de mercado mundial y por la revolución de la tecnología de la información y las comunicaciones. Otros sostienen, sin embargo, que la innovación transformadora continúa en muchos ámbitos, desde la robótica a la bioingeniería. Pero como en el caso de la electrificación hace más de un siglo, pueden pasar décadas hasta que estos avances se incorporen en los procesos de producción comercial cuyos productos se miden en los ingresos nacionales. Solo el tiempo zanjará estos debates.

En los países que exportan petróleo y otras materias primas, las variaciones de los precios afectan tanto a

la brecha del producto como al producto potencial, de manera que los pronósticos del producto a corto plazo y a más largo plazo también se basan en los recientes movimientos de los precios de las materias primas. Estos movimientos han sido impresionantes, en parte debido a los cambios en la economía de China, y afectan muy particularmente a los exportadores de materias primas de bajo ingreso. China, que ahora es el importador de metales más importante del mundo, mantuvo tasas de crecimiento muy rápidas entre los años 2000 y 2011; a medida que los precios de las materias primas aumentaban, los países exportadores invirtieron mucho en capacidad, impulsando el crecimiento interno. Recientemente, la meta de las autoridades de China, sin embargo, ha sido mantener tasas más bajas de crecimiento a medida que el país intenta reequilibrar su economía impulsada anteriormente por la exportación y la inversión hacia un modelo basado más en el consumo, incluidos los servicios. Como se señala en los capítulos 1 y 2, los precios reales de muchas materias primas, incluidos los metales, han disminuido respecto de los máximos registrados en 2011, y han caído de manera particularmente drástica en las últimas semanas desde que comenzó la volatilidad financiera a mediados de agosto. Aún no está claro, en el momento de publicarse este informe, si las recientes caídas representan un reajuste excesivo a la baja, pero los efectos de anteriores reducciones ya se reflejan en el crecimiento de los países exportadores de materias primas. En el capítulo 2 se estima que, en promedio, alrededor de una tercera parte de las reducciones del crecimiento resultantes se atribuyen al componente estructural del crecimiento, sobre todo a través de una disminución de la inversión.

Los exportadores de materias primas, en particular, han registrado fuertes depreciaciones de sus monedas, pero la tendencia general a una disminución de las entradas de flujos financieros a los mercados emergentes ha dado lugar a una depreciación más generalizada frente al dólar de EE.UU., el euro y el yen. En el capítulo 3 se indica que estas variaciones del tipo de cambio deberían estar vinculadas al aumento de las exportaciones netas de los países cuya moneda se está depreciando, lo que forma parte del proceso natural de ajuste a las diferentes tasas de crecimiento que promueven los tipos de cambio flexibles. Aunque una consecuencia podría ser el aumento de los déficits en cuenta corriente de algunas economías avanzadas con un desempeño relativamente bueno en materia de crecimiento, es importante que estos ajustes del tipo de cambio se consideren como lo que suelen ser en general, es decir, amortiguadores naturales de shocks, y no como actos deliberados en una “guerra de divisas”. De hecho, los

intentos anteriores en algunos mercados emergentes por fijar sus tipos de cambio al enfrentar grandes salidas de flujos financieros tuvieron consecuencias muy negativas para la estabilidad financiera mundial.

Una fuerte depreciación del tipo de cambio puede tener efectos negativos en el balance. Un aspecto importante que puede generar presiones es el endeudamiento *offshore* en moneda extranjera de las corporaciones de mercados emergentes. Estos riesgos se ven contrarrestados por sustanciales colchones de reservas, un mayor volumen de financiamiento patrimonial externo y una tendencia creciente a la denominación en moneda local de los préstamos *onshore*. Naturalmente, existen otros riesgos: las renovadas inquietudes sobre el potencial de crecimiento de China, el futuro de Grecia en la zona del euro, el impacto de una fuerte disminución del precio del petróleo y los efectos de contagio podrían generar la chispa que provoque volatilidad en los mercados. En las economías avanzadas y en China, las presiones deflacionarias, que siguen retrasando el ajuste de los balances, no se han disipado por completo.

No existe un solo conjunto de recomendaciones de política que se adapte a todos los países que están intentando mejorar su desempeño en materia de crecimiento o afianzar su capacidad de resistencia. Pero siguen aplicándose algunos principios generales conocidos en vista de los desafíos comunes a los que se enfrentan los países. Las economías de mercados emergentes y en desarrollo deben estar preparadas para la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Las economías avanzadas deben seguir haciendo frente a las secuelas de la crisis. Al mismo tiempo, donde las brechas del producto sean negativas se debería seguir aplicando una política monetaria acomodaticia, respaldada por medidas fiscales cuando el espacio fiscal lo permita. En particular, existen razones de peso que justifican la inversión en infraestructura en un momento en que las tasas de interés reales a largo plazo se mantienen muy bajas. La inversión es una forma de estimular el crecimiento potencial del producto, pero la aplicación de reformas estructurales focalizadas también puede ser importante. Estas reformas no solo ayudan a impulsar el crecimiento en el futuro, sino que también mejoran la resiliencia del crecimiento. Pueden ayudar a los países de bajo ingreso a diversificar las bases de sus exportaciones. En todos los países, el continuo fortalecimiento de los marcos de políticas micro y macropрудenciales también apuntalará la resiliencia a los shocks económicos, tanto de origen interno como externo.

Maurice Obstfeld  
*Consejero Económico*

*El crecimiento mundial de 2015 está proyectado en 3,1%; es decir, 0,3 puntos porcentuales menos que en 2014 y 0,2 puntos porcentuales por debajo de los pronósticos de la Actualización de julio de 2015 de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO, por sus siglas en inglés). Las perspectivas de los principales países y regiones siguen siendo desiguales. En comparación con el año pasado, la recuperación de las economías avanzadas repuntaría ligeramente, en tanto que la actividad en las economías de mercados emergentes y en desarrollo se desacelerará, según las proyecciones, por quinto año consecutivo, principalmente como consecuencia del deterioro de las perspectivas de algunas economías de mercados emergentes grandes y de los países exportadores de petróleo. En un entorno marcado por el retroceso de los precios de las materias primas, la menor afluencia de capitales en los mercados emergentes y las presiones que soportan sus monedas, y la creciente volatilidad de los mercados financieros, se han agudizado los riesgos a la baja para las perspectivas, especialmente en los mercados emergentes y las economías en desarrollo.*

El crecimiento mundial sigue siendo moderado, nuevamente más de lo previsto hace unos meses. Aunque la evolución propia de cada país y los shocks que lo afectan han contribuido a esta coyuntura, el carácter persistentemente atenuado de la recuperación en las economías avanzadas y el quinto año consecutivo de contracción del crecimiento de los mercados emergentes hacen pensar que hay fuerzas comunes a mediano y largo plazo que también están ejerciendo una influencia importante. Entre ellas cabe mencionar el escaso aumento de la productividad desde la crisis, los legados que esta dejó en algunas economías avanzadas (elevada deuda pública y privada, debilidad del sector financiero, poca inversión), las transiciones demográficas, la etapa de ajuste que están atravesando muchos mercados emergentes tras el boom de crédito e inversión que siguió a la crisis, una realineación del crecimiento de China —con importantes repercusiones transfronterizas— y un retroceso de los precios de las materias primas desencadenado por la contracción de la demanda y el aumento de la capacidad de producción. El capítulo 2 de esta edición del informe

WEO y la sección especial sobre materias primas del capítulo 1 examinan a fondo las causas y las implicaciones del abaratamiento de las materias primas; por su parte, la edición de octubre de 2015 del informe *Monitor Fiscal* examina el papel de la política fiscal y los marcos de política fiscal frente a la volatilidad de precios de las materias primas.

La volatilidad de los mercados financieros aumentó desenfrenadamente en agosto, tras la depreciación del renminbi, intensificando la aversión mundial al riesgo, debilitando las monedas de muchos mercados emergentes y desencadenando una corrección drástica de los precios de las acciones a escala mundial. Los estallidos previos de la volatilidad se habían producido en torno a las negociaciones sobre la deuda griega, el desplome bursátil de China y las medidas de política que las autoridades chinas adoptaron en junio y julio. Con la primera alza de la tasa de política monetaria estadounidense en ciernes y perspectivas mundiales menos alentadoras, las condiciones financieras han empeorado para los mercados emergentes desde la primavera, especialmente en las últimas semanas: los diferenciales de los bonos en dólares y los rendimientos a largo plazo de los bonos en moneda local han aumentado entre 50 y 60 puntos básicos en promedio, y los precios de las acciones han bajado, en tanto que los tipos de cambio se han depreciado o se encuentran bajo presión. Por el contrario, en el caso de las economías avanzadas, las condiciones financieras siguen siendo favorables, y las tasas de interés reales se mantienen a niveles bajos, aun a pesar del inminente despegue de la tasa de política monetaria en Estados Unidos y en el Reino Unido.

Los precios de las materias primas han descendido, especialmente en el curso de las últimas semanas. Tras el alza en la primavera que siguió a los mínimos de enero, los precios del petróleo han sufrido una fuerte caída, que refleja la resiliencia de la oferta, las perspectivas de aumento de la producción gracias al acuerdo nuclear con la República Islámica del Irán, y el debilitamiento de la demanda mundial. Los precios de los metales también han retrocedido, empujados por las inquietudes en torno a la demanda mundial

—especialmente la desaceleración de la inversión focalizada en las materias primas y la actividad manufacturera de China— y también debido a la expansión de la oferta tras el auge de inversión en el sector minero.

Para muchos exportadores de materias primas con tipos de cambio flexibles, el descenso de los precios de las materias primas se ha traducido en una depreciación sustancial de la moneda. Pero las monedas de los mercados emergentes a nivel más general han sufrido marcadas depreciaciones desde la primavera, especialmente en agosto; entre tanto, los movimientos de los tipos de cambio de las grandes economías avanzadas han sido relativamente pequeños en los últimos meses, en comparación con el período de agosto de 2014 a marzo de 2015. Estas realineaciones entre monedas con tipos flotantes reflejan en gran medida la evolución de los fundamentos subyacentes: los países cuyas perspectivas de crecimiento se han ensombrecido y cuyos términos de intercambio han empeorado enfrentan presiones a la baja sobre sus monedas como parte del ajuste mundial. Como se explica en el capítulo 3, la demanda externa neta de los países que experimentan movimientos cambiarios pronunciados y persistentes probablemente se altere significativamente.

Estos factores mundiales —y los factores específicamente nacionales— apuntan a una recuperación un poco más débil de lo previsto en 2015 y 2016, y a un recrudescimiento de los riesgos a la baja.

Según las proyecciones, el crecimiento de las economías avanzadas aumentará ligeramente este año y el próximo. La situación de este año refleja principalmente un fortalecimiento de la modesta recuperación en la zona del euro y el regreso de Japón al crecimiento positivo, gracias a la disminución de los precios del petróleo, la política monetaria acomodaticia y, en algunos casos, la depreciación de la moneda. El repunte en las economías avanzadas se ve moderado por la disminución del crecimiento de los exportadores de materias primas —sobre todo Canadá y Noruega— y de Asia excluido Japón (en particular, Corea y la provincia china de Taiwan). El desempleo se bate en retirada, pero el crecimiento de la productividad sigue siendo débil, incluso en Estados Unidos, donde la recuperación está más arraigada. Esto realza la inquietud en torno a las perspectivas a mediano plazo. Para 2016 se espera cierto repunte del crecimiento (especialmente en América del Norte), pero las perspectivas a mediano plazo siguen siendo atenuadas debido a una combinación de factores, como la caída de la inversión,

una situación demográfica desfavorable y el débil crecimiento de la productividad. Recientemente, el nuevo descenso de los precios del petróleo y de otras materias primas debería apuntalar la demanda en la mayoría de las economías avanzadas que son importadores netos de materias primas, pero la desaceleración en los mercados emergentes implicará un debilitamiento de las exportaciones.

El nuevo descenso de los precios de las materias primas generará una vez más presiones a la baja sobre el nivel general de inflación en las economías avanzadas en los próximos meses y podría retrasar el repunte previsto de la inflación subyacente a medida que progresa la recuperación. La inflación subyacente se ha mantenido más estable, pero en términos generales aún está muy por debajo de los objetivos de los bancos centrales. La inflación seguiría siendo atenuada, a pesar del nivel decreciente tanto del desempleo como del potencial de crecimiento a mediano plazo.

Las perspectivas de crecimiento de los mercados emergentes varían mucho según el país y la región, pero en términos generales las perspectivas se están ensombreciendo, y las proyecciones apuntan a una contracción del crecimiento por quinto año consecutivo. Esto refleja una combinación de factores: debilitamiento del crecimiento de los países exportadores de petróleo; desaceleración de China, con menor dependencia de la inversión focalizada en la importación; etapa de ajuste tras los auges de la inversión y el crédito; y perspectivas menos favorables para los países exportadores de otras materias primas, incluidos los de América Latina, tras las caídas de precios de otras materias primas, así como las tensiones geopolíticas y los conflictos internos en una serie de países.

Para la mayoría de las economías de mercados emergentes, las condiciones externas se están complicando. Aunque la depreciación de las monedas promoverá la exportación neta, el “tirón” que proporcionan las economías avanzadas será un poco menos fuerte de lo previsto, ya que su propia recuperación es débil y sus perspectivas de crecimiento a mediano plazo son moderadas. Los flujos de capital destinados a los mercados emergentes se han desacelerado en los últimos trimestres, y el despegue de la tasa de política monetaria estadounidense —actualmente en el límite inferior cero— probablemente conlleve cierto deterioro de las condiciones financieras externas. Asimismo, si bien la desaceleración del crecimiento de China coincide hasta ahora con los pronósticos, sus repercusiones

transfronterizas parecen ser mayores de lo previsto, como lo demuestran el descenso de los precios de las materias primas (especialmente los metales) y la disminución de las exportaciones a China (especialmente en algunas economías del este asiático).

Para 2016 se proyecta un repunte del crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Ese pronóstico refleja más que nada una recesión menos profunda o una normalización parcial de las condiciones en los países que están atravesando dificultades económicas en 2015 (entre ellos, Brasil, Rusia y algunos países de América Latina y Oriente Medio), los efectos de contagio derivados de la vigorización del repunte de las economías avanzadas, y la relajación de las sanciones impuestas a la República Islámica del Irán. Se proyecta que el crecimiento en China se enfriará más, pero de manera gradual.

La debilidad de los precios de las materias primas, la lentitud inesperada del crecimiento mundial y la perspectiva de deterioro de las condiciones financieras mundiales lastran las perspectivas de los países de bajo ingreso. Algunos registran elevados déficits en cuenta corriente, habiendo aprovechado el fácil acceso al ahorro externo y la abundante inversión extranjera directa —especialmente en los países ricos en recursos naturales—, y son por ende especialmente vulnerables a los shocks financieros externos.

Globalmente, los riesgos siguen inclinándose a la baja. El abaratamiento del petróleo y de otras materias primas podría suministrar cierto impulso a la demanda de los importadores de materias primas, pero complica las perspectivas de los exportadores de materias primas, algunos de los cuales enfrentan condiciones de por sí difíciles. Las autoridades chinas enfrentan una disyuntiva espinosa dados los objetivos de pasar a un crecimiento alimentado en mayor medida por el consumo sin enfriar demasiado la actividad y, al mismo tiempo, mitigar las vulnerabilidades financieras y ejecutar reformas para afianzar el papel de las fuerzas de mercado en la economía. A corto plazo, los mercados emergentes siguen siendo vulnerables a nuevas caídas de precios de las materias primas y a la fuerte apreciación del dólar de EE.UU., que podría complicar más los balances empresariales en algunos países. El recrudescimiento de la volatilidad de los mercados financieros puede plantear retos para la estabilidad financiera de las economías avanzadas (por ejemplo, si va acompañado de una repentina descompresión de las primas de riesgo), con sustanciales efectos de contagio a los mercados

emergentes, por ejemplo a través del deterioro de las condiciones financieras y del cambio de dirección de los flujos de capital.

El principal riesgo a mediano plazo de las economías avanzadas es una nueva disminución de un crecimiento, de por sí bajo, hasta rozar el estancamiento, sobre todo si la demanda mundial sigue trastabillando en medio del deterioro de las perspectivas de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. En este contexto, podría echar raíz una inflación persistentemente inferior a la meta. En los mercados emergentes, los riesgos a mediano plazo son los efectos de contagio causados por un “aterrizaje duro” o un nivel mucho más bajo de crecimiento potencial en China, o una disminución del crecimiento potencial a nivel más general.

La prioridad para la política económica continúa siendo aumentar el producto efectivo y potencial a través de una combinación de respaldo a la demanda y reformas estructurales. En las economías avanzadas, es esencial mantener una política monetaria acomodaticia, junto con las políticas macroprudenciales necesarias para contener los riesgos del sector financiero. Los países con margen de maniobra fiscal y brechas del producto sustanciales, o con una dependencia significativa de la demanda externa neta, deberían distender la orientación a corto plazo de la política fiscal, especialmente incrementando la inversión en infraestructura. De hecho, el crecimiento del producto potencial también se vería favorecido si el respaldo a la demanda pudiera afianzar la confianza y la inversión, que no se han recuperado del todo en muchas economías avanzadas. El programa de reformas estructurales varía según el país, pero se basa principalmente en las medidas destinadas a promover la participación en la fuerza laboral y el empleo tendencial, facilitar el ajuste del mercado laboral, corregir el sobreendeudamiento y reducir los obstáculos al ingreso en el mercados de productos, y especialmente el de los servicios.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo se enfrentan a la difícil disyuntiva entre apuntalar la demanda en medio de la desaceleración del crecimiento —efectivo y potencial— y reducir las vulnerabilidades que crea un ambiente externo ya no tan propicio. Ante esta situación, muchas economías han distendido las políticas macroeconómicas. Sin embargo, no todas disponen del mismo margen para seguir haciéndolo, dadas las considerables diferencias en términos de cifras de crecimiento, condiciones

macroeconómicas y sensibilidad a los shocks de precios de las materias primas, así como vulnerabilidades externas, financieras y fiscales.

- En los países que lo importan, la caída de los precios del petróleo ha aliviado las presiones de precios y las vulnerabilidades externas, lo cual a su vez aligerará la carga que pesa sobre la política monetaria. Ahora bien, estos efectos positivos se ven neutralizados en el caso de los importadores de petróleo que exportan otras materias primas, como consecuencia del descenso de los precios de exportación y la consecuente depreciación del tipo de cambio.
- En los países exportadores de petróleo que no disponen de margen de maniobra en el terreno fiscal, la disminución del ingreso petrolero requiere una reducción del gasto público. En los países que

sí cuentan con margen de maniobra, corresponde ajustar poco a poco la situación fiscal, aunque es necesario formular e iniciar planes a mediano plazo para mantener la credibilidad de las políticas.

- En los países exportadores de materias primas con regímenes de tipo de cambio flexible, la depreciación de la moneda puede ayudar a compensar el impacto de las pérdidas de los términos de intercambio en la demanda, aunque en algunos casos las fuertes variaciones del tipo de cambio pueden exacerbar la vulnerabilidad asociada a un elevado apalancamiento empresarial y la exposición en moneda extranjera.
- En muchas economías se necesitan con urgencia reformas estructurales que incrementen la productividad y eliminen los cuellos de botella en la producción.



*El crecimiento mundial disminuyó en el primer semestre de 2015 como consecuencia del abondamiento de la desaceleración de los mercados emergentes y del debilitamiento de la recuperación de economías avanzadas. En este momento, está proyectado en 3,1% para 2015 en su conjunto, cifra ligeramente inferior a la de 2014 y 0,2 puntos porcentuales por debajo de los pronósticos de la Actualización de julio de 2015 de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO, por sus siglas en inglés). Las perspectivas de los principales países y regiones continúan siendo desiguales. En comparación con el año pasado, el crecimiento repuntaría ligeramente en las economías avanzadas, pero se enfriaría en las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Habida cuenta del retroceso de los precios de las materias primas, la depreciación de las monedas de los mercados emergentes y la creciente volatilidad de los mercados financieros, los riesgos a la baja para las perspectivas han recrudecido, sobre todo en el caso de los mercados emergentes y las economías en desarrollo.*

*Según las proyecciones, la actividad mundial cobrará cierto ímpetu en 2016. En las economías avanzadas, la leve recuperación que arrancó en 2014 continuaría fortaleciéndose. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las perspectivas mejorarían: en particular, el crecimiento de los países que están atravesando dificultades económicas en 2015 (como Brasil, Rusia y algunos países de América Latina y Oriente Medio) seguiría siendo débil o negativo, pero ya no en igual medida el próximo año, lo cual compensaría holgadamente la desaceleración gradual prevista para China.*

## **Evolución reciente y perspectivas**

La evolución de las perspectivas mundiales en los últimos meses refleja una combinación de factores a corto plazo y fuerzas a más largo plazo.

### **La economía mundial en los últimos meses**

El crecimiento de las economías avanzadas siguió siendo modesto en el primer semestre de 2015. En la mayoría de las economías de mercados emergentes, las condiciones externas se están complicando. La volatilidad de los mercados financieros se incrementó drásticamente en el curso

del verano, acompañada de un retroceso de los precios de las materias primas y presiones a la baja sobre las monedas de muchos mercados emergentes. Las entradas de capitales son más lentas, y el despegue de la tasa de política monetaria estadounidense, actualmente en el límite inferior cero, probablemente sea precursor de nuevas desmejoras de las condiciones financieras externas. Y aunque la desaceleración del crecimiento de China por el momento coincide más o menos con lo pronosticado, sus repercusiones transfronterizas parecen ser más profundas de lo que se esperaba. Ese hecho ha quedado reflejado en la caída de los precios de las materias primas (especialmente los metales) y la debilidad de las exportaciones a China.

### **Actividad mundial en descenso, inflación apagada**

Los datos preliminares hacen pensar que el crecimiento mundial fue de 2,9% en el primer semestre de 2015; es decir, alrededor de 0,3 puntos porcentuales por debajo de lo pronosticado en abril de este año (gráfico 1.1). El crecimiento defraudó las expectativas tanto en las economías avanzadas como en los mercados emergentes. Específicamente:

- El crecimiento de Estados Unidos resultó más débil de lo previsto, a pesar del dinamismo del segundo trimestre. Esa debilidad puede atribuirse a los reveses que sufrió la actividad en el primer trimestre, ocasionados por factores excepcionales —entre los que se destacan la crudeza del invierno y los cierres portuarios—, así como un nivel de gasto de capital mucho más bajo en el sector petrolero. A pesar del debilitamiento del crecimiento, la tasa de desempleo retrocedió a 5,1% a fines de agosto; o sea, 0,4 puntos porcentuales menos que en febrero (y 1 punto porcentual menos que hace un año). La disminución del gasto de capital del sector petrolero fue también un factor primordial en la desaceleración de Canadá, cuya actividad económica sufrió una leve contracción durante los dos primeros trimestres de 2015.
- En la zona del euro, la recuperación coincidió en líneas generales con el pronóstico de abril, con niveles inesperadamente sólidos de crecimiento en Italia y especialmente en Irlanda y España (gracias a la

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

	2014	Proyecciones		Diferencia con las proy. de la Actualización de julio de 2015 del informe WEO <sup>1</sup>		Diferencia con las proy. de la edición de abril de 2015 del informe WEO <sup>1</sup>	
		2015	2016	2015	2016	2015	2016
<b>Producto mundial</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>
Estados Unidos	2,4	2,6	2,8	0,1	-0,2	-0,5	-0,3
Zona del euro	0,9	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,0	0,0
Alemania	1,6	1,5	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Francia	0,2	1,2	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Italia	-0,4	0,8	1,3	0,1	0,1	0,3	0,2
España	1,4	3,1	2,5	0,0	0,0	0,6	0,5
Japón	-0,1	0,6	1,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2
Reino Unido	3,0	2,5	2,2	0,1	0,0	-0,2	-0,1
Canadá	2,4	1,0	1,7	-0,5	-0,4	-1,2	-0,3
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	2,8	2,3	2,7	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>
África subsahariana	5,0	3,8	4,3	-0,6	-0,8	-0,7	-0,8
Nigeria	6,3	4,0	4,3	-0,5	-0,7	-0,8	-0,7
Sudáfrica	1,5	1,4	1,3	-0,6	-0,8	-0,6	-0,8
América Latina y el Caribe	1,3	-0,3	0,8	-0,8	-0,9	-1,2	-1,2
Brasil	0,1	-3,0	-1,0	-1,5	-1,7	-2,0	-2,0
México	2,1	2,3	2,8	-0,1	-0,2	-0,7	-0,5
Comunidad de Estados Independientes	1,0	-2,7	0,5	-0,5	-0,7	-0,1	0,2
Rusia	0,6	-3,8	-0,6	-0,4	-0,8	0,0	0,5
Excluido Rusia	1,9	-0,1	2,8	-0,8	-0,5	-0,5	-0,4
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	6,8	6,5	6,4	-0,1	0,0	-0,1	0,0
China	7,3	6,8	6,3	0,0	0,0	0,0	0,0
India <sup>3</sup>	7,3	7,3	7,5	-0,2	0,0	-0,2	0,0
ASEAN-5 <sup>4</sup>	4,6	4,6	4,9	-0,1	-0,2	-0,6	-0,4
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	2,8	3,0	3,0	0,1	0,1	0,1	-0,2
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	2,7	2,5	3,9	-0,1	0,1	-0,4	0,1
Arabia Saudita	3,5	3,4	2,2	0,6	-0,2	0,4	-0,5
<i>Partidas informativas</i>							
Unión Europea	1,5	1,9	1,9	0,0	-0,1	0,1	0,0
Países en desarrollo de bajo ingreso	6,0	4,8	5,8	-0,3	-0,4	-0,7	-0,2
Oriente Medio y Norte de África	2,6	2,3	3,8	-0,1	0,1	-0,4	0,1
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	2,7	2,5	3,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,2
<b>Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>
Importaciones							
Economías avanzadas	3,4	4,0	4,2	-0,5	-0,3	0,7	-0,1
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	3,6	1,3	4,4	-2,3	-0,3	-2,2	-1,1
Exportaciones							
Economías avanzadas	3,4	3,1	3,4	-0,5	-0,6	-0,1	-0,7
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	2,9	3,9	4,8	-1,1	0,1	-1,4	-0,9
<b>Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)</b>							
Petróleo <sup>5</sup>	-7,5	-46,4	-2,4	-7,6	-11,5	-6,8	-15,3
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	-4,0	-16,9	-5,1	-1,3	-3,4	-2,8	-4,1
<b>Precios al consumidor</b>							
Economías avanzadas	1,4	0,3	1,2	0,3	0,0	-0,1	-0,2
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	5,1	5,6	5,1	0,1	0,3	0,2	0,3
<b>Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)</b>							
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU. (seis meses)	0,3	0,4	1,2	0,0	0,0	-0,3	-0,7
Sobre los depósitos en euros (tres meses)	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre los depósitos en yenes japoneses (seis meses)	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1

Nota: Se parte del supuesto de que los tipos de cambio efectivos reales se mantienen constantes a los niveles vigentes entre el 27 de julio y el 24 de agosto de 2015. Las economías se enumeran en base al tamaño de la economía. Los datos trimestrales agregados están desestacionalizados. Los datos de Lituania se incluyen en los datos agregados para la zona del euro, pero en la edición de abril de 2015 del informe WEO estaban excluidos.

<sup>1</sup>Diferencia basada en cifras redondeadas, tanto en los pronósticos de esta edición como en los de la Actualización de julio de 2015 y abril de 2015 del informe WEO.

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

<sup>3</sup>En el caso de India, los datos y pronósticos están basados en el ejercicio fiscal, y el PIB a partir de 2011 está basado en el PIB a precios de mercado tomando como año base el ejercicio 2011/12.



	Interanual				T4 a T4 <sup>6</sup>			
	2013	2014	Proyecciones		2013	2014	Proyecciones	
			2015	2016			2015	2016
<b>Producto mundial</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,6</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>
Estados Unidos	1,5	2,4	2,6	2,8	2,5	2,5	2,5	2,8
Zona del euro	-0,3	0,9	1,5	1,6	0,6	0,9	1,5	1,7
Alemania	0,4	1,6	1,5	1,6	1,3	1,5	1,6	1,6
Francia	0,7	0,2	1,2	1,5	1,0	0,1	1,5	1,5
Italia	-1,7	-0,4	0,8	1,3	-0,9	-0,4	1,2	1,5
España	-1,2	1,4	3,1	2,5	0,0	2,0	3,2	2,2
Japón	1,6	-0,1	0,6	1,0	2,3	-0,8	1,3	1,3
Reino Unido	1,7	3,0	2,5	2,2	2,4	3,4	2,2	2,2
Canadá	2,0	2,4	1,0	1,7	2,7	2,5	0,5	2,0
Otras economías avanzadas <sup>2</sup>	2,2	2,8	2,3	2,7	2,7	2,6	2,5	2,6
<b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,8</b>
África subsahariana	5,2	5,0	3,8	4,3	...	...	...	...
Nigeria	5,4	6,3	4,0	4,3	...	...	...	...
Sudáfrica	2,2	1,5	1,4	1,3	2,8	1,3	0,7	1,7
América Latina y el Caribe	2,9	1,3	-0,3	0,8	1,7	1,1	-1,5	1,7
Brasil	2,7	0,1	-3,0	-1,0	2,1	-0,2	-4,4	1,3
México	1,4	2,1	2,3	2,8	1,0	2,6	2,3	2,9
Comunidad de Estados Independientes	2,2	1,0	-2,7	0,5	2,3	-0,6	-3,3	0,3
Rusia	1,3	0,6	-3,8	-0,6	1,9	0,3	-4,6	0,0
Excluido Rusia	4,2	1,9	-0,1	2,8	...	...	...	...
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	7,0	6,8	6,5	6,4	6,8	6,8	6,4	6,4
China	7,7	7,3	6,8	6,3	7,5	7,1	6,7	6,3
India <sup>3</sup>	6,9	7,3	7,3	7,5	6,9	7,6	7,3	7,5
ASEAN-5 <sup>4</sup>	5,1	4,6	4,6	4,9	4,6	4,8	4,4	5,2
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	2,9	2,8	3,0	3,0	3,9	2,6	3,2	4,2
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	2,3	2,7	2,5	3,9	...	...	...	...
Arabia Saudita	2,7	3,5	3,4	2,2	4,9	1,6	3,9	1,6
<i>Partidas informativas</i>								
Unión Europea	0,2	1,5	1,9	1,9	1,1	1,5	1,8	2,1
Países en desarrollo de bajo ingreso	6,1	6,0	4,8	5,8	...	...	...	...
Oriente Medio y Norte de África	2,1	2,6	2,3	3,8	...	...	...	...
Crecimiento mundial según tipos de cambio de mercado	2,4	2,7	2,5	3,0	2,8	2,5	2,4	3,0
<b>Volumen del comercio mundial (bienes y servicios)</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>	...	...	...	...
Importaciones								
Economías avanzadas	2,0	3,4	4,0	4,2	...	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	5,2	3,6	1,3	4,4	...	...	...	...
Exportaciones								
Economías avanzadas	2,9	3,4	3,1	3,4	...	...	...	...
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,4	2,9	3,9	4,8	...	...	...	...
<b>Precios de las materias primas (dólares de EE.UU.)</b>								
Petróleo <sup>5</sup>	-0,9	-7,5	-46,4	-2,4	2,6	-28,7	-38,0	13,6
No combustibles (promedio basado en ponderaciones de la exportación mundial de materias primas)	-1,2	-4,0	-16,9	-5,1	-2,9	-7,5	-16,1	-0,3
<b>Precios al consumidor</b>								
Economías avanzadas	1,4	1,4	0,3	1,2	1,2	1,0	0,5	1,4
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	5,8	5,1	5,6	5,1	5,6	5,1	6,7	5,7
<b>Tasa interbancaria de oferta de Londres (porcentaje)</b>								
Sobre los depósitos en dólares de EE.UU. (seis meses)	0,4	0,3	0,4	1,2	...	...	...	...
Sobre los depósitos en euros (tres meses)	0,2	0,2	0,0	0,0	...	...	...	...
Sobre los depósitos en yenes japoneses (seis meses)	0,2	0,2	0,1	0,1	...	...	...	...

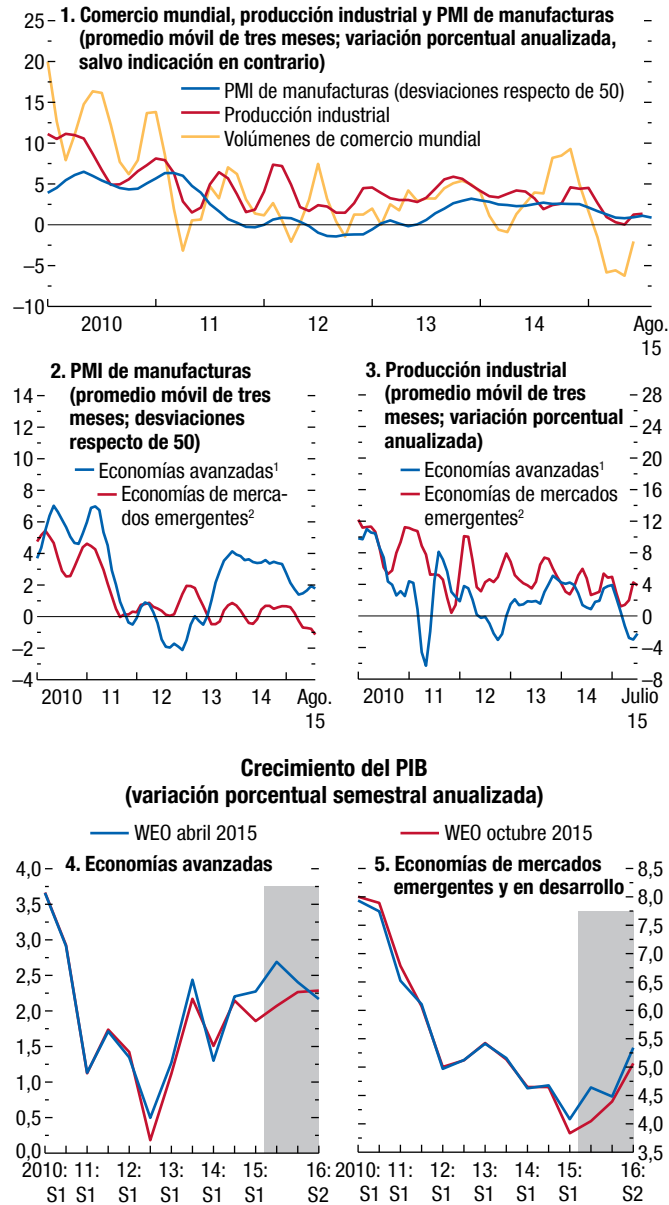
<sup>4</sup>Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

<sup>5</sup>Promedio simple de los precios de las variedades de crudo U.K. Brent, Dubai Fateh y West Texas Intermediate. El precio promedio del petróleo fue US\$96,25 en 2014; el precio supuesto en base a los mercados de futuros es US\$51,62 en 2015 y US\$50,36 en 2016.

<sup>6</sup>En el caso del producto mundial, las estimaciones y proyecciones trimestrales representan aproximadamente el 90% del producto mundial anual, medidas por las ponderaciones de la paridad del poder adquisitivo. En el caso de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las estimaciones y proyecciones trimestrales representan aproximadamente el 80% del producto anual de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, medidas por las ponderaciones de la paridad del poder adquisitivo.

**Gráfico 1.1. Indicadores de la actividad mundial**

El crecimiento mundial se moderó en el primer semestre de 2015 y la producción industrial mundial y los volúmenes de comercio mundial sufrieron un marcado descenso. Se prevé que la actividad mundial cobrará ímpetu en 2016. En las economías avanzadas, las proyecciones apuntan a una intensificación del fortalecimiento generalizado del crecimiento en el segundo semestre de 2015 y a comienzos de 2016. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el repunte de 2016 refleja más que nada una mejora gradual de los países en dificultades económicas en 2015.



Fuentes: Oficina de Análisis de Política Económica de los Países Bajos; Haver Analytics; Markit Economics, y estimaciones del personal técnico del FMI.  
Nota: PI = producción industrial; PMI = índice de gerentes de compras.  
<sup>1</sup>Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Estados Unidos, Israel, Japón, Noruega (solo PI), Nueva Zelanda, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong (solo PI), Reino Unido, República Checa, Singapur, Suecia (solo PI), Suiza, zona del euro.  
<sup>2</sup>Argentina (solo PI), Brasil, Bulgaria (solo PI), Chile (solo PI), China, Colombia (solo PI), Filipinas (solo PI), Hungría, India, Indonesia, Letonia (solo PI), Lituania (solo PI), Malasia (solo PI), México, Pakistán (solo PI), Perú (solo PI), Polonia, Rumania (solo PI), Rusia, Sudáfrica, Tailandia (solo PI), Turquía, Ucrania (solo PI), Venezuela (solo PI).

- reactivación de la demanda interna), que compensaron el imprevisto grado de debilidad del crecimiento de Alemania.
- En el Reino Unido, el PIB aumentó a una tasa anualizada de 2¼% en el primer semestre de 2015, y la tasa de desempleo ahora se encuentra cerca del promedio previo a la crisis, del orden de 5½%.
- En Japón, el fuerte repunte del primer trimestre se vio seguido de una contracción de la actividad en el segundo. Durante el primer semestre, el consumo y la exportación neta defraudaron las expectativas. Las exportaciones disminuyeron sustancialmente en el segundo trimestre.
- En China, el crecimiento coincidió en líneas generales con los pronósticos anteriores. El crecimiento de la inversión fue más lento que el año pasado y la importación sufrió una contracción, pero el crecimiento del consumo no trastabilló. Aunque las exportaciones también fueron más débiles de lo esperado, disminuyeron menos que las importaciones, y la exportación neta tuvo una contribución positiva al crecimiento. Los precios de las acciones han sufrido una caída drástica desde julio, después de mantener una tendencia alcista durante un año. Aunque las autoridades intervinieron para devolver orden a las condiciones del mercado, su volatilidad se ha mantenido en niveles elevados durante agosto.
- La actividad económica de algunas economías avanzadas y de mercados emergentes de Asia oriental —Corea, la provincia china de Taiwan y los miembros de la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN)— fue un poco más débil de lo esperado, como consecuencia de la caída de las exportaciones y de la desaceleración de la demanda interna.
- En América Latina, el enfriamiento de la economía brasileña fue más profundo de lo previsto, y ante el retroceso de los precios de las materias primas continuó debilitándose el ímpetu de otros países de la región. El crecimiento tampoco colmó las expectativas en México, como consecuencia del menor crecimiento de Estados Unidos y de una demanda interna deslucida.
- La disminución que experimentó el PIB de Rusia durante el primer semestre de 2015 fue algo superior a lo previsto, y la recesión de Ucrania fue más profunda de lo pronosticado, como resultado del conflicto que está atravesando la región.
- A juzgar por los indicadores macroeconómicos, la actividad económica de África subsahariana y Oriente Medio —sobre la cual no existen series trimestrales del PIB de fácil consulta— también defraudó las expectativas, afectada por la caída de los precios del petróleo y

de otras materias primas, y los conflictos geopolíticos e internos de algunos países.

La producción industrial mundial no recuperó el vigor en 2014 —lo cual no sorprende dado lo desigual de la demanda si se comparan las grandes economías y los grupos de países— y sufrió una pronunciada desmejora en el curso del primer semestre de 2015, como consecuencia de cierta acumulación de existencias a fines de 2014 y comienzos de 2015, así como de un menor crecimiento de la inversión. El comercio mundial ha disminuido en el primer semestre de 2015 en términos de volumen. La debilidad de la inversión a escala internacional, especialmente en el sector de la minería, sumada a los efectos de contagio comerciales de la transición del crecimiento de China, probablemente hayan influido en esta disminución. Sin embargo, medir el grado de desaceleración del comercio internacional en un contexto de fuertes variaciones de los precios de las materias primas y los tipos de cambio no es tarea fácil, y depende del indicador de base. Las estimaciones basadas en las cuentas nacionales apuntan a una moderación del crecimiento del comercio mundial en términos de volúmenes, en tanto que los indicadores basados en las estadísticas del comercio internacional de mercancías (véase el primer panel del gráfico 1.1) implican directamente una contracción.

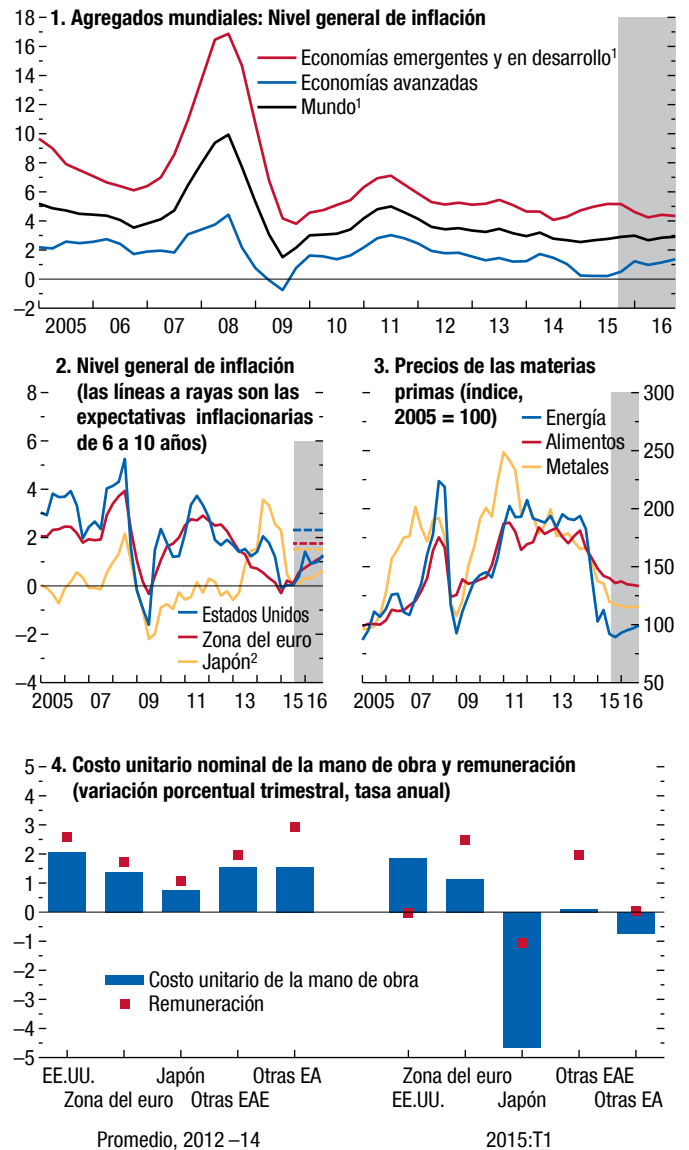
El nivel general de inflación disminuyó en las economías avanzadas (gráfico 1.2), mayormente como consecuencia del retroceso de los precios del petróleo y de otras materias primas; la inflación subyacente, por su parte, se mantuvo estable. En lo que respecta a los mercados emergentes, el descenso de los precios del petróleo y de otras materias primas (incluidos los alimentos, que tienen una ponderación mayor en el índice de precios al consumidor de las economías de mercados emergentes y en desarrollo) contribuyó en términos generales al retroceso de la inflación, excepto en los países que sufrieron depreciaciones sustanciales de la moneda, como Rusia.

**Retroceso de los precios de las materias primas**

Tras mantenerse generalmente estables en el segundo trimestre de 2015, los precios del petróleo bajaron durante gran parte del tercer trimestre (gráfico 1.3). Un factor que contribuyó a esta situación fue la inesperada debilidad de la actividad económica mundial; además, la oferta fue más alta de lo esperado, gracias a la vigorosa producción de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo, así como de Estados Unidos y Rusia. Se prevé también un nuevo

**Gráfico 1.2. Inflación mundial**  
(Variación porcentual interanual, salvo indicación en contrario)

El nivel general de inflación ha disminuido en las economías avanzadas, mayormente como consecuencia de la caída de los precios del petróleo y de otras materias primas. La inflación subyacente se ha mantenido más estable, pero en términos generales está por debajo de los objetivos de inflación de los bancos centrales; lo mismo ocurre con los costos unitarios nominales de la mano de obra. En las economías de mercados emergentes, el abaratamiento de las materias primas también ha contribuido a reducir el nivel general de inflación, pero la sustancial depreciación de las monedas ha neutralizado ese efecto en algunas economías.



Fuentes: Consensus Economics; FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios, y estimaciones del personal técnico del FMI.

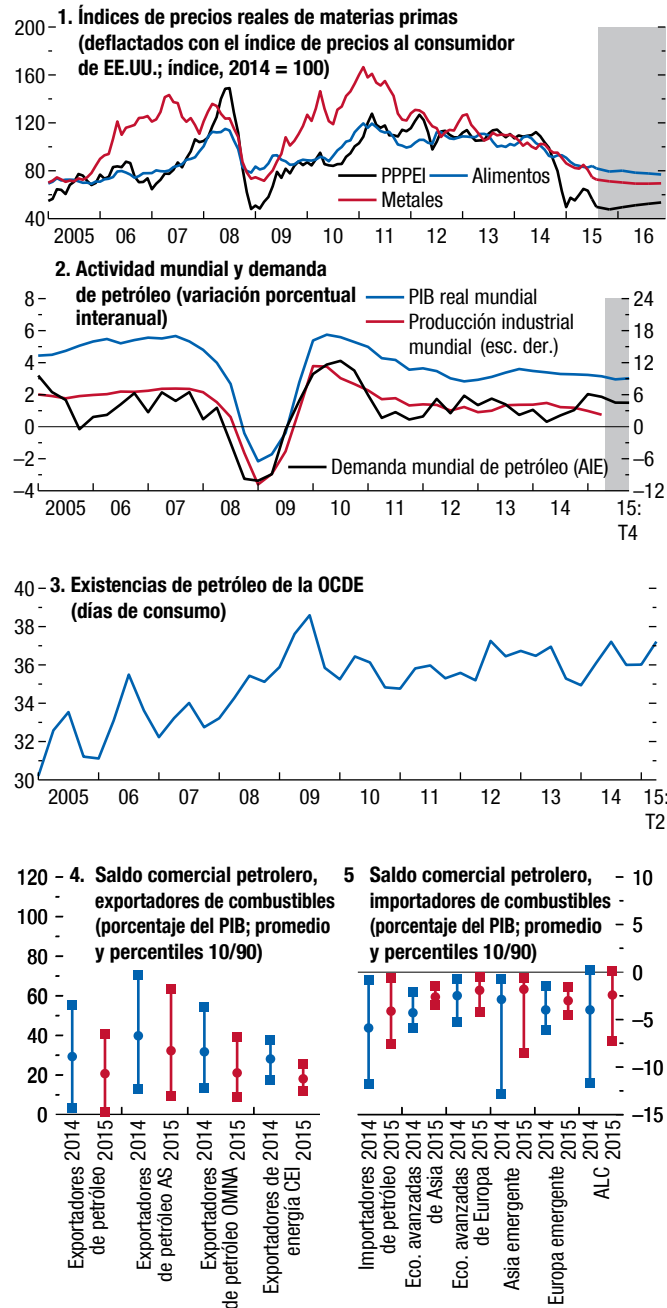
Nota: Otras EA = otras economías avanzadas; Otras EAE = otras economías avanzadas europeas; EE.UU. = Estados Unidos.

<sup>1</sup>Excluido Venezuela.

<sup>2</sup>En Japón, el aumento de la inflación de 2014 refleja, en gran medida, el aumento del impuesto sobre el consumo.

**Gráfico 1.3. Materias primas y mercados petroleros**

En los mercados petroleros internacionales, los precios al contado han disminuido nuevamente, tras haberse recuperado de los bajos niveles de enero de 2015. La mayor resiliencia de la oferta, incluida la de América del Norte, y el debilitamiento de la actividad mundial probablemente hayan sido los principales factores detrás de la renovada presión a la baja sobre los precios. Según los pronósticos actuales, el ajuste al exceso de oferta llevará más tiempo y los precios se mantendrán por debajo de los niveles supuestos hace unos meses.



Fuentes: Agencia Internacional de Energía (AIE); FMI, Sistema de Precios de Productos Primarios; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y estimaciones del personal técnico del FMI.  
 Nota: PPPEI = precio promedio del petróleo de entrega inmediata; CEI = Comunidad de Estados Independientes; ALC = América Latina y el Caribe; OMNA = Oriente Medio y Norte de África; OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos; AS = África subsahariana.

estímulo de la oferta, proveniente esta vez de la República Islámica del Irán tras el reciente acuerdo nuclear con las naciones del P5+1<sup>1</sup>.

Las últimas novedades hacen pensar que los mercados petroleros tardarán más en adaptarse a las condiciones actuales de exceso de oferta, previéndose ahora que hasta 2020 los precios del petróleo se mantendrán por debajo de los niveles proyectados hace unos meses. La oferta ha resultado más resiliente de lo esperado, y la actividad mundial se ha debilitado. Si bien el abaratamiento del petróleo ha apuntalado la demanda en los países importadores, se han registrado otros shocks que en parte compensaron ese efecto y que, hasta el momento, han impedido un repunte generalizado de la actividad, el cual, a su vez, habría promovido el reequilibramiento del mercado del petróleo. El ingreso extra que generó inesperadamente la caída de los precios del petróleo contribuyó a un repunte del consumo privado en las economías avanzadas a nivel general, como cabía esperar; las excepciones han sido Estados Unidos, donde la crudeza del invierno y otros factores pasajeros debilitaron en cierta medida la respuesta del consumo, y Japón, donde la respuesta del consumo se vio suavizada por el retraso del efecto de transmisión y la moderación salarial. Aun así, la inversión no ha reaccionado, en parte porque la inversión en el sector petrolero sufrió una contracción más fuerte, pero también porque, a nivel más amplio, la inversión ha sido deslucida. Como ya se señaló, en los mercados emergentes la actividad económica es más frágil de lo esperado, sobre todo en los exportadores de petróleo.

Tal como lo examina en más detalle la sección especial, los precios de las materias primas no combustibles —especialmente los metales base— han sufrido una fuerte caída en las últimas semanas. La dinámica es parecida a la del reciente ajuste del mercado del petróleo. En términos generales, el elevado nivel de precios ha conducido a una acumulación de la capacidad de oferta, que llegó al mercado cuando la demanda comenzó a disminuir. Sin embargo, la situación de China influye mucho más en los mercados de metales base que en el mercado del petróleo. La cuota del consumo mundial de estos metales correspondiente a China ha aumentado de alrededor de 10-20% a comienzos de la década de 2000 a más de 50% en la actualidad. Parte de este aumento tiene que ver con el hecho de que el país es un centro de manufactura,

<sup>1</sup>El grupo P5+1 son los cinco miembros permanentes del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas y Alemania.

pero también refleja el auge de la inversión en infraestructura y construcción de 2009–13, con posterioridad a la crisis financiera internacional. La transición del crecimiento de China y la desaceleración del crecimiento de la inversión en sectores con un uso intensivo de los metales han sido factores decisivos en la caída de los precios de los metales base, y se prevé que esa tendencia continúe durante la transición. Dado que el crecimiento de la demanda seguirá siendo relativamente débil según las proyecciones de referencia, la presunción es que los precios se moverán más bien lateralmente a corto plazo.

Las implicaciones macroeconómicas internacionales de la caída de los precios del petróleo se analizaron en detalle en la edición de abril de 2015 del informe WEO. En el caso de los exportadores de materias primas, las perspectivas a corto plazo han empeorado debido al abaratamiento del petróleo y de las materias primas a nivel más amplio. El capítulo 2 analiza con más detalle las implicaciones que encierran las fluctuaciones de los términos de intercambio vinculados a las materias primas para el PIB real de los exportadores de materias primas. Manteniéndose las demás condiciones sin cambios, los actuales supuestos del informe WEO sobre los precios de las materias primas implican tasas de crecimiento casi 1 punto porcentual menores en 2015–17 que en 2012–14 para el exportador promedio de materias primas, y una contracción mayor (alrededor de 2¼ puntos porcentuales) para los exportadores de combustibles y metales. Naturalmente, el impacto dependerá también de otros factores, como las respuestas de política macroeconómica, como lo explica la edición de octubre de 2015 del informe *Monitor Fiscal*.

### *Movimientos del tipo de cambio*

El retroceso de los precios de las materias primas ha quedado reflejado en una sustancial depreciación del tipo de cambio de muchos exportadores de materias primas con regímenes de tipo de cambio flexible. Pero, a nivel más general, las monedas de los mercados emergentes han experimentado marcadas depreciaciones desde la primavera, y particularmente desde julio. Por su parte, los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de grandes economías avanzadas han sido relativamente pequeños en los últimos meses, tras las grandes variaciones ocurridas entre agosto de 2014 y marzo de 2015. En términos efectivos reales, el euro se ha apreciado 3,7%, y el dólar de EE.UU., 2,3% entre marzo y agosto de 2015, en tanto que el yen ha retrocedido ligeramente. La volatilidad cambiaria se agudizó

en agosto, especialmente tras la depreciación del renminbi, asociada al aumento anunciado de la flexibilidad del tipo de cambio. A pesar del ajuste de 4% con respecto al dólar de EE.UU., el renminbi sigue siendo aproximadamente 10% más fuerte que el promedio de 2014 en términos efectivos reales. A nivel más general, los movimientos cambiarios de las monedas con tipos flotantes ocurridos a lo largo del último año reflejaron en gran medida fuertes variaciones de los fundamentos subyacentes, como el aumento previsto de la demanda interna y de los socios comerciales, el abaratamiento de las materias primas y shocks nacionales individuales. Por ejemplo, los países que están experimentando un empeoramiento de las perspectivas de crecimiento y de los términos de intercambio afrontan presiones a favor de la depreciación de la moneda como parte del ajuste mundial. Y como explica el capítulo 3, los países que están experimentando movimientos profundos y persistentes del tipo de cambio probablemente noten cambios sustanciales de la demanda externa neta.

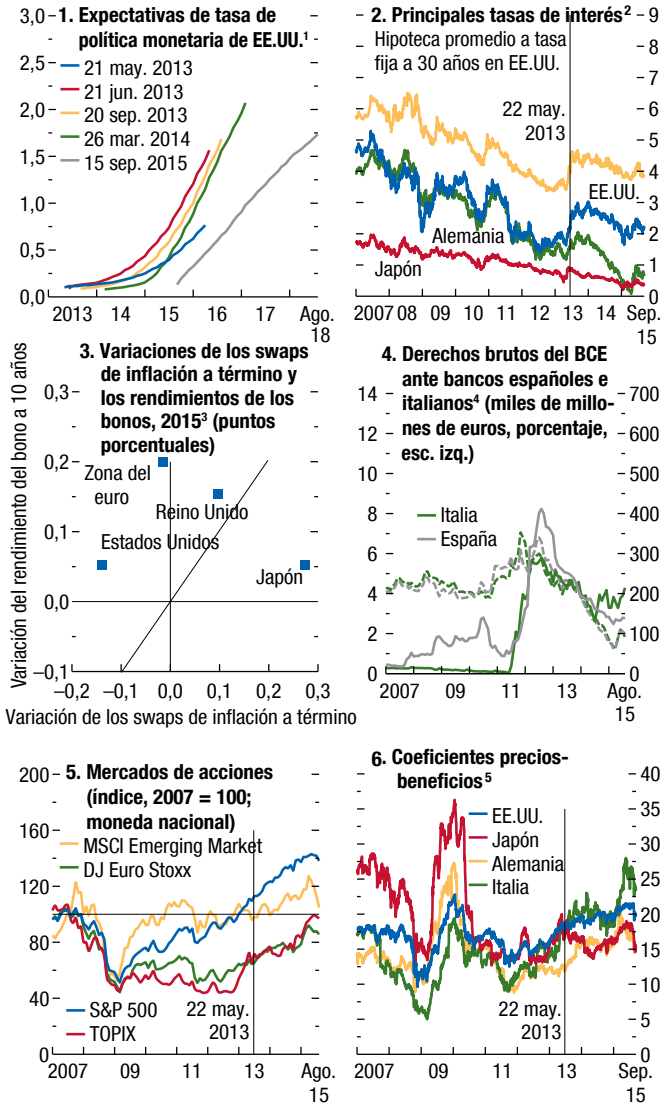
### *Tasas de interés a largo plazo y condiciones financieras*

La volatilidad de los mercados financieros escaló en agosto, con un aumento de la aversión mundial al riesgo producido por las inquietudes en torno a las perspectivas de China, la incertidumbre en torno a la implementación de su nuevo régimen cambiario, y las perspectivas de los mercados emergentes a nivel más general. Este episodio estuvo asociado a una caída de los precios de las acciones, al aumento de los diferenciales entre las tasas de interés, al nivel decreciente de los rendimientos de los activos exentos de riesgo, y —como ya se señaló— al desplome de los precios de las materias primas y a la depreciación de la moneda de la mayoría de los mercados emergentes. Los rendimientos de los bonos soberanos a más largo plazo se encuentran en la actualidad aproximadamente 30 puntos básicos por encima del nivel registrado en abril en Estados Unidos y han aumentado 45–80 puntos básicos en la zona del euro (excluida Grecia) a lo largo del mismo período (gráfico 1.4). A pesar de algunos aumentos de los diferenciales de los bonos empresariales (ligeros en el caso de las empresas con grado de inversión y más fuertes en el caso de los bonos de alta rentabilidad), las condiciones financieras de las empresas y los hogares prestatarios siguen siendo más bien favorables; el crecimiento del crédito a los hogares es sólido en Estados Unidos y las condiciones de concesión de préstamos están mejorando poco a poco en la zona del euro (gráfico 1.5).



**Gráfico 1.4. Condiciones financieras en las economías avanzadas**  
(Porcentaje, salvo indicación en contrario)

La volatilidad de los mercados financieros se disparó en agosto tras un aumento de la aversión al riesgo mundial causado por inquietudes en torno a las perspectivas de crecimiento de China y las perspectivas de los mercados emergentes a nivel más amplio. Aun así, las condiciones financieras siguen siendo favorables en las economías avanzadas. La ligera alza de los rendimientos de los bonos a más largo plazo refleja principalmente el afianzamiento de la actividad y la inflexión del nivel general de inflación.



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

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

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

<sup>2</sup>Las tasas de interés corresponden a los rendimientos de bonos públicos a 10 años, salvo indicación en contrario. Los datos abarcan hasta el 11 de septiembre de 2015.

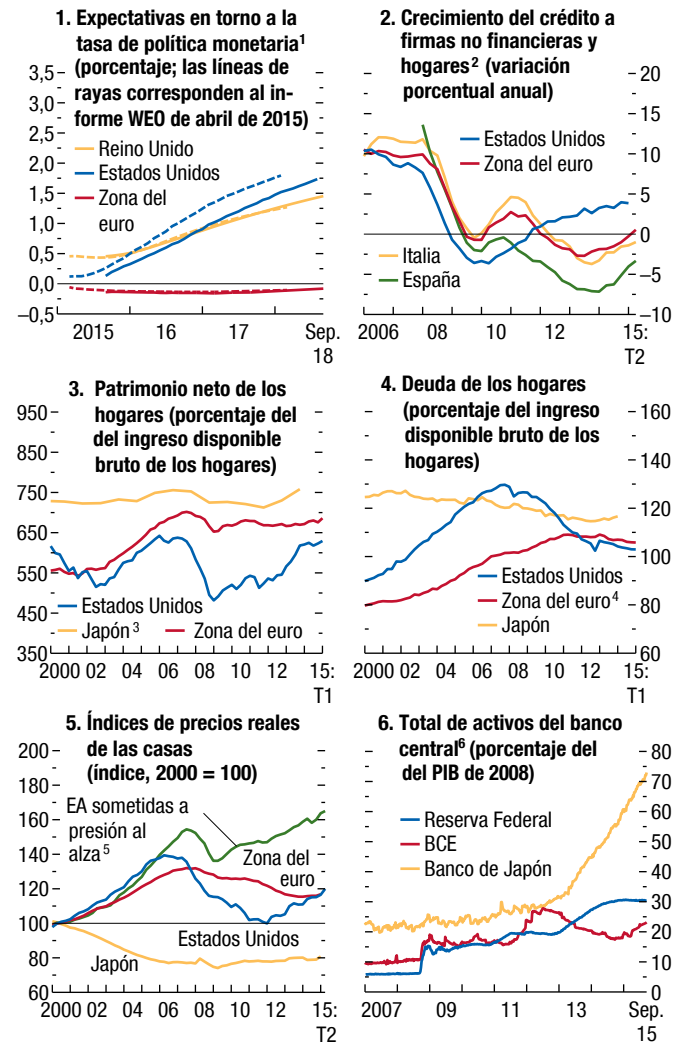
<sup>3</sup>Los cambios se calculan desde comienzos de 2015 hasta el 15 de septiembre de 2015. Las tasas de interés se miden en función de los rendimientos de los bonos públicos a 10 años. La inflación prevista a mediano plazo se mide en función de la tasa implícita en los swaps a término de inflación quinquenal en cinco años.

<sup>4</sup>Las líneas de rayas denotan los rendimientos de los bonos públicos a 10 años.

<sup>5</sup>Los datos abarcan hasta el 14 de septiembre de 2015.

**Gráfico 1.5 Economías avanzadas: Condiciones monetarias**

Los mercados aún esperan un despegue de la tasa de política monetaria estadounidense a fines de 2015, seguido de aumentos más graduales. Dado que las condiciones monetarias son más acomodaticias en la zona del euro, la contracción del crédito privado está comenzando a revertirse. En Estados Unidos, el patrimonio neto de los hogares se ha estabilizado a un nivel más alto, y la deuda de los hogares continúa disminuyendo.



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

<sup>1</sup>Las expectativas se basan en los futuros sobre la tasa de los fondos federales en el caso de Estados Unidos, los swaps a término del índice a un día en libras esterlinas en el caso del Reino Unido y la tasa de oferta interbancaria a término en euros en el caso de la zona del euro; información actualizada al 15 de septiembre de 2015.

<sup>2</sup>Se usan datos sobre el flujo de fondos para la zona del euro, España y Estados Unidos. Los préstamos de bancos italianos a residentes italianos se corrigen en función de las titulaciones.

<sup>3</sup>Interpolado del patrimonio neto anual como porcentaje del ingreso disponible.

<sup>4</sup>Incluye empleadores de subsectores (incluidos los trabajadores por cuenta propia).

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

<sup>6</sup>Los datos abarcan hasta el 11 de septiembre de 2015. Los cálculos del BCE se basan en el estado financiero semanal del eurosistema.



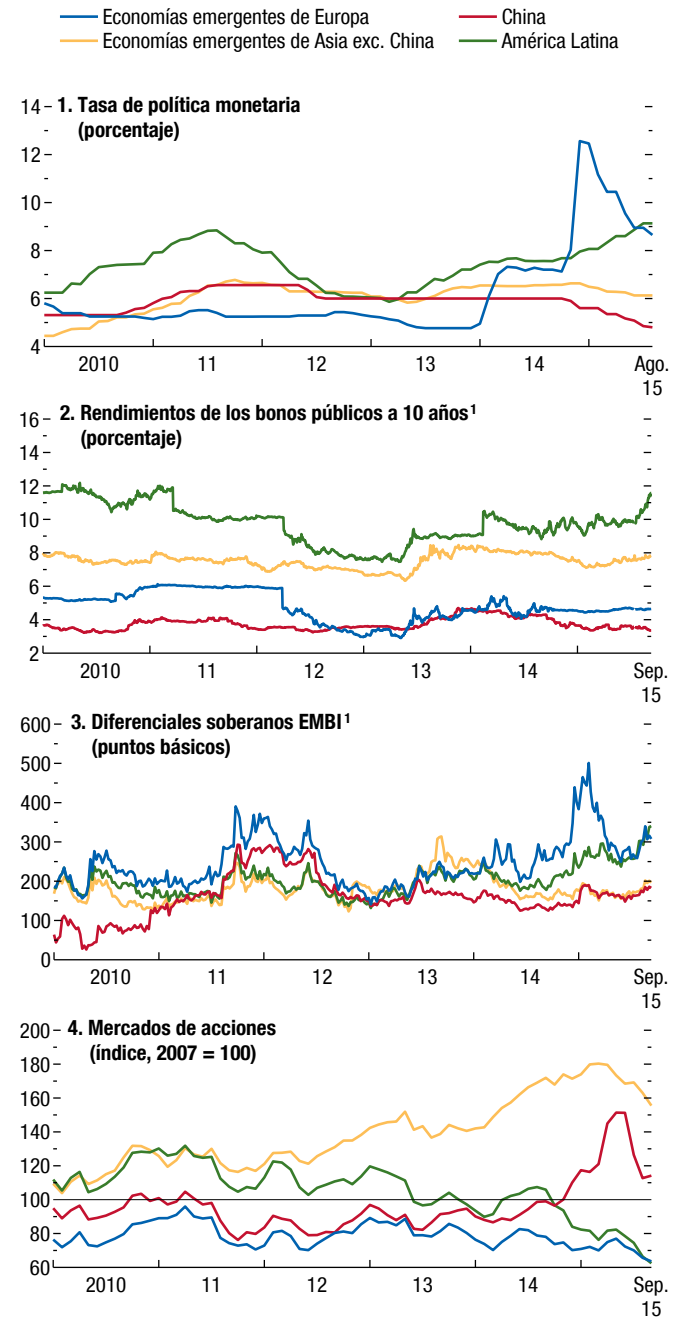
El alza de los rendimientos refleja en parte el hecho de que la actividad económica está mejorando y que el nivel general de inflación ya ha tocado fondo; en la zona del euro, refleja también una corrección tras la caída a niveles sumamente comprimidos como consecuencia de la expansión del programa de compra de bonos lanzado por el Banco Central Europeo. Mientras que Estados Unidos y el Reino Unido se acercan al momento de despegue de la tasa de política monetaria, otros países están distendiendo la política monetaria: así ha ocurrido entre los exportadores de materias primas (Australia, Canadá, Nueva Zelandia) y en Corea, en tanto que Suecia ha adoptado —y luego ampliado— medidas de expansión cuantitativa.

El bajo nivel de las tasas de interés a largo plazo, las condiciones monetarias propicias y los diferenciales aún comprimidos de las economías avanzadas facilitan la recuperación y tienen un impacto favorable en la dinámica de la deuda. Sin embargo, también generan cierta inquietud, como lo explican la edición de octubre de 2015 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial (informe GFSR) y la sección de este capítulo titulada “Riesgos”. Las expectativas inflacionarias, sobre todo en la zona del euro y Japón, siguen siendo bajas, y existe el riesgo de que vayan disminuyendo si persiste la debilidad de la inflación. Siguen predominando las inquietudes en torno a la estabilidad financiera vinculadas a un período dilatado de bajas tasas de interés, especialmente en las economías avanzadas con poca capacidad ociosa. Las compañías de seguros y los fondos de pensiones enfrentan difíciles retos a este respecto. A su vez, el grado de compresión de las primas por plazo encierra el riesgo de un fuerte aumento de las tasas a largo plazo, con un efecto de contagio significativo en los mercados emergentes.

Por el contrario, las condiciones financieras son más tensas en la mayoría de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, aunque con grandes diferencias entre los diferentes países y regiones (gráfico 1.6). Los diferenciales de los bonos empresariales y soberanos denominados en dólares han aumentado 40-50 puntos básicos en promedio desde la primavera, y los rendimientos a largo plazo de bonos en moneda local, cerca de 60 puntos básicos en promedio. Los precios de las acciones han retrocedido, y los tipos de cambio se han depreciado o se encuentran sometidos a presiones, especialmente entre los exportadores de materias primas. Las tasas de política monetaria también han seguido distintos rumbos según la región en los últimos meses, movidas por la presión inflacionaria,

### Gráfico 1.6. Condiciones financieras en las economías de mercados emergentes

En las economías de mercados emergentes, las condiciones financieras han empeorado desde la edición de abril de 2015 del informe WEO, en un entorno externo menos propicio.



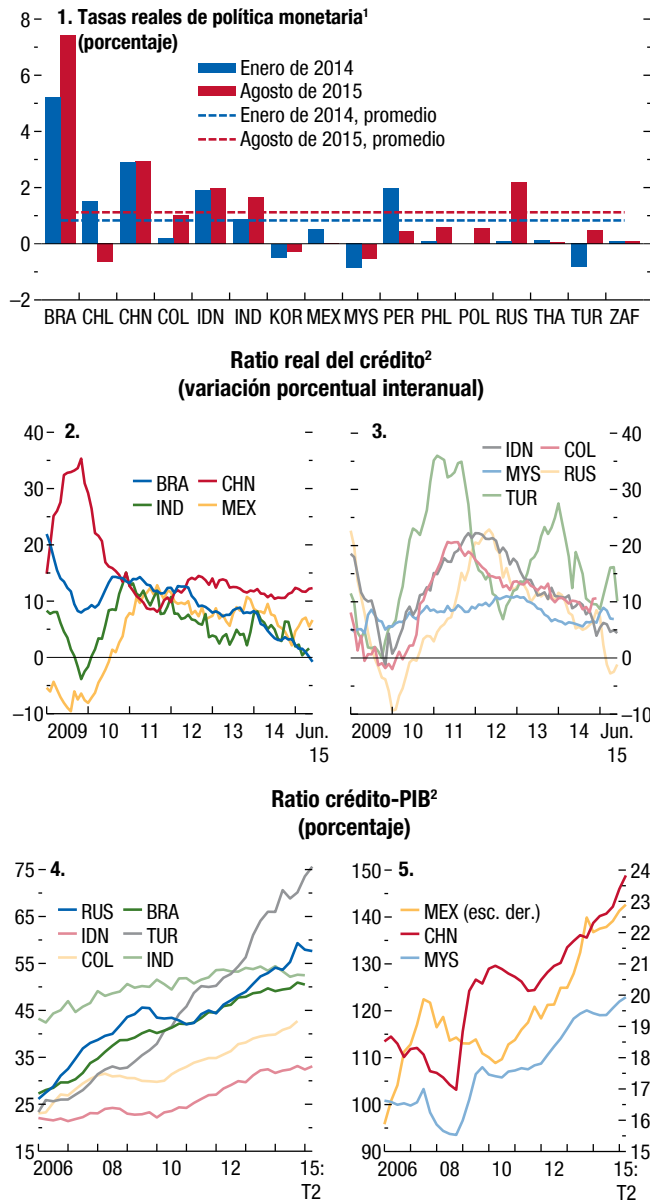
Fuentes: Bloomberg, L.P.; EPFR Global; Haver Analytics; FMI, *International Financial Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las economías emergentes de Asia excluyendo China son Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia; las economías emergentes de Europa son Polonia, Rumania (solo entradas de capitales), Rusia y Turquía; América Latina abarca Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. EMBI = Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan.

<sup>1</sup>Los datos abarcan hasta el 11 de septiembre de 2015.

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

Las condiciones monetarias en general se mantienen acomodaticias en muchas economías de mercados emergentes. Las tasas reales de política monetaria son bajas, y las monedas se han depreciado en términos efectivos reales. Sin embargo, en una serie de economías de mercados emergentes con presiones inflacionarias o vulnerabilidades externas, los bancos centrales han subido las tasas de política monetaria. El crecimiento real del crédito se enfrió en muchas economías de mercados emergentes tras auges de crédito y rápidos aumentos del ratio crédito-PIB.



Fuentes: Haver Analytics; FMI, base de datos de *International Financial Statistics* (IFS), y cálculos del personal técnico del FMI.  
 Nota: Los rótulos de los datos del gráfico emplean los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).  
<sup>1</sup>Deflactado por las proyecciones de inflación del informe WEO a dos años.  
<sup>2</sup>El crédito corresponde a los derechos de otras sociedades de depósito frente al sector privado (tomados de IFS), excepto en el caso de Brasil, cuyos datos corresponden al crédito al sector privado tomado del informe Política Monetária e Operações de Crédito do Sistema Financeiro del banco central.

otras condiciones macroeconómicas internas y las condiciones externas (gráfico 1.7). Las tasas nominales de política monetaria han bajado en China y otros países de economías emergentes de Asia (sobre todo India) y en Rusia, tras el fortísimo aumento de diciembre de 2014. Por el contrario, como consecuencia de la creciente inflación, la tasa de política monetaria continuó subiendo en Brasil, mientras que en el resto de la región se mantuvo estable o disminuyó por efecto de la debilidad de la demanda interna.

### Factores a más largo plazo

#### Aumento de la productividad en las economías avanzadas

Como lo destacan ediciones anteriores del informe WEO, el crecimiento se ha ubicado por debajo de los pronósticos durante los cuatro últimos años. Una comparación del crecimiento del producto de las economías avanzadas en 2011–14 con el pronóstico de la edición de abril de 2011 del informe WEO muestra una predicción excesiva agregada de alrededor de 1 punto porcentual durante el período. Sin embargo, la predicción excesiva del crecimiento del empleo es mucho más baja (0,3 puntos porcentuales). Y en una variedad de economías —entre ellas, Alemania, Japón, Corea y el Reino Unido—, la predicción excesiva de crecimiento del producto ha estado asociada en cambio a una predicción insuficiente de crecimiento del empleo. En otras palabras, la productividad de la mano de obra está muy por debajo de lo previsto.

El gráfico 1.8 examina esta cuestión con más detalle. Los dos primeros paneles muestran la relación promedio entre el crecimiento del producto y el crecimiento del empleo de distintos países, antes y después de la crisis. Al comparar estos paneles salta a la vista que tanto el crecimiento del producto como el crecimiento del empleo fueron mucho más débiles en el período 2008–14 que en el período previo a la crisis (1995–2007). Los paneles también muestran que, en promedio, desde la crisis la misma tasa de crecimiento del producto ha estado asociada a un mayor crecimiento del empleo; sin embargo, con tasas de crecimiento del producto mucho más bajas, el crecimiento del empleo ha sido más débil desde la crisis que antes. Al ajustar el crecimiento del empleo en función de las variaciones de las horas trabajadas, se obtienen los mismos resultados.

El tercer panel del gráfico compara el crecimiento de la productividad de la mano de obra de las

economías avanzadas —representado por la diferencia entre el crecimiento del producto y el crecimiento del empleo— entre 1995–2007 y 2008–14. Muestra que si bien el aumento de la productividad de la mano de obra todavía varía sustancialmente de un país a otro, se ha registrado una desaceleración común a prácticamente todos los países; la única excepción es España (el único punto que está por encima de la línea de 45° del panel), debido a los profundos cambios que ha experimentado especialmente el empleo temporario de menor productividad a lo largo del ciclo. También en este caso, el ajuste del crecimiento del empleo en función de las horas trabajadas produce resultados prácticamente idénticos.

El cuarto panel del gráfico compara el nivel de desempleo de 2014 con el nivel máximo alcanzado durante el período 2008–14. Aunque la “intensidad-empleo” del crecimiento ha contribuido a la reducción del desempleo en una serie de países, la baja tasa de crecimiento del producto implica que el desempleo aún es elevado y que las brechas del producto son sustanciales en una serie de economías avanzadas.

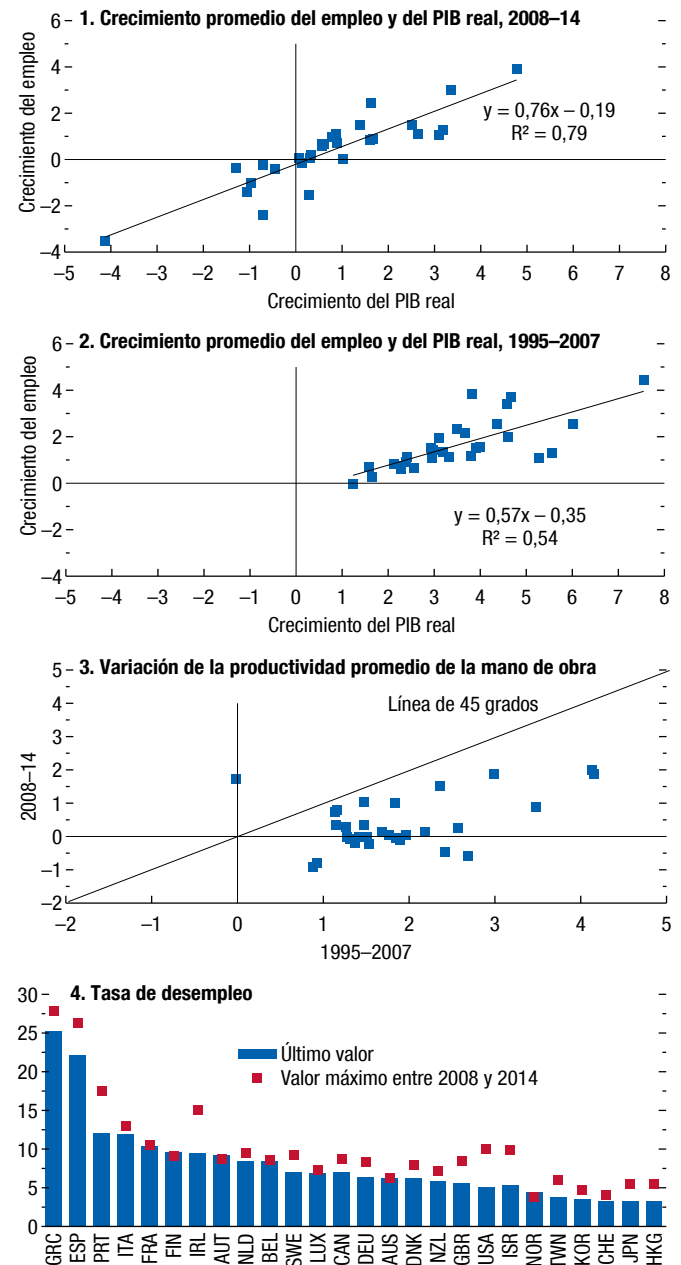
¿Qué hay detrás de la disminución de productividad de la mano de obra? Obviamente, influye la debilidad que afecta a la inversión desde la crisis, pero como muestra el capítulo 3 de la edición de abril de 2015 del informe WEO, la disminución del crecimiento de la productividad total de los factores en las economías avanzadas grandes parece por el momento la parte más importante de la explicación en la mayoría de los casos. Por otra parte, las razones de esa disminución aún no están claras (véase, por ejemplo, OCDE, 2015), pero probablemente estén en juego una acumulación más lenta del capital humano; un cambio en la composición del PIB, que se orienta ahora más hacia los servicios; y —al menos en el caso de Estados Unidos— un desvanecimiento gradual de los efectos positivos que ha ejercido en la productividad la revolución de la tecnología de la información y las comunicaciones (Fernald, 2014; Gordon, 2014)<sup>2</sup>.

Un interrogante clave es si la desaceleración dilatada del crecimiento y el débil aumento de la productividad también podrían atribuirse a la naturaleza de la crisis reciente, teniendo en cuenta los estudios realizados sobre las recuperaciones débiles tras episodios de

<sup>2</sup>Una minoría de analistas sostiene que debido al rápido cambio tecnológico, especialmente en el sector de la tecnología de la información y las comunicaciones, las estadísticas convencionales sobre el ingreso nacional subestiman cada vez más el verdadero nivel del ingreso, pero dicha perspectiva no tiene amplia aceptación.

**Gráfico 1.8. Crecimiento, empleo y productividad de la mano de obra en las economías avanzadas**  
(Porcentaje)

El crecimiento de la productividad de la mano de obra en las economías avanzadas ha sido mucho más bajo desde la crisis financiera internacional. La otra cara de la moneda es que, desde la crisis, la misma tasa de crecimiento del producto ha estado asociada, en promedio, a un mayor crecimiento del empleo (como lo demuestra el coeficiente más empinado de la línea tendencial). Dado que el crecimiento ha sido relativamente más intenso en términos del empleo, el desempleo ha disminuido notablemente en las economías que experimentaron una recuperación sostenida del crecimiento.



Fuentes: FMI, base de datos Global Data Source, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los diagramas de dispersión excluyen Eslovenia, Estonia, Letonia, Lituania, Malta, la República Eslovaca. Los rótulos de los datos del gráfico emplean los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

tensión financiera aguda. El recuadro 1.1 aborda este tema centrándose en más de 100 recesiones ocurridas en 23 economías avanzadas desde la década de 1960, y determina que dos tercios estuvieron seguidos de un nivel de producto inferior a la tendencia previa a la recesión. Un hecho aún más sorprendente es que casi la mitad de las recesiones estuvieron seguidas no solo de una contracción del producto, sino también de un crecimiento del producto inferior al de la tendencia previa a la recesión. Los resultados analizados en el recuadro plantean importantes cuestiones de política; por ejemplo, el grado en que estos efectos reflejan shocks de la oferta o la erosión del producto potencial producida por contracciones prolongadas de la demanda interna. En opinión del personal técnico del FMI, entran en juego ambos factores a la hora de explicar la disminución del crecimiento potencial, y— a pesar de la disminución del crecimiento potencial— aún hay déficits de demanda sustanciales en una serie de economías avanzadas (como lo muestra, por ejemplo, el cuarto panel del gráfico 1.8).

### *Desaceleración dilatada en los mercados emergentes*

Tras repuntar con fuerza a casi 7½% después de la crisis financiera internacional, el crecimiento del PIB real de las economías de mercados emergentes y en desarrollo disminuyó de alrededor de 6,3% en 2011 a 4,6% en 2014. La proyección para 2015 apunta a una nueva disminución, esta vez a 4%. En consecuencia, el crecimiento de todo el grupo en 2014 fue aproximadamente 1 punto porcentual más bajo que el crecimiento promedio registrado en 1995–2007.

Las desviaciones más grandes respecto del promedio entre las grandes economías de mercados emergentes influyeron mucho en los resultados del grupo, que se calculan usando ponderaciones del PIB. Y entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la desaceleración no fue universal; en casi 40% de los casos, el crecimiento de 2011–14 fue superior al promedio de 1995–2007<sup>3</sup>. Contra el trasfondo de esa variación, no debería sorprender el hecho de que ligeramente más de la mitad de la variación del crecimiento de 2011–14 parezca haber resultado de factores nacionales específicos. Esos factores —entre otros, estrangulamientos de la oferta y cambios de las políticas estructurales— han sido analizados a fondo en

ediciones anteriores del informe WEO. Como contracara, ligeramente menos de la mitad de la variación está relacionada con un conjunto de condiciones iniciales y factores externos.

Una característica interesante de esta disminución del crecimiento es que los factores externos —sobre todo, el menor crecimiento de los países socios— parecen haber desempeñado un papel más importante durante los dos primeros años (2011–12) que en 2013–14<sup>4</sup>. Las variaciones del crecimiento observadas en todos los países socios parecen haber sido un factor más trascendental que los cambios producidos únicamente en las economías avanzadas, quizá debido a la intensificación del comercio dentro del grupo de economías de mercados emergentes y en desarrollo. Aunque el grado de exposición comercial directa a China no parece haber sido un factor significativo a la hora de explicar las diferencias en la disminución del crecimiento de las distintas economías, parece haber influido el hecho de ser un exportador neto de materias primas: estas economías sufrieron contracciones del crecimiento relativamente más profundas, si las demás condiciones permanecen invariables. Aun así, como explica el capítulo 2, el impacto de las fluctuaciones de los términos de intercambio vinculados a las materias primas en el crecimiento (a mediano plazo) efectivo y potencial depende de una serie de factores, como los niveles iniciales de desarrollo financiero, la medida en que la política fiscal suaviza o exagera el ciclo, y los regímenes cambiarios. Por lo general, los exportadores con regímenes cambiarios más flexibles sufrieron contracciones más ligeras del crecimiento en 2011–14, y lo propio ocurrió en otras economías de mercados emergentes.

La desaceleración también parece reflejar una corrección tras años de crecimiento excepcionalmente rápido en la década de 2000. Los países que alcanzaron un crecimiento muy superior a los promedios a más largo plazo en el momento de la crisis financiera internacional se desaceleraron más en 2011–14 (“reversión a la media”). Este hecho lleva a pensar que, como lo explica el capítulo 3 de la edición de octubre de 2015 del informe GFSR, las desaceleraciones prolongadas también podrían ser en parte resultado del ajuste a distintos legados de la época del boom; entre ellos, un exceso de inversión y un apalancamiento mayor del sector empresarial tras los auges de crédito.

<sup>3</sup>El análisis de los errores de pronósticos traza un panorama parecido; véase el recuadro 1.3 de la edición de octubre de 2014 del informe WEO.

<sup>4</sup>El capítulo 4 de la edición de abril de 2014 del informe WEO asigna también un papel importante a los shocks externos en las primeras etapas de la desaceleración.

**El pronóstico**

*Supuestos sobre políticas*

Según las previsiones, la consolidación fiscal se moderará en las economías avanzadas en el período que abarcan los pronósticos (gráfico 1.9). En los mercados emergentes, la política fiscal adquiriría una orientación más expansionista para compensar la desaceleración, pero con marcadas diferencias entre países y regiones. En cuanto a la política monetaria, se prevé que las tasas de política monetaria de Estados Unidos comenzarán a subir a fines de 2015 (gráfico 1.5) y que la normalización de la política monetaria del Reino Unido arrancará en 2016 (de conformidad con las expectativas de los mercados). La fuerte expansión monetaria se prolongaría en Japón y también en la zona del euro, que inició compras mensuales de bonos públicos el 9 de marzo. En general, se prevé que las tasas de política monetaria de una serie de economías de mercados emergentes se mantendrán a los niveles actuales hasta que comience el alza en Estados Unidos.

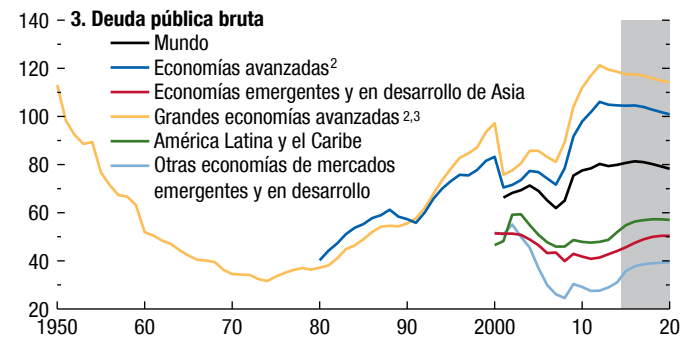
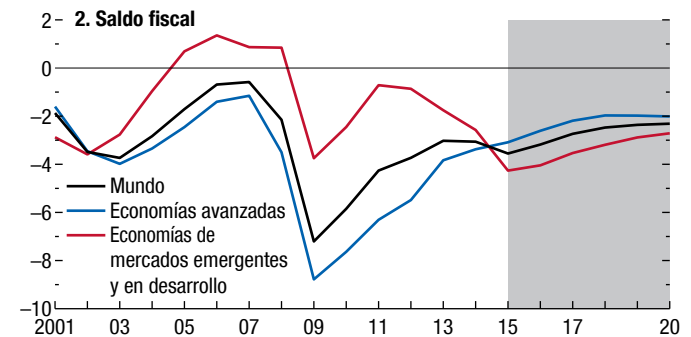
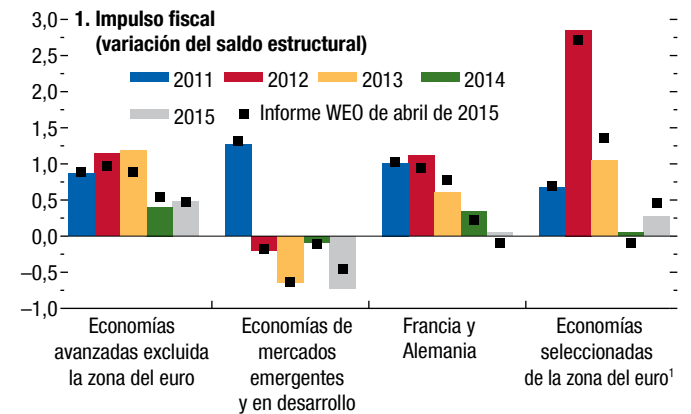
*Otros supuestos*

Las condiciones financieras mundiales seguirían siendo favorables, a pesar de cierto endurecimiento paulatino reflejado, entre otras cosas, en el rendimiento creciente del bono del Tesoro estadounidense a 10 años a medida que se acerque el momento del despegue de la tasa de política monetaria nacional. El proceso de normalización monetaria de Estados Unidos y el Reino Unido se produciría sin traspies, sin aumentos fuertes o prolongados de la volatilidad de los mercados financieros, ni movimientos bruscos de las tasas de interés a largo plazo. No obstante, la presunción es que las condiciones financieras de los mercados emergentes serán menos propicias que las de los últimos meses debido a la reciente alza de los diferenciales y la caída de los precios de las acciones; en ese sentido, los nuevos aumentos de las tasas a largo plazo reflejarían los crecientes rendimientos de los títulos a 10 años de las economías avanzadas. Se proyecta que los precios del petróleo aumentarán paulatinamente a lo largo del horizonte de previsión, de un promedio de \$52 el barril en 2015 a aproximadamente \$55 el barril en 2017. Los precios de las materias primas no combustibles, por el contrario, se estabilizarían a niveles más bajos tras el reciente abaratamiento de los alimentos y los metales. Las tensiones geopolíticas seguirían siendo elevadas, dado que la situación alrededor de Ucrania no se descomprimiría y que continuarían los conflictos

**Gráfico 1.9. Políticas fiscales**

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

Se prevé que la consolidación fiscal se moderará en la mayoría de las economías avanzadas a lo largo del horizonte de la previsión. Sin embargo, en las economías del núcleo de la zona del euro, la orientación fiscal será ligeramente más restrictiva de lo previsto en la edición de abril de 2015 del informe WEO; por otra parte, en algunas otras economías de la zona del euro es más distendida de lo proyectado. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la orientación de la política fiscal se distendería en 2015, pero con considerables diferencias entre países.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>Países de la zona del euro (España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal) con elevados diferenciales de deuda durante la crisis de deuda soberana de 2010–11.  
<sup>2</sup>Los datos hasta 2000 excluyen Estados Unidos.  
<sup>3</sup>Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido.



en algunos países de Oriente Medio. Se presume que, en general, estas tensiones cederán, lo cual permitiría una recuperación paulatina de las economías más duramente afectadas en 2016–17.

### *Perspectivas mundiales para 2015–16*

Se proyecta que el crecimiento mundial disminuya de 3,4% en 2014 a 3,1% en 2015, antes de repuntar a 3,6% en 2016 (véase el cuadro 1.1). La disminución del crecimiento ocurrida este año refleja una desaceleración más pronunciada en los mercados emergentes, compensada en parte por un repunte moderado de la actividad de las economías avanzadas, sobre todo en la zona del euro. Ese repunte, respaldado por el retroceso de los precios del petróleo (gráfico 1.3) y una política monetaria acomodaticia, reducirá ligeramente las brechas del producto.

La disminución del crecimiento de los mercados emergentes —por quinto año seguido— refleja una combinación de factores: menor crecimiento en los países exportadores de petróleo; desaceleración en China, a medida que el patrón de crecimiento se apoya menos en la inversión; y perspectivas menos favorables para los exportadores de otras materias primas, incluidos los de América Latina, tras la caída de los precios. En los mercados emergentes importadores de petróleo, un traslado más limitado de las ganancias inesperadas generadas por el abaratamiento del petróleo a los consumidores, sumado en algunos casos a una depreciación sustancial del tipo de cambio, ha reducido el estímulo al crecimiento, y la baja de los precios ha beneficiado en parte a los gobiernos (por ejemplo, gracias al ahorro generado por la reducción de los subsidios energéticos, como lo explica la edición de abril de 2015 del informe *Monitor Fiscal*).

El repunte sustancial del crecimiento proyectado para 2016 refleja un desempeño más sólido tanto en los mercados emergentes como en las economías avanzadas. Entre las economías de mercados emergentes y en desarrollo, el crecimiento de los países que están experimentando dificultades económicas este año (entre ellos, Brasil, Rusia y algunos países de América Latina y de Oriente Medio) seguirá siendo débil o negativo, pero aun así superará el nivel de 2015 según las proyecciones, y la demanda interna de India conservaría el vigor. Esta situación compensará holgadamente la continuación proyectada de la desaceleración de China. Entre las economías avanzadas, el aumento del crecimiento refleja el fortalecimiento de la recuperación de Japón, Estados Unidos y la zona del euro, a medida que se van cerrando las brechas del producto.

Las perspectivas son menos alentadoras que las contempladas en la Actualización de julio de 2015 del informe WEO, tanto en el caso de las economías avanzadas como en el de los mercados emergentes. En comparación con la edición de abril de 2015 del informe WEO, el crecimiento mundial ha sufrido una revisión a la baja de 0,4 puntos porcentuales en 2015 y 0,2 puntos porcentuales en 2016.

### *Perspectivas mundiales a mediano plazo*

Según los pronósticos, el crecimiento mundial aumentará pasado 2016, en todo aspecto gracias a un repunte más sólido del crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Este repunte responde, a su vez, a dos factores. El primero es el regreso paulatino previsto a las tasas tendenciales de crecimiento en los países y regiones que se encuentran sometidas a tensiones o que crecerán muy por debajo del potencial en 2015–16 (por ejemplo, Brasil y el resto de América Latina, Rusia y partes de Oriente Medio).

El segundo factor es el aumento paulatino de la ponderación mundial de países en rápido crecimiento como China e India, que realza aún más su importancia como motores del crecimiento mundial.

Por otra parte, el crecimiento de las economías avanzadas se mantendría en torno a 2¼%, a medida que las brechas del producto vayan cerrándose, y luego bajaría a menos de 2% como consecuencia de los efectos paulatinos de los factores demográficos en la oferta de mano de obra y, por lo tanto, en el producto potencial, tal como lo describe el capítulo 3 de la edición de abril de 2015 del informe WEO.

### *Perspectivas económicas individuales de países y regiones*

- Se prevé que la recuperación continúe en *Estados Unidos*, respaldada por el abaratamiento de la energía, el menor lastre fiscal, los balances fortalecidos y el mercado de la vivienda en mejoría (gráfico 1.10, panel 1). Se prevé que estas fuerzas compensen holgadamente el lastre que representa para la exportación neta el fortalecimiento del dólar. En consecuencia, se proyecta que el crecimiento alcanzará 2,6% en 2015 y 2,8% en 2016. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento a más largo plazo no son tan alentadoras: el crecimiento potencial está estimado en apenas 2%, aproximadamente, como consecuencia del envejecimiento de la población y el escaso crecimiento de la productividad total de los factores (que, según revisiones recientes de las

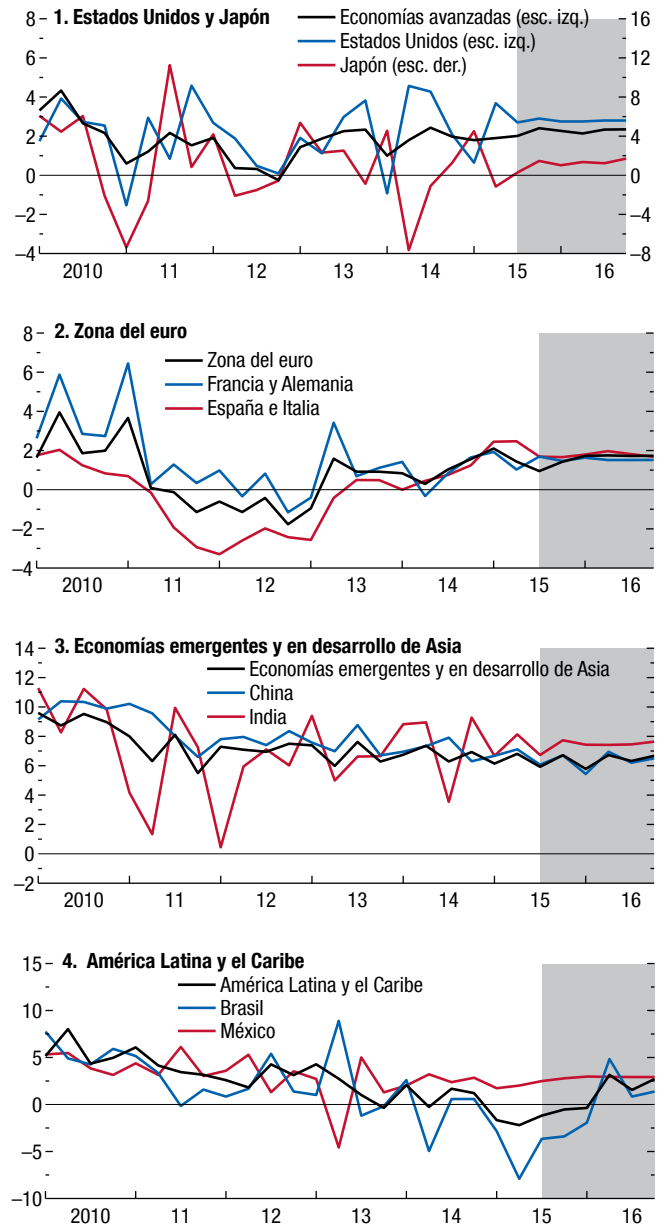


cuentas nacionales, sería más bajo que lo anteriormente calculado en 2012–14).

- La moderada recuperación de la *zona del euro* seguiría su curso en 2015–16, gracias a la caída de los precios del petróleo, la distensión monetaria y la depreciación del euro (gráfico 1.10, panel 2). Al mismo tiempo, el crecimiento potencial sigue siendo débil como resultado de los legados de la crisis, pero también de factores demográficos y de una desaceleración de la productividad total de los factores que antecede a la crisis (véase el capítulo 3). Por ende, las perspectivas apuntan a un crecimiento moderado y una inflación atenuada. Se prevé que el crecimiento aumentará de 0,9% en 2014 a 1,5% este año y a 1,6% en 2016, de conformidad con el pronóstico de abril pasado. En 2015 y 2016, el crecimiento se reavivaría en Francia (1,2% en 2015 y 1,5% en 2016), Italia (0,8% en 2015 y 1,3% en 2016) y, especialmente, en España (3,1% en 2015 y 2,5% en 2016). En Alemania, el crecimiento se mantendría en torno a 1½% (1,5% en 2015 y 1,6% en 2016). Las perspectivas para Grecia son mucho más difíciles tras el dilatado período de incertidumbre que el país atravesó este año.
- En *Japón* se proyecta un aumento del PIB de –0,1% en 2014 a 0,6% en 2015 y 1,0% en 2016 (gráfico 1.10, panel 1). El repunte gradual refleja el respaldo generado por el aumento de la remuneración real y el alza de los precios de las acciones, atribuibles a su vez a la decisión del Banco de Japón de ampliar la expansión cuantitativa y cualitativa, así como la caída de los precios del petróleo y las materias primas.
- En el caso de otras economías avanzadas, se prevé en general un sólido crecimiento, aunque no tanto como en 2014. Para el *Reino Unido* se prevé un crecimiento sostenido (2,5% en 2015 y 2,2% en 2016) gracias a la caída de los precios del petróleo y la recuperación ininterrumpida de los salarios. La recuperación de *Suecia* (2,8% de crecimiento proyectado para 2015) se apoya en el consumo y la inversión de doble dígito en el sector de la vivienda. En *Suiza*, la fuerte apreciación que experimentó el tipo de cambio este año deprimiría el crecimiento a corto plazo (1,0% en 2015). En el caso de los exportadores de materias primas, la caída de los precios de las materias primas empaña las perspectivas, como consecuencia de la disminución del ingreso disponible y de la inversión vinculada a los recursos. Este último mecanismo se ha hecho sentir con especial fuerza en *Canadá*, cuyo crecimiento proyectado ronda 1%

**Gráfico 1.10. Pronósticos de crecimiento del PIB**  
(Variación porcentual trimestral anualizada)

Se prevé que el crecimiento conservará el vigor en las economías avanzadas y se mantendrá por encima de la tendencia durante 2016, contribuyendo a la reducción de la brecha del producto. La recuperación del crecimiento en la zona del euro sería generalizada. En India, el crecimiento superaría las tasas registradas en otras grandes economías de mercados emergentes. Para América Latina y el Caribe se proyecta un repunte de la actividad en 2016, tras la recesión de 2015.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

en 2015; o sea, 1,2 puntos porcentuales menos de lo pronosticado en abril. En el caso de *Australia*, el crecimiento proyectado para 2015 es de 2,4%, ligeramente por debajo del pronóstico de abril, lo cual refleja también el impacto de la caída de los precios de las materias primas y la inversión vinculada a los recursos, compensado en parte por una política monetaria de apoyo y un tipo de cambio más débil. En *Noruega*, el PIB crecería 0,9% este año, dado que la caída de los precios del petróleo está trabando la inversión y el consumo. Entre las economías avanzadas de Asia, el crecimiento en general es más débil que en 2014, como consecuencia de shocks internos y de la desaceleración de las exportaciones. La disminución del crecimiento respecto del año pasado se nota especialmente en la *provincia china de Taiwan* (de 3,8% a 2,2%), cuyas exportaciones sufren una contracción especialmente pronunciada.

- Se prevé que el crecimiento de *China* disminuirá a 6,8% este año y 6,3% en 2016; es decir, lo mismo que se proyectó en abril (gráfico 1.10, panel 3). Continúan corrigiéndose los excesos en bienes raíces, crédito e inversión, con una moderación más marcada de las tasas de crecimiento de la inversión, especialmente en bienes inmuebles residenciales. El pronóstico supone que las medidas de política que se adopten serán coherentes con la reducción de las vulnerabilidades creadas por la rápida expansión reciente del crédito y la inversión y que, por lo tanto, no apuntarán a compensar del todo la moderación subyacente de la actividad. Se prevé que las reformas estructurales que se han puesto en marcha y la caída de los precios del petróleo y de otras materias primas ampliarán las actividades orientadas a los consumidores, suavizando en parte la desaceleración. La caída de los valores bursátiles tendría un efecto apenas ligero en el consumo (dado que las tenencias de los hogares son escasas) y el actual episodio de volatilidad de los mercados financieros se dispararía sin grandes perturbaciones macroeconómicas.
- Entre las otras economías emergentes y en desarrollo de Asia, *India* experimentará un fortalecimiento del crecimiento, de 7,3% este año y el año pasado a 7,5% el próximo año. El crecimiento se beneficiará de la reciente reforma de las políticas, el consecuente repunte de la inversión y el abaratamiento de las materias primas. Entre las economías del grupo ASEAN-5 (*Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia, Vietnam*), Malasia y —en menor medida— Indonesia se desacelerarían este año, aquejadas por el debilitamiento de los términos de

intercambio. Por el contrario, el crecimiento repuntaría en Tailandia gracias a la disipación de la incertidumbre en torno a las políticas, y permanecerá estable en alrededor de 6% en las Filipinas, y se fortalecerá a un 6,5% en Vietnam, que se está beneficiando de los ingresos inesperados generados por el abaratamiento del petróleo.

- La actividad económica de *América Latina y el Caribe* continúa enfriándose drásticamente, con una pequeña contracción de la actividad en 2015 (gráfico 1.10, panel 4). Para 2016 se proyecta una ligera recuperación, pero con un crecimiento de 0,8%, aún muy por debajo de la tendencia. Las proyecciones de crecimiento han sufrido una revisión a la baja de más de 1 punto porcentual tanto en 2015 como en 2016 en comparación con la edición de abril de 2015 del informe WEO. El deterioro de las perspectivas de los precios de las materias primas interactúa en algunos países con condiciones iniciales difíciles. En *Brasil*, la confianza de las empresas y de los consumidores continúa disminuyendo —en gran medida debido al empeoramiento de las condiciones políticas—, la inversión está disminuyendo con rapidez y el endurecimiento necesario de la orientación de la política macroeconómica está ejerciendo presión a la baja sobre la demanda interna. En este momento, se proyecta que el producto se contraerá 3% en 2015 y 1% en 2016 (en ambos años, 2 puntos porcentuales menos que en abril), con sustanciales efectos de contagio negativos en el crecimiento de grandes partes de la región dados el tamaño y el grado de interconexión de la economía brasileña. *Venezuela* sufrirá, según las previsiones, una profunda recesión en 2015 y en 2016 (–10% y –6%, respectivamente) porque la caída de los precios del petróleo que tiene lugar desde mediados de junio de 2014 ha exacerbado los desequilibrios macroeconómicos internos y las presiones sobre la balanza de pagos. Se pronostica que la inflación venezolana se ubicará muy por encima del 100% en 2015. En este momento se proyecta una ligera baja de la actividad en *Ecuador*, cuyo crecimiento ha sufrido una revisión a la baja de más de 2 puntos porcentuales para 2015, por efecto del abaratamiento del petróleo y la considerable apreciación real alimentada por el fortalecimiento del dólar de EE.UU. El retroceso que seguirían experimentando los precios de los metales empañaría la recuperación del crecimiento de *Chile* y *Perú*; entre tanto, la desaceleración proyectada de *Colombia* refleja la caída de los precios del petróleo.

- Las proyecciones de las economías de la *Comunidad de Estados Independientes* continúan siendo muy débiles debido a la recesión de *Rusia* y los consecuentes efectos de contagio regionales, así como una nueva contracción muy fuerte en *Ucrania*. Globalmente, se proyecta una contracción de 2,7%, tras el crecimiento de 1% en 2014. Las perspectivas mejorarían en 2016 y el crecimiento volvería a ser positivo (0,5%). En *Rusia*, se prevé una contracción económica de 3,8% este año, producto de la interacción del retroceso de los precios del petróleo y de las sanciones internacionales con debilidades estructurales preexistentes. Para 2016, se proyecta una nueva disminución del producto. La contracción de 0,1% proyectada para el resto de la región este año refleja en gran medida la profunda recesión de *Ucrania* (–9%), que retomaría un crecimiento positivo en 2016 gracias al arranque de la reconstrucción. En otras partes de la región, especialmente en el Cáucaso y Asia central, la actividad se verá frenada por la caída de los precios de las materias primas y los efectos de contagio causados por *Rusia* (a través del comercio, la inversión extranjera directa y, sobre todo, las remesas), que interactuarán con las vulnerabilidades estructurales preexistentes.
- Las previsiones apuntan a que el crecimiento de las *economías emergentes y en desarrollo de Europa* aumentará levemente a 3,0% en 2015–16. La región se ha beneficiado de la caída de los precios del petróleo y de la recuperación paulatina de la zona del euro, pero se ve afectada por la contracción que está sufriendo *Rusia* y por el impacto de la deuda de las empresas —aún elevada— en la inversión. Este último factor, sumado a la incertidumbre política, ha lastrado la demanda interna de *Turquía*, donde se proyecta que el crecimiento de la actividad permanecerá en alrededor de 3% en 2015–16. El crecimiento sigue siendo relativamente robusto en Europa central y oriental —*Hungría* y *Polonia* se expandirán a tasas de 3% o más en 2015—, pero ha resultado más débil en Europa sudoriental (con la excepción de *Rumanía*), ya que el crecimiento de *Bulgaria*, *Croacia* y *Serbia* se ubicará por debajo de 2%.
- En *Oriente Medio*, *el Norte de África*, *Afganistán* y *Pakistán*, el crecimiento se mantendría en un modesto 2,5% en 2015, ligeramente por debajo del nivel del año pasado. Los efectos de contagio causados por los conflictos regionales y la intensificación de las tensiones sociales y de seguridad están minando la confianza y frenando el crecimiento. El

bajo nivel de los precios del petróleo también está empañando las perspectivas de los países que lo exportan. En los países importadores de petróleo, la recuperación se está afianzando. El efecto negativo generado por la debilidad de la confianza se ve compensado por los beneficios derivados de la caída de los precios del petróleo, las reformas económicas y la mejora del crecimiento de la zona del euro. Se proyecta un repunte sustancial del crecimiento de la región en 2016, gracias a la aceleración de la actividad de la *República Islámica del Irán*, donde la eliminación de las sanciones —una vez que entre en vigor y se implemente el Plan de Acción Integral Conjunto— debería permitir que la producción de petróleo y las exportaciones se recuperen, y una mejora gradual de las perspectivas de los países gravemente afectados por conflictos, como *Iraq*, *Libia* y *Yemen*. En comparación con las proyecciones de 2015, las perspectivas para 2015 son más débiles, por efecto del colapso de la actividad de *Yemen* y una nueva contracción del PIB de *Libia*, pero se perfilan más prometedoras para 2016, principalmente gracias a la mejora de las perspectivas de la *República Islámica del Irán*.

- El crecimiento de *África subsahariana* se desacelerará este año, según los pronósticos, para ubicarse en 3,8% (en comparación a 5,0% en 2014; o sea, una revisión a la baja de 0,7 puntos porcentuales frente a abril). La desaceleración de 2015 se debe más que nada a las repercusiones del retroceso de los precios de las materias primas, especialmente del petróleo, así como la contracción de la demanda de *China* —el socio comercial más grande de *África subsahariana*— y el deterioro de las condiciones financieras mundiales para las economías de mercado de frontera de la región. Entre los exportadores de petróleo de la región, el crecimiento de *Nigeria* está proyectado ahora en 4% en 2015; es decir, alrededor de 2¼ puntos porcentuales menos que el año pasado, y el crecimiento de *Angola* retrocedería a 3,5%, frente a casi 5% en 2014. Entre los importadores de petróleo de la región —que, de acuerdo con las previsiones crecerán a un ritmo de 4% en promedio—, la mayoría continuará experimentando un crecimiento sólido, especialmente en el caso de los países de bajo ingreso, donde continúan la inversión en infraestructura y un consumo privado vigoroso. Los países como *Côte d'Ivoire*, *Etiopía*, *Mozambique*, *la República Democrática del Congo* y *Tanzania* gozarían de un crecimiento de alrededor de 7% o más este año

y el próximo. Sin embargo, otros como *Sierra Leona* y *Zambia* están sintiendo la presión generada por el descenso de los precios de su principal materia prima de exportación, a pesar de que la caída de los precios del petróleo está abaratando las importaciones energéticas. El crecimiento de *Sudáfrica* está proyectado en menos de 1½% tanto este año como el próximo, como consecuencia del proceso de relevo de carga eléctrica y otros estrangulamientos de la oferta. En *Ghana*, la escasez de energía eléctrica y la consolidación fiscal también están frenando la actividad, que según las proyecciones se desacelerará más en 2015, para ubicarse en 3,5%. A nivel de la región, se proyecta un repunte del crecimiento en 2016, a 4,3%; la recuperación mundial permitirá una reactivación moderada de la demanda externa, la modesta recuperación de los precios del petróleo beneficiará a los países que lo exportan, y mejorarán las perspectivas de los países víctimas del ébola.

- El crecimiento de los países en desarrollo de bajo ingreso se desacelerará, según las proyecciones, a 4,8% en 2015; es decir, más de 1 punto porcentual menos que en 2014, antes de repuntar a 5,8% en 2016. Estas proyecciones responden a las perspectivas de las economías subsaharianas, en particular Nigeria; el crecimiento resiliente de los países en desarrollo de bajo ingreso de Asia, sobre todo *Bangladesh* y *Vietnam*; y, en 2015, el colapso de la actividad de *Yemen*, producido por conflictos internos.

### Inflación mundial

De acuerdo con las proyecciones, la inflación disminuirá en las economías avanzadas en 2015, principalmente por efecto del abaratamiento del petróleo. Se prevé que el traslado de la caída de los precios del petróleo a la inflación subyacente seguirá siendo moderado, tal como ocurrió en recientes episodios de fuertes variaciones de los precios de las materias primas. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la tasa de inflación subirá en 2015, pero esto refleja la drástica alza de las proyecciones de inflación de Venezuela (más de 100% en 2015) y Ucrania (alrededor de 50%). Excluidos estos países, la inflación de las economías de mercados emergentes y en desarrollo disminuiría de 4,5% en 2014 a 4,2% en 2015.

En las economías avanzadas, la inflación aumentaría a partir de 2016, pero manteniéndose en general por debajo de las metas de los bancos centrales. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la inflación disminuiría en 2016, alcanzando niveles

marcadamente inferiores en países que experimentaron depreciaciones sustanciales en los últimos meses, como Rusia y, en menor medida, Brasil.

- En la zona del euro, según las proyecciones, el nivel general de inflación será de 0,2% en 2015, ligeramente inferior al nivel de 2014. Tras ubicarse por debajo de cero en diciembre de 2014 y permanecer en terreno negativo durante el primer trimestre de 2015, la inflación repuntó en el segundo trimestre de 2015, empujada por una ligera recuperación de la actividad económica, el vuelco parcial de los precios del petróleo y el impacto de la depreciación del euro. Las expectativas inflacionarias superan las del primer trimestre, pero aun así siguen siendo bajas; ahora bien, los indicadores muestran indicios negativos de alza de la inflación subyacente. Según las proyecciones, el nivel general de inflación aumentará a 1% en 2016, pero se mantendrá moderado a mediano plazo.
- En Japón, varios factores ejercerán presión al alza sobre el nivel de precios; entre ellos, el impacto rezagado del reciente debilitamiento del yen y el cierre de la brecha del producto. La continua reducción de la mano de obra ociosa podría acelerar una favorable dinámica precios-salarios. En consecuencia, en el contexto de las políticas vigentes, se prevé que la inflación subirá poco a poco a 1½% a mediano plazo.
- Se proyecta que en Estados Unidos la inflación anual disminuirá a 0,1% en 2015. Tras una drástica caída a fines de 2014 y comienzos de 2015 causada por el abaratamiento de la energía, ha comenzado a subir paulatinamente, pese a los vientos en contra generados por la apreciación del dólar, la atenuada dinámica salarial y los sucesivos retrocesos de los precios del petróleo. Por ende, se proyecta un alza gradual de la inflación hacia el objetivo a más largo plazo de la Reserva Federal de 2%.
- Según las proyecciones, la inflación se mantendrá muy por debajo de la meta en una serie de otras economías avanzadas más pequeñas, especialmente de Europa y Asia oriental. En particular, los precios al consumidor bajarían tanto en 2015 como en 2016 en Suiza, tras la pronunciada apreciación de la moneda en enero. La inflación sigue atenuada en Nueva Zelandia, la República Checa y Suecia, aunque se prevé que aumente poco a poco hacia la meta en 2016–17.

En las economías de mercados emergentes, el retroceso de los precios del petróleo y la desaceleración de la actividad están contribuyendo a la caída de la inflación

en 2015, aunque el abaratamiento del petróleo no se verá reflejado del todo en los precios al consumidor final. Al mismo tiempo, la fuerte depreciación del tipo de cambio nominal está ejerciendo presión al alza sobre los precios en varios países, sobre todo los exportadores de materias primas. Se prevé que en los años siguientes el efecto de la caída de los precios del petróleo se desvanezca poco a poco, pero este efecto se vería compensado por la eliminación progresiva del impacto de las pronunciadas depreciaciones y la disminución paulatina de la inflación subyacente hacia metas a mediano plazo.

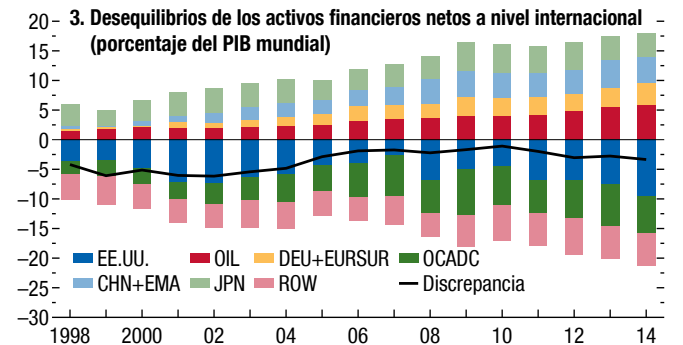
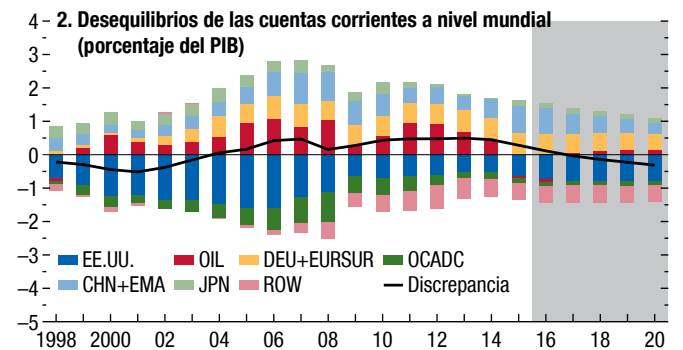
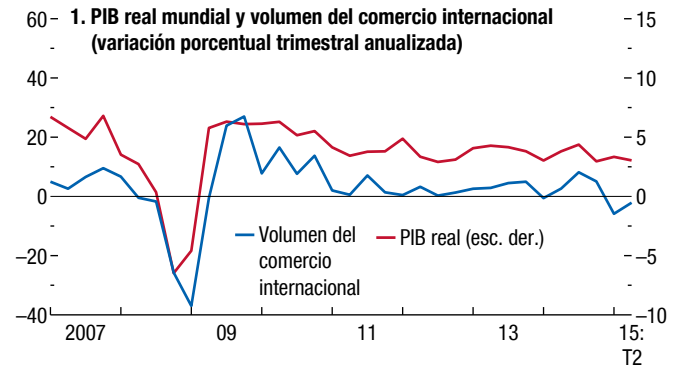
- En China, según los pronósticos la inflación del índice de precios al consumidor será de 1,5% en 2015 —consecuencia del abaratamiento de las materias primas, la fuerte apreciación real del renminbi y cierto debilitamiento de la demanda interna—, pero luego aumentará poco a poco.
- En India, la inflación continuaría disminuyendo en 2015 como consecuencia de la caída de los precios internacionales del petróleo y de las materias primas agrícolas. En Brasil, la inflación promedio subiría a 8,9% este año, por encima de la banda de tolerancia, a causa del ajuste de los precios regulados y de la depreciación del tipo de cambio, y convergería hacia la meta de 4,5% en el curso de los dos años siguientes. En Rusia, por el contrario, se prevé un avance de la inflación a aproximadamente 16% en 2015 debido a la pronunciada depreciación del rublo, seguido de un descenso a menos de 9% el próximo año. En Turquía, la inflación de 2015 rondaría 7½%; o sea, más o menos 2½ puntos porcentuales por encima de la meta.
- Algunos mercados emergentes experimentarían un nivel general de inflación muy inferior a la meta en 2015, con pequeños aumentos en 2016. Estos incluyen, en particular, una serie de pequeños países europeos cuyas monedas están estrechamente vinculadas al euro.

**Evolución del sector externo**

Se proyecta que el crecimiento del comercio mundial seguirá siendo modesto, al igual que en los dos últimos años (gráfico 1.11, panel 1). En el caso de las economías avanzadas, se prevé un repunte. Para los mercados emergentes, se proyecta que el crecimiento de las importaciones siga enfriándose debido al debilitamiento de la demanda interna y la depreciación de los tipos de cambio, pero se proyecta que el crecimiento de las exportaciones se intensificará, gracias al aumento de las exportaciones de petróleo de Oriente Medio y al repunte de la demanda interna de las economías avanzadas.

**Gráfico 1.11. Sector externo**

Los volúmenes de comercio mundial disminuyeron más que el PIB en el primer semestre de 2015, lo cual puso de relieve el hecho de que el crecimiento económico en el sector de los servicios y en otros sectores de bienes no transables ha sido relativamente más fuerte que en los sectores de bienes transables. Según las previsiones, los desequilibrios mundiales de las cuentas corrientes se reducirán más a lo largo del horizonte de previsión, mayormente gracias a la disminución de los superávits de los exportadores de petróleo. Por el contrario, las posiciones mundiales de acreedor y deudor han vuelto a incrementarse como proporción del PIB mundial.

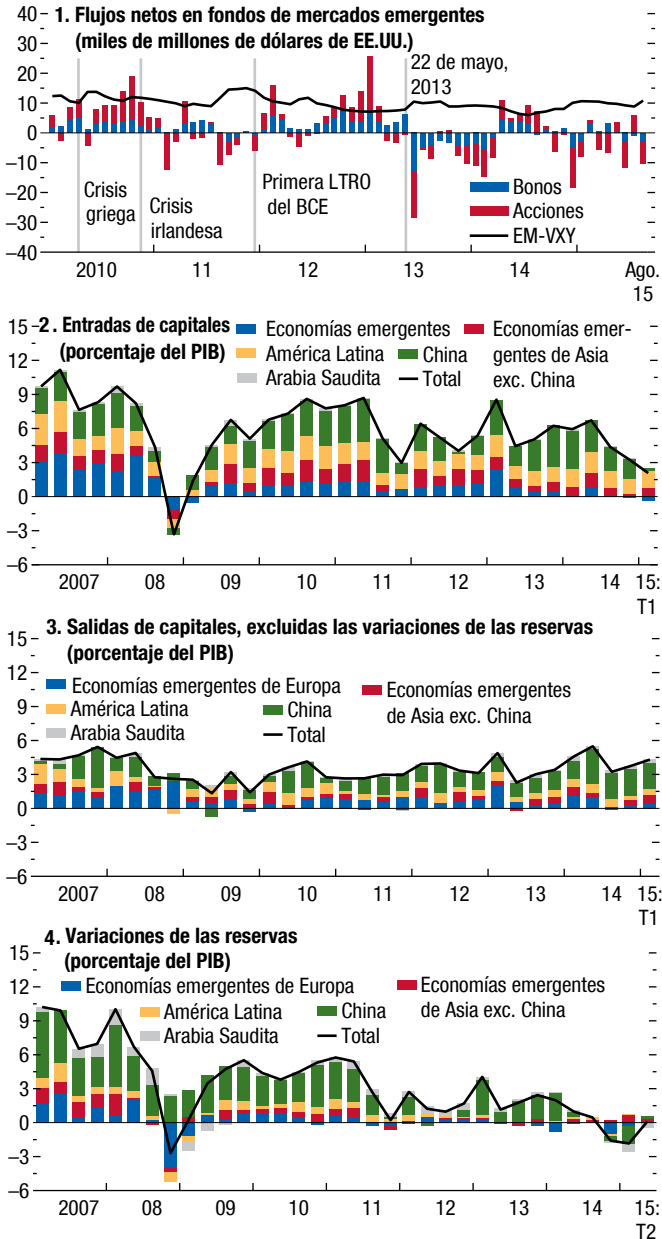


Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO). CHN+EMA = China y economías emergentes de Asia (Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, Singapur, Tailandia); DEU+EURSUR = Alemania y otras economías avanzadas europeas con superávit (Austria, Dinamarca, Luxemburgo, Países Bajos, Suecia, Suiza); OCADC = otros países europeos con déficit en cuenta corriente antes de la crisis (España, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal, Reino Unido, grupo de economías emergentes y en desarrollo de Europa del informe WEO); OIL = Noruega y grupo de economías de mercados emergentes y en desarrollo exportadoras de combustibles del informe WEO; ROW = resto del mundo.

### Gráfico 1.12. Flujos de capitales de las economías de mercados emergentes

Las entradas brutas de capitales en las economías de mercados emergentes comenzaron a desacelerarse con fuerza en 2014 y, como porcentaje de PIB, tocaron el nivel más bajo tras la recuperación de la crisis financiera internacional en el primer trimestre de 2015. Como las salidas brutas de capitales se han mantenido sin cambios y el saldo agregado de la cuenta corriente no ha variado demasiado, estas economías como grupo comenzaron a vender reservas de divisas en 2014.



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

Nota: Las entradas de capitales son compras netas de activos internos por parte de no residentes. Las salidas de capitales son compras netas de activos externos por parte de residentes. Las economías emergentes de Asia excluido China son Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia; las economías emergentes de Europa son Polonia, Rumania, Rusia y Turquía; América Latina abarca Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. BCE = Banco Central Europeo; EM-VXY = índice de la volatilidad en los mercados emergentes de J.P. Morgan; LTRO = operaciones de refinanciación a más largo plazo.

Durante 2014, los flujos de capitales hacia y desde las economías avanzadas siguieron siendo modestos en comparación con las tendencias previas a la crisis, pero dieron indicios de repuntar a comienzos de 2015. Tras un período sostenido de vigor, los flujos de capitales destinados a los mercados emergentes vienen mermando desde finales de 2013 (gráfico 1.12, paneles 1 y 2). Esto se ha visto reflejado en gran medida en disminuciones de las entradas de capitales en China y Rusia, pero también en la reducción de los flujos destinados a otros países y regiones, como América Latina. Como el saldo agregado de la cuenta corriente de las economías de mercados emergentes y en desarrollo se mantiene sin grandes cambios, la disminución de las entradas de capitales se ha visto compensada por una correspondiente reducción de las adquisiciones netas de activos externos por parte de estas economías (gráfico 1.12, panel 4). Las economías de mercados emergentes grandes como grupo vendieron alrededor de US\$100.000 millones en reservas de divisas durante el último trimestre de 2014 y el primer trimestre de 2015; el grueso corresponde a las ventas netas de reservas de divisas por parte de Arabia Saudita, China y Rusia<sup>5</sup>.

Los déficits y superávits en cuenta corriente de las principales regiones acreedoras y deudoras bajaron nuevamente en 2014, aunque en proporciones relativamente modestas (gráfico 1.12, panel 2). No obstante, las posiciones mundiales de acreedor y deudor, medidas en términos de las posiciones de inversión internacional neta, siguieron creciendo en 2014 como proporción del PIB mundial (gráfico 1.12, panel 3). Los efectos de valoración juegan un papel importante a la hora de explicar ese aumento. Específicamente, la apreciación del dólar de EE.UU. y el aumento del valor de los activos estadounidenses relacionados con los movimientos de las tasas de interés y los precios de las acciones han incrementado los pasivos externos netos de Estados Unidos y, simétricamente, los valores en activos de los tenedores de instrumentos financieros estadounidenses.

Las proyecciones para 2015 sugieren cambios de la composición de los déficits y superávits en cuenta corriente internacionales debido al impacto del retroceso de los precios del petróleo y de otras materias primas, así como los fuertes movimientos de los tipos

<sup>5</sup>La disminución del stock de reservas en las economías de mercados emergentes y en desarrollo exagera el volumen de las ventas efectivas debido a los efectos de valoración, dado que la apreciación del dólar de EE.UU. frente a la mayoría de las otras monedas de reserva durante los últimos trimestres implica una disminución del stock de reservas medido en dólares de EE.UU.





cambiarías detectadas en 2014 por el *Informe sobre el sector externo de 2015*. Naturalmente, una evaluación normativa de los saldos externos y de los tipos de cambio también debe tener en cuenta las variaciones de los niveles fundamentales “normales” de la cuenta corriente y del tipo de cambio real, y esa es la evaluación que realizará el *Informe sobre el sector externo* del próximo año.

A nivel más general, el patrón de restablecimiento del equilibrio mundial que convendría tener dependería no solo de las variaciones de los tipos de cambio y las correspondientes implicaciones para la cuenta corriente, sino también de políticas que sustenten un cambio aconsejable de la demanda relativa que sea compatible con un crecimiento mundial sostenido.

Aunque la comprensión de los desequilibrios mundiales de las cuentas corrientes tras la crisis financiera internacional es un tema ampliamente analizado (véase, por ejemplo, el capítulo 4 de la edición de octubre de 2014 del informe WEO), no se ha prestado tanta atención a los superávits y déficits en cuenta corriente elevados de países más pequeños. Su número —especialmente el número de déficits— sigue siendo elevado. En 2012–14, más de 80 países mantenían un déficit en cuenta corriente superior a 5% del PIB; sumados, sin embargo, representaban solo 3½% del PIB mundial. Comparativamente, en 2005–08, el número de países con un déficit en cuenta corriente superior a 5% del PIB había sido apenas ligeramente más alto (90), pero el grupo representaba una cuota del PIB mundial 10 veces mayor. Y el número de países con superávits elevados es mucho más pequeño que en el período anterior. El recuadro 1.2 analiza en más detalle las características de los países que han mantenido elevados déficits en cuenta corriente en los últimos años, poniendo de relieve una variedad de diferentes explicaciones (que van desde shocks internos hasta auges de precios de las materias primas y ampliación del acceso a financiamiento externo tras la condonación de la deuda) dentro de la tendencia general de los países pobres y de los países pequeños (en términos de población) a mantener déficits en cuenta corriente. El recuadro 1.3 aborda una cuestión conexa; a saber, cómo influyen los flujos de capitales destinados a países en desarrollo de bajo ingreso en la expansión del crédito dentro de esos países. Los resultados de ese análisis llevan a pensar que las condiciones financieras externas ejercen una importante influencia en la expansión del crédito interno de esos países. Es natural esperar una dependencia del financiamiento externo entre los países con necesidades apremiantes de desarrollo y elevadas tasas de rendimiento de la inversión. Sin embargo, en vista del retroceso de los precios de las materias primas

y de la desmejora de las condiciones externas, estos dos recuadros hacen pensar que algunos países con una fuerte dependencia del financiamiento externo privado podrían afrontar significativas presiones a favor del ajuste externo en el futuro.

## Riesgos

La distribución de riesgos para el crecimiento mundial sigue inclinándose a la baja. En comparación con la evaluación del riesgo presentada en la edición de abril de 2015 del informe WEO, han recrudecido los riesgos a la baja para el crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, dada la combinación de riesgos generados por la transición del crecimiento de China, el inconcluso reequilibramiento de los mercados de materias primas, el aumento de la exposición en moneda extranjera de los balances empresariales, y los vuelcos de los flujos de capitales relacionados con movimientos desestabilizantes de los precios de los activos. En las economías avanzadas, los riesgos de contagio a otras economías de la zona del euro suscitados por la situación de Grecia se han suavizado, pero continúan siendo motivo de inquietud; lo mismo ocurre con los riesgos generados por la persistente debilidad de la demanda y el bajo nivel de inflación. Las caídas de los precios del petróleo registradas desde junio (y los efectos rezagados de los descensos anteriores) podrían encerrar cierto riesgo al alza para el crecimiento y la demanda interna de los importadores de petróleo.

### El gráfico de abanico: Riesgos en torno al pronóstico del PIB mundial

El gráfico de abanico del pronóstico del PIB mundial sugiere que el intervalo de confianza en torno a la trayectoria proyectada de crecimiento mundial en 2016 es más estrecho, especialmente al alza (gráfico 1.14, panel 1). Por ende, en comparación con la edición de abril de 2015 del informe WEO, ya no hay tantas probabilidades de que el nivel efectivo de crecimiento se ubique muy por encima del pronóstico de referencia<sup>7</sup>.

El hecho de que se haya reducido la probabilidad de un crecimiento muy superior al pronóstico de referencia coincide con la opinión de que es poco probable que las economías avanzadas experimenten un repunte

<sup>7</sup>Los indicadores utilizados para construir el gráfico de abanico se basan ya sea en los precios de los derivados o en la distribución de los pronósticos sobre las variables de base.

del crecimiento superior a la tendencia incluso más fuerte que el que contemplan los pronósticos actuales. El aumento de la productividad ha resultado ser más débil de lo esperado, y se proyecta que el crecimiento del producto potencial se mantenga sustancialmente por debajo de las tasas previas a la crisis (véase el análisis precedente y el recuadro 1.1). Además, en muchas grandes economías de mercados emergentes se han agudizado los riesgos a la baja para el crecimiento.

Aunque los riesgos al alza de un fuerte crecimiento positivo sorpresivo han disminuido, la probabilidad de que el crecimiento mundial caiga por debajo de 2% sigue siendo pequeña y, en términos amplios, es igual a la que contemplaba la edición de abril de 2015 del informe WEO. Las simulaciones basadas en el Modelo de Proyección Mundial del FMI, que incluyen shocks ya ocurridos en un horizonte más largo, apuntan a una pequeña disminución de la probabilidad de recesión en las grandes economías avanzadas con un horizonte de cuatro trimestres, frente a abril de 2015 (gráfico 1.15, panel 1). Sin embargo, el riesgo de recesión ha aumentado en los grupos América Latina 5 y “resto del mundo”. Ese aumento, que pone de relieve la agudización ya señalada de los riesgos para las economías de mercados emergentes, refleja niveles de partida más bajos para el crecimiento, dados el debilitamiento del crecimiento de estas economías como grupo observado en el segundo trimestre de 2015 y la desmejora de los pronósticos a corto plazo.

### Riesgos para las perspectivas mundiales

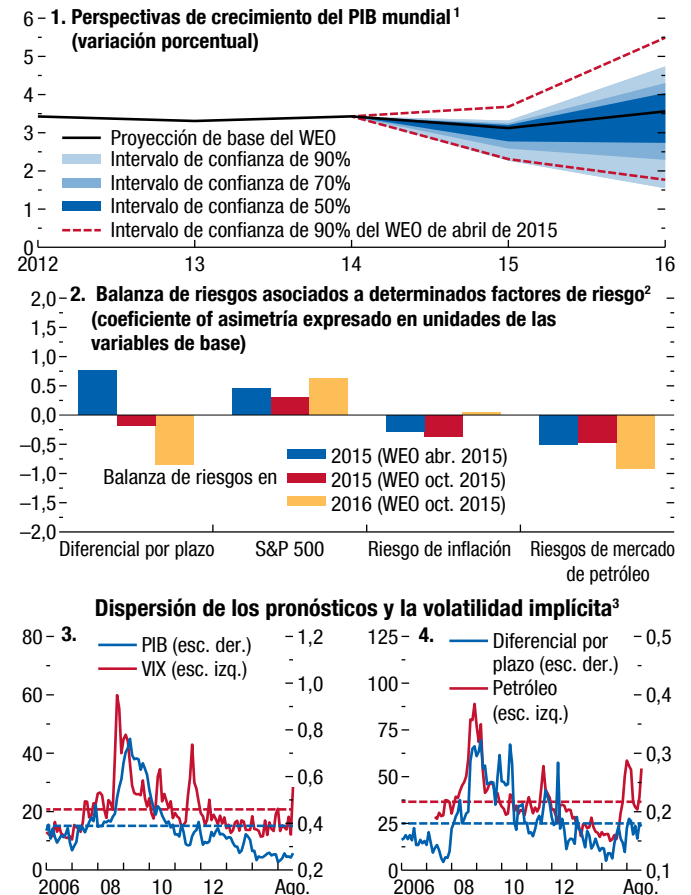
En cierta medida, los riesgos a la baja difieren entre las economías avanzadas y las de mercados emergentes. Sin embargo, habría efectos de contagio si se materializara cualquiera de los riesgos analizados en esta subsección, y esos efectos de contagio podrían ser sustanciales, como lo muestra el recuadro de escenario 1 y la edición de octubre de 2015 del informe GFSR. En lo que respecta a los riesgos al alza, la caída de los precios del petróleo y de las materias primas podría producir un impacto más fuerte en la demanda que el previsto actualmente (entre otras cosas, debido a los efectos rezagados de las anteriores caídas de los precios).

### Movimientos desestabilizantes de los precios de los activos y turbulencia en el mercado financiero

Como lo detalla la edición de octubre de 2015 del informe GFSR, los movimientos desestabilizantes de los precios de los activos y la turbulencia financiera podrían asestar un golpe a la actividad mundial. Las

### Gráfico 1.14. Riesgos para las perspectivas mundiales

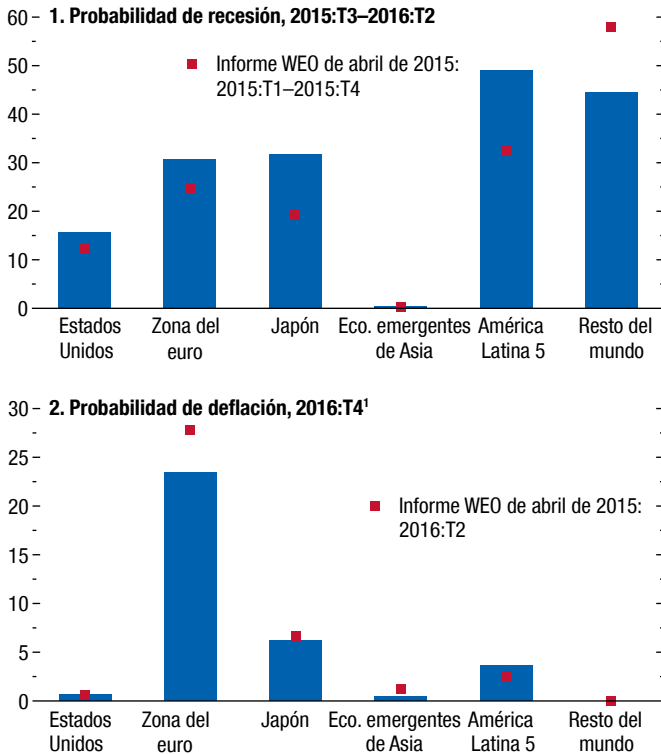
El gráfico de abanico que muestra el grado de incertidumbre en torno a las perspectivas de crecimiento mundial, sugiere que los riesgos al alza para los pronósticos han disminuido respecto de la edición de abril de 2015 del informe WEO, en tanto que la distribución de los riesgos a la baja no ha cambiado demasiado. Por ende, la distribución de los riesgos para el pronóstico de crecimiento mundial se inclina más a la baja. Los indicadores de dispersión de los pronósticos y volatilidad implícita de los precios de las acciones y del petróleo, así como los diferenciales por plazo de las grandes economías avanzadas, llevan a pensar en un aumento de la incertidumbre percibida en torno a las principales variables de las perspectivas mundiales.



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Mercado de Opciones de Chicago (CBOE); Consensus Economics; Haver Analytics, y estimaciones del personal técnico del FMI.  
<sup>1</sup>El gráfico de abanico muestra la incertidumbre en torno al pronóstico central del informe WEO con intervalos de confianza de 50%, 70% y 90%. El intervalo de confianza de 70% incluye el intervalo de 50%, y el intervalo de confianza de 90% incluye los intervalos de 50% y 70%. Véanse los detalles en el apéndice 1.2 de la edición de abril de 2009 del informe WEO. Los intervalos de 90% del año en curso y los pronósticos a un año de la edición de abril de 2015 del informe WEO figuran en relación con la proyección de base actual.  
<sup>2</sup>Las barras muestran el coeficiente de asimetría expresado en unidades de las variables de base. Los valores correspondientes a los riesgos de inflación y los riesgos de los precios del petróleo aparecen con el signo contrario dado que representan riesgos a la baja para el crecimiento.  
<sup>3</sup>El PIB mide la dispersión promedio (ponderada según la paridad del poder adquisitivo) de los pronósticos de crecimiento del PIB correspondientes a las economías del G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido), Brasil, China, India y México. El VIX es el índice de volatilidad implícita de Standard & Poor's 500 (S&P 500) elaborado por el Mercado de Opciones de Chicago. El diferencial por plazo mide la dispersión promedio de los diferenciales por plazo implícitos en los pronósticos de las tasas de interés de Alemania, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido. El petróleo corresponde al índice de volatilidad del petróleo crudo del Mercado de Opciones de Chicago. Los pronósticos están tomados de las encuestas de Consensus Economics. Las líneas de rayas representan los valores promedio del año 2000 hasta la actualidad.

**Gráfico 1.15. Recesión y riesgos de deflación**  
(Porcentaje)

El Modelo de Proyección Mundial creado por el personal técnico del FMI sugiere que los riesgos de recesión han aumentado en la mayoría de las economías avanzadas y el grupo América Latina 5, principalmente como consecuencia del debilitamiento relativo de las proyecciones de referencia. El riesgo de deflación se ha atenuado, pero aun así sigue siendo elevado en la zona del euro.



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Las economías emergentes de Asia abarcan China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, provincia china de Taiwan, RAE de Hong Kong, Singapur y Tailandia; América Latina-5 abarca Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; el resto del mundo abarca Argentina, Australia, Bulgaria, Canadá, Dinamarca, Estonia, Israel, Noruega, Nueva Zelanda, Reino Unido, República Checa, Rusia, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Turquía y Venezuela.

<sup>1</sup>La deflación se define como una caída del nivel de precios en términos interanuales en el trimestre indicado en el gráfico.

economías de mercados emergentes se encuentran particularmente expuestas, ya que, de concretarse, estos riesgos podrían producir vuelcos de los flujos de capitales. Son cuatro los factores que sustentan estos riesgos.

- Las primas por plazo y las primas por riesgo de los mercados de bonos aún están a niveles históricamente bajos. Se estima que la prima por plazo aplicada a los bonos del Tesoro estadounidense a más largo plazo entró en terreno negativo a fines de 2014 y que, en otras economías avanzadas, también es baja, aunque no negativa. Una corrección al alza

de las primas por plazo estadounidenses podría hacer subir con fuerza los rendimientos en el extranjero, dados los estrechos vínculos que existen entre los rendimientos de los bonos a más largo plazo<sup>8</sup>.

- Se prevé que el contexto que rodea esta configuración de precios de los activos —en particular, las políticas monetarias muy acomodaticias lanzadas por las grandes economías avanzadas, así como los legados de la crisis y los riesgos de deflación— comenzará a cambiar a medida que mejoren las perspectivas de recuperación de dichas economías. Los riesgos de deflación, por ejemplo, que parecen haber sido uno de los sustentos del nivel tan bajo de las primas por vencimiento de los bonos, deberían disminuir a medida que se cierran las brechas del producto. De acuerdo con las proyecciones de base, se presume que la evolución de las primas por plazo será gradual, pero si surgen novedades que alteren las expectativas en torno a estas líneas de falla y si se producen recomposiciones inesperadas de las carteras, podrían ponerse en marcha ajustes desestabilizantes de los precios de los activos. Estos ajustes podrían estar relacionados con el comienzo y, especialmente, el ritmo de la normalización de la política monetaria de Estados Unidos, también teniendo en cuenta la divergencia que aún existe entre las expectativas de los mercados y las estimaciones de los miembros del Comité Federal de Mercados Abiertos en torno a la trayectoria de la tasa de política monetaria estadounidense durante los próximos años.
- Las vulnerabilidades y los riesgos para la estabilidad financiera de las economías de mercados emergentes probablemente se hayan agudizado en vista de la disminución del crecimiento, los retrocesos recientes de los precios de las materias primas y el aumento del apalancamiento tras años de rápida expansión del crédito. En consecuencia, las novedades desfavorables en estos ámbitos podrían empujar al alza las primas por riesgo y producir caídas desestabilizantes de los precios de los activos y los valores de las monedas de los mercados emergentes.
- La reacción de los mercados financieros ante la persistencia de la incertidumbre en torno a las negociaciones con Grecia sobre un nuevo programa de financiamiento fue limitada, gracias a la solidez de los cortafuegos de la zona del euro y las políticas del Banco Central Europeo, así como la erosión de

<sup>8</sup>Véase, por ejemplo, el capítulo 3 de la edición de abril de 2014 del informe WEO.



los vínculos sistémicos con Grecia. Los riesgos han aminorado desde que se acordó un nuevo programa para Grecia dentro del marco del Mecanismo de Estabilidad Financiera, pero si volviera a surgir incertidumbre en torno a las políticas de Grecia y a la situación política del país, también podrían reaparecer las tensiones en el sector soberano y financiero en la zona del euro, con la posibilidad de efectos de contagio más generalizados.

### *Disminución del producto potencial*

Según las proyecciones, el producto potencial crecerá a una tasa inferior a la registrada antes de la crisis, tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes<sup>9</sup>. Existe el riesgo de que la tasa de crecimiento del producto potencial sea inferior aun a lo previsto. De hecho, las revisiones recientes de los datos sobre las cuentas nacionales estadounidenses hacen pensar que el aumento de la productividad durante los últimos años fue inferior aun a las estimaciones previas. Ahora bien, es probable que la tasa de crecimiento del producto potencial siga siendo diferente en las economías avanzadas y en las de mercados emergentes, incluso si este riesgo se materializa. En el segundo grupo, el crecimiento del producto potencial seguirá siendo sustancialmente más alto que en el primero, debido a las tendencias demográficas y las fuerzas de convergencia que están actuando sobre el ingreso per cápita.

Algunas de las fuerzas que están detrás de los riesgos de disminución del crecimiento del producto potencial son las mismas en los dos grupos de economías; otras son diferentes.

- En términos de las fuerzas comunes, la disminución del crecimiento del stock de capital es un motivo de preocupación en ambos grupos. En las economías avanzadas, los persistentes legados de la crisis —entre los que se destacan la debilidad del sector financiero, coeficientes de deuda pública aún elevados y sobreendeudamiento privado— constituyen el principal motivo de preocupación. En las economías de mercados emergentes, la inquietud gira en torno a las restricciones estructurales, la desmejora de las condiciones externas de inversión —especialmente, el empeoramiento de las condiciones financieras y la caída de los precios de las materias primas— y la

posibilidad de un aumento del exceso de crédito tras los recientes auges del crédito. En consecuencia, el crecimiento del stock de capital podría ser más bajo durante más tiempo, y eso, a su vez, también podría enfriar el aumento de la productividad, al menos provisionalmente, debido al progreso tecnológico plasmado en capital.

- En términos de las diferencias, los riesgos de efectos de productividad negativos atribuibles a un elevado desempleo de mayor duración (pérdidas de aptitudes, menor participación en la fuerza laboral) rige principalmente para las economías avanzadas. Por el contrario, el hecho de que el crecimiento de la productividad total de los factores resulte inferior a lo esperado con los actuales supuestos en cuanto a la convergencia es principalmente motivo de inquietud para economías de mercados emergentes.

### *Riesgos para el crecimiento de China*

El crecimiento se ha desacelerado en China en los últimos años, y las proyecciones de referencia contemplan una nueva desaceleración moderada. Existe el riesgo de que se profundice la desaceleración del crecimiento si la gestión macroeconómica de la culminación del auge de inversión y crédito de 2009–12 resulta más difícil de lo previsto. Los riesgos abarcan un amplio espectro, con efectos de contagio reales y financieros canalizados entre otras vías mediante los mercados de materias primas:

- *Una falta moderada de crecimiento:* En vista de los riesgos de que el crecimiento se enfríe más en el futuro y las expectativas en torno a reformas de política que podrían encarecer los insumos y el capital, las empresas podrían recortar la inversión más de lo previsto. Pero a diferencia de 2013–14, las autoridades chinas podrían hacer más énfasis en reducir las vulnerabilidades causadas por la reciente expansión rápida del crédito y la inversión que en respaldar el crecimiento.
- *Aterrizaje duro en China:* En este caso, las autoridades aprovecharían el margen de maniobra que les ofrecen las políticas para impedir que el crecimiento se enfríe, apuntalando la inversión a través del crédito y los recursos públicos. La vulnerabilidad derivada del auge del crédito y la inversión continuaría acentuándose en ese caso, y el margen de maniobra de las políticas se reduciría. Esto podría conducir a una desaceleración del crecimiento más marcada a mediano plazo, y entonces las vulnerabilidades serían más difíciles de manejar.

<sup>9</sup>El capítulo 3 de la edición de abril de 2015 del informe WEO analiza con más profundidad las perspectivas del producto potencial de las grandes economías avanzadas y de mercados emergentes.

### *Caída de los precios de las materias primas*

Los precios de las materias primas han sufrido una fuerte caída en los últimos meses. Podrían continuar en esa trayectoria si el reequilibramiento de los mercados —en respuesta al reciente exceso de la oferta— tardara más de lo previsto<sup>10</sup>. El crecimiento de los exportadores de materias primas se vería negativamente afectado, y sus vulnerabilidades se agudizarían más debido a la disminución del ingreso fiscal y de las utilidades en divisas. No obstante, en el caso de los países que las importan, el ingreso extra generado por el abaratamiento de las materias primas y por mejoras más persistentes de la oferta reduciría los costos e incrementaría el ingreso real, lo cual debería estimular el gasto y la actividad, como explica la edición de abril de 2015 del informe WEO al analizar el mercado del petróleo. En ese caso, los aumentos del gasto de los importadores deberían compensar holgadamente los recortes del gasto de los exportadores, ya que estos tienden a suavizar el gasto más en términos agregados, y la demanda mundial aumentaría (véase Husain *et al.*, 2015). En lo que se refiere a otras materias primas, la situación no es tan clara: los exportadores de metales pueden no suavizar el gasto en la misma medida que los países exportadores de petróleo, dado que los factores vinculados a la posibilidad de agotamiento no influyen tanto entre aquellos.

Sin embargo, los efectos no lineales que podría causar el abaratamiento de las materias primas constituyen un motivo de inquietud. Específicamente, si acarreará una tensión financiera significativa, situaciones de impago y un contagio generalizado entre los exportadores de materias primas, el impacto negativo en la actividad de estas economías sería más pronunciado, dado que los exportadores podrían verse imposibilitados de suavizar el gasto en la misma medida. Eso acentuaría los efectos de contagio adversos en los importadores de materias primas.

### *Fortalecimiento sustancial y sostenido del dólar de EE.UU.*

De acuerdo con el pronóstico de referencia, los factores que sustentaron la apreciación del dólar durante el último año, más o menos, seguirán operando

<sup>10</sup>Específicamente, el aumento de la demanda en respuesta a la caída de los precios o al ajuste de la capacidad a través de una contracción de la inversión podría ser muy gradual. Entre tanto, los precios al contado quizá tengan que retroceder más en comparación con los precios previstos para estimular la acumulación de existencias y absorber el exceso de oferta.

durante algún tiempo: solidez de la demanda interna frente a la mayoría de las demás economías avanzadas, divergencia entre las políticas monetarias de las grandes economías avanzadas, y una posición externa más firme gracias a la caída de los precios del petróleo. Por ende, la apreciación del dólar estadounidense frente a la mayor parte de las monedas podría continuar, cobrando un impulso alcista duradero como ha ocurrido en otras ocasiones. Si se concretara ese riesgo, la presión sobre los balances y el financiamiento de los deudores en dólares podría compensar holgadamente los beneficios comerciales que brinda la depreciación real en algunas economías. Además, si la apreciación del dólar estuviera impulsada por el aumento del rendimiento de los bonos a más largo plazo, este último probablemente se transmitiría con rapidez a otras economías, y eso podría perjudicar los componentes de la demanda interna que son sensibles a las tasas de interés. Las restricciones a los balances y al financiamiento constituyen un motivo de inquietud particular para las economías de mercados emergentes con un grado considerable de integración financiera internacional, en las cuales —como explica la edición de 2015 del *Informe sobre los efectos de contagio* (FMI, 2015b) y la edición de octubre de 2015 del informe GFSR— la deuda de las empresas denominada en moneda extranjera ha aumentado sustancialmente en los últimos años. Gran parte de ese aumento ha ocurrido en el sector energético, para el cual contar con una proporción elevada del ingreso en dólares de EE.UU. representa una protección natural; no obstante, el mayor apalancamiento del sector sigue siendo preocupante, especialmente si los precios de la energía cayeran mientras el dólar se aprecia. La deuda en moneda extranjera también es más alta entre las empresas que operan en sectores que carecen de protecciones naturales de los ingresos, especialmente el de los bienes no transables.

### *Riesgos geopolíticos*

La situación que se está atravesando en Ucrania, Oriente Medio y algunas partes de África podría conducir a una escalada de las tensiones y más trastornos del comercio mundial y de las transacciones financieras. Los trastornos del mercado de la energía y otros mercados de materias primas continúan siendo especialmente inquietantes, dada la posibilidad de estallidos de los precios, que, dependiendo de la duración, podrían reducir sustancialmente los ingresos reales y la demanda de los importadores. A nivel más general, la escalada de estas tensiones podría asestar un golpe a la confianza.



### *Estancamiento secular e histéresis*

El riesgo de una falta prolongada de demanda interna atribuible a un ahorro excesivo (eventualidad que analiza a fondo un análisis de escenarios presentado en la edición de octubre de 2014 del informe WEO) continuará siendo motivo de inquietud. En algunas economías avanzadas —especialmente de la zona del euro—, la demanda sigue siendo relativamente débil y las brechas del producto aún son elevadas. Se prevé que la inflación se mantendrá por debajo de la meta más allá del horizonte acostumbrado de la política monetaria y, aun siendo menores que en abril, los riesgos de deflación persisten a niveles elevados en medio de los legados de la crisis y una política monetaria restringida al límite inferior cero (gráfico 1.15, panel 2). Además, tras seis años de débil demanda, la probabilidad de daños al producto potencial es motivo de creciente preocupación, y siguen operando los factores antes mencionados en relación con los riesgos de una disminución del producto potencial.

### *Un escenario de riesgo combinado*

Las posibles repercusiones internacionales de una desaceleración generalizada de los mercados emergentes y las economías en desarrollo se presentan en el recuadro de escenario 1. El escenario incluye la materialización de una serie de riesgos arriba destacados: desaceleración de la inversión y el crecimiento en las economías de mercados emergentes, con especial dureza en las economías con crecimiento más rápido como China e India; consecuente caída de los precios de las materias primas; y alza de las primas por riesgo y depreciación del tipo de cambio en las economías de mercados emergentes. Las implicaciones para el crecimiento de las economías de mercados emergentes y los países en desarrollo serían considerables, con tasas de crecimiento 1,5 a 2 puntos porcentuales más bajas al cabo de cinco años, aunque el modelo no contempla una “interrupción repentina” de los flujos de capitales ni crisis con efectos de contagio. Los efectos de contagio a las economías avanzadas también serían sustanciales, con una contracción del crecimiento de 0,2 a 0,3 puntos porcentuales al cabo de cinco años —dependiendo de la medida en que se agudizara la aversión al riesgo frente a los activos de los mercados emergentes— y una desmejora considerable de los saldos en cuenta corriente, pese a estar parcialmente compensada por la caída de los precios de las materias primas.

## **Políticas**

El aumento del producto efectivo y potencial sigue siendo una prioridad general para las políticas. Las medidas específicamente necesarias dependen del grupo de países y varían también entre los países mismos, aunque existe una necesidad general de reformas estructurales en muchas economías, avanzadas y emergentes por igual. En este sentido, un número mayor de países debería aprovechar las oportunidades que ofrece el abaratamiento de la energía para reformar los impuestos y subsidios energéticos. También es esencial abordar las vulnerabilidades externas en una serie de economías de mercados emergentes y en desarrollo, frente a condiciones externas que ya no son tan propicias.

### **Políticas al servicio del pleno empleo y de una inflación estable en las economías avanzadas**

Dado que las tasas nominales de política monetaria ya han llegado o se aproximan al límite inferior cero en muchos países, conjurar los riesgos que representan para la actividad un bajo nivel de inflación y una prolongada insuficiencia de la demanda continúa siendo una prioridad para la política macroeconómica. En particular, para evitar que las tasas de interés reales suban prematuramente, la política monetaria debe conservar una orientación acomodaticia; entre otras cosas mediante medidas no convencionales (como compras de activos a gran escala, pero también tasas de política monetaria negativas en los casos en que puedan resultar eficaces). Sin embargo, es importante que la combinación global de políticas brinde el respaldo necesario. Los esfuerzos realizados en el ámbito de la política monetaria deberían ir acompañados de esfuerzos por fortalecer los balances y el canal de oferta del crédito, así como del uso activo de políticas macroprudenciales para hacer frente a los riesgos para la estabilidad financiera. También es importante que los países con margen de maniobra para hacerlo adopten medidas de política fiscal complementarias, en pro del restablecimiento del equilibrio mundial, y se necesitan reformas estructurales que apuntalen la demanda, en particular para mejorar la productividad y estimular la inversión. Gestionar una deuda pública elevada en un entorno de crecimiento e inflación bajos también sigue siendo un reto crítico en muchas economías avanzadas. El aumento del ingreso nominal no contribuye demasiado a recortar los coeficientes de deuda en este entorno, y la consolidación fiscal sería la principal vía para lograr

## Recuadro de escenario 1. Desaceleración estructural de las economías de mercados emergentes

Se emplearon dos simulaciones basadas en el Modelo G20 del FMI para examinar el impacto internacional de una desaceleración imprevistamente fuerte del crecimiento del producto potencial de las economías de mercados emergentes. En ambas simulaciones, los inversores esperan una disminución del crecimiento en el futuro, debido a la mayor lentitud de la convergencia y al menor aumento de la productividad, así como a la disminución de las entradas de capitales y al empeoramiento de las condiciones financieras. Por ende, recortan el gasto en inversión por debajo de las perspectivas de la economía mundial (proyecciones de base del informe WEO), causando una contracción de la demanda interna en las economías de mercados emergentes. En particular, la considerable reducción de la inversión y el crecimiento de China —sumada a la desaceleración generalizada en las economías de mercados emergentes— implica un retroceso considerable de los precios de las materias primas, sobre todo de los metales, lo cual empeora los términos de intercambio de los exportadores de materias primas.

Ambas simulaciones suponen que el crecimiento de la inversión en las economías de mercados emergentes disminuirá anualmente alrededor de 4 puntos porcentuales en promedio, en comparación con las proyecciones de base. La disminución varía dentro de las distintas regiones: los países con proyecciones de base más débiles en cuanto al crecimiento a mediano plazo experimentan una caída más pequeña. Esto refleja el supuesto de una desaceleración más generalizada de la convergencia económica en el entorno mundial actual.

La disminución del crecimiento de la inversión y la contracción de la demanda interna que conlleva reducen el producto potencial de las economías de mercados emergentes. El impacto negativo se siente no solo a través de un crecimiento relativamente más bajo del stock de capital, sino también a través de una reducción del crecimiento de la productividad total de los factores. Esto último refleja el supuesto de que hay nueva tecnología plasmada en el nuevo capital. Por ende, la disminución del crecimiento de la inversión se traduce en una tasa de progreso tecnológico más baja, presumiéndose que la caída es proporcional a la desaceleración del crecimiento de la inversión. Además, la contracción de la demanda interna hace subir el desempleo, lo cual, a su vez, reduce la oferta de mano de obra. La depreciación de las aptitudes entre los desempleados empuja al alza la tasa natural de desempleo, y los trabajadores desalentados se retiran de la fuerza laboral.

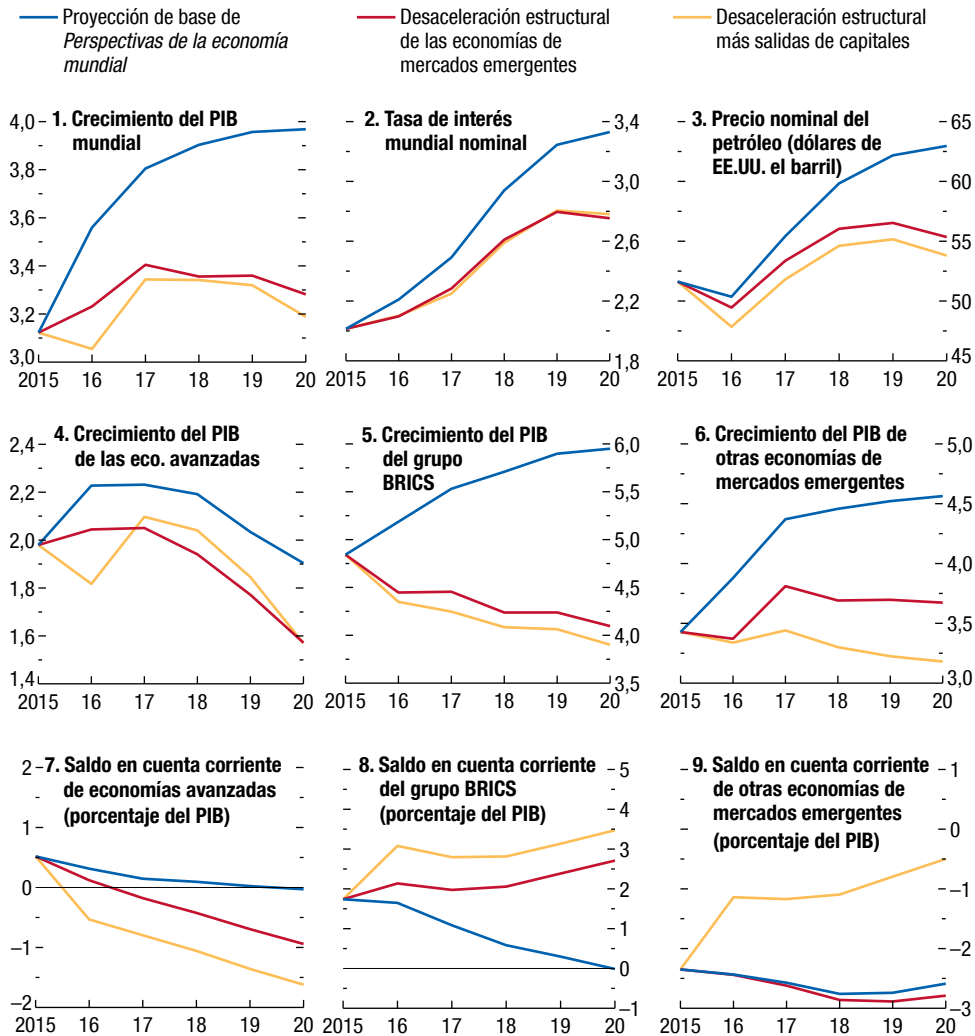
La primera simulación se centra en el lado real del shock; en la segunda, la desaceleración más fuerte del producto potencial incrementa también la aversión al riesgo frente a los activos de mercados emergentes. La razón es que los inversores se preocupan por las perspectivas de rendimiento de los activos y los riesgos de incumplimiento de los préstamos concedidos antes de la contracción del crecimiento previsto. En consecuencia, las primas por riesgo de los activos emitidos por las entidades de estas economías suben 100 puntos básicos al comienzo, y sus monedas se deprecian 10% frente al dólar. El aumento de la aversión al riesgo y las primas es similar a la descompresión de las primas por riesgo en el escenario de trastorno de los mercados internacionales de activos contemplado en la edición de octubre de 2015 del *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*, excepto que en el escenario de riesgo analizado en este recuadro está limitado a las economías de mercados emergentes que generan el shock.

En la primera simulación (líneas rojas del gráfico de escenario 1), el crecimiento de 2016 estaría alrededor de 0,4 puntos porcentuales por debajo del pronóstico de base del informe WEO (líneas azules en el gráfico). El crecimiento económico de las grandes economías de mercados emergentes (Brasil, Rusia, India, China, Sudáfrica) poco a poco se reduciría 1 punto porcentual respecto del nivel de 2015. En comparación con la proyección de base, al cabo de cinco años habría un diferencial de crecimiento considerable, de 2 puntos porcentuales. En otras economías de mercados emergentes, el crecimiento se mantendría más o menos sin cambios respecto de 2015, en lugar de aumentar alrededor de 1 punto porcentual de acuerdo con las proyecciones de base.

El repunte del crecimiento de las economías avanzadas sería menor en 2016. La disminución de las tasas de interés mundiales y la recuperación más atenuada de los precios del petróleo estimularían la demanda interna de estas economías en relación con la proyección de base. El nivel más bajo de las tasas de interés reflejaría tanto la mayor debilidad de la actividad mundial como la respuesta de la política monetaria en el mundo entero. Pero el impacto positivo que tendría en la demanda interna la caída de las tasas de interés y de los precios del petróleo en las economías avanzadas se vería compensado holgadamente por los efectos del debilitamiento de la demanda externa. De hecho, el escenario sugiere un reequilibramiento sustancial de la demanda. Las monedas de las economías de mercados emergentes se depreciarían en términos efectivos

Recuadro de escenario 1 (continuación)

**Gráfico de escenario 1. Escenario de estancamiento de las *Perspectivas de la economía mundial***  
(Porcentaje, salvo indicación en contrario)



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

Nota: BRICS = Brasil, Rusia, India, China, Sudáfrica. Otras economías de mercados emergentes = Albania, Antigua y Barbuda, Argentina, Armenia, Bahamas, Bangladesh, Belarús, Belice, Benin, Bhután, Bolivia, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Burkina Faso, Burundi, Cabo Verde, Camboya, Camerún, Chile, Colombia, Comoras, Costa Rica, Côte d'Ivoire, Djibouti, Dominica, El Salvador, Eritrea, Etiopía, Filipinas, Gambia, Georgia, Ghana, Granada, Guatemala, Guinea, Guyana, Haití, Honduras, Hungría, Indonesia, Islas Salomón, Jamaica, Kenya, Kiribati, Kosovo, Lesotho, Letonia, Liberia, Lituania, Madagascar, Malawi, Maldivas, Malí, Marruecos, Mauricio, Mauritania, México, Moldova, Montenegro, Mozambique, Myanmar, Namibia, Nepal, Níger, Panamá, Papua Nueva Guinea, Paraguay, Perú, República Democrática del Congo, República Democrática Popular Lao, República Dominicana, República Kirguisa, ex República Yugoslava de Macedonia, Rumania, Rwanda, Saint Kitts y Nevis, Samoa, Santa Lucía, Santo Tomé y Príncipe, Senegal, Serbia, Sierra Leona, Sri Lanka, Sudán, Sudán del Sur, Suriname, Swazilandia, Tailandia, Tanzania, Tayikistán, Tonga, Túnez, Turquía, Tuvalu, Ucrania, Uganda, Vanuatu, Vietnam, Zambia, Zimbabwe.

### Recuadro de escenario 1 (continuación)

reales, y las cuentas corrientes de estas economías mejorarían gracias al impacto positivo en la exportación neta. Las economías avanzadas, por el contrario, experimentarían una apreciación real y una desmejora de las cuentas corrientes. Globalmente, los efectos de contagio que produciría en las economías avanzadas la desaceleración estructural de las economías de mercados emergentes serían negativos.

En la segunda simulación, en la cual la desmejora de las perspectivas de crecimiento de las economías de mercados emergentes agudiza también la aversión al riesgo, el crecimiento de las economías de mercados emergentes disminuiría más (líneas amarillas en el gráfico). Aunque las depreciaciones y el deterioro inicial de las condiciones financieras se dispararían poco a poco, se registraría cierto empeoramiento persistente

de las condiciones financieras que sería más o menos proporcional a las desaceleraciones del crecimiento de los mercados emergentes, lo cual pone de relieve la función amplificadora de los canales financieros en la transmisión del shock. El crecimiento mundial no repuntaría en 2016, y el crecimiento promedio sería más bajo en todos los grupos de países en los cinco próximos años. La disminución del crecimiento de las economías de mercados emergentes se vería amortiguada en parte por el aumento de la exportación neta, y los saldos en cuenta corriente mejorarían sustancialmente debido a la debilidad de la demanda interna y la depreciación real. Por otra parte, las economías avanzadas experimentarían una desmejora considerable de los saldos en cuenta corriente como resultado del debilitamiento de la demanda externa y del fortalecimiento de las monedas.

niveles de deuda pública más sostenibles. Ahora bien, si el ritmo de la consolidación no se corresponde con la solidez de las condiciones económicas, podría reducir el crecimiento y someter los precios a una presión a la baja, neutralizando el efecto positivo directo de la consolidación de los coeficientes de deuda.

Dentro de estos lineamientos generales, los retos varían considerablemente según el país.

En la *zona del euro*, el repunte de la actividad constituye un hecho positivo, pero la recuperación sigue siendo leve y desigual. Las brechas del producto todavía son sustanciales, y las proyecciones hacen pensar que la inflación a nivel de la zona del euro se mantendrá por debajo de la meta a mediano plazo. Por ende, el fortalecimiento de la recuperación en toda la zona del euro debe conservar carácter prioritario, para contribuir a restablecer el equilibrio mundial y generar efectos de contagio positivos a través de canales comerciales y financieros.

- En el flanco de la política monetaria, el programa ampliado de compra de activos que puso en marcha el Banco Central Europeo ha afianzado la confianza y distendido las condiciones financieras. Estos esfuerzos deben continuar, respaldados por medidas encaminadas a reforzar los balances bancarios, lo cual ayudaría a mejorar la transmisión de la política monetaria y las condiciones en los mercados de crédito. En este sentido, son prioritarios una supervisión más estricta de los préstamos en mora y medidas tendentes a mejorar los procedimientos de insolvencia y ejecución hipotecaria.

- En el flanco de la política fiscal, los países deberían ceñirse a los compromisos asumidos en virtud del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. No obstante, los países con margen de maniobra fiscal —sobre todo Alemania y los Países Bajos— podrían hacer más por estimular el crecimiento, especialmente poniendo en marcha una inversión en infraestructura muy necesaria y respaldando las reformas estructurales. Los países que no disponen de margen de maniobra fiscal deberían continuar recortando la deuda y cumplir con sus metas fiscales. En general, todos los países deben realizar un reequilibramiento de las cuentas públicas favorable al crecimiento que reduzca los impuestos marginales sobre la mano de obra y el capital, financiados con recortes del gasto improductivo o medidas que amplíen la base tributaria. La rápida implementación de las operaciones del Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas podría promover la recuperación, sobre todo en países con un espacio fiscal limitado.

En *Japón*, las perspectivas a corto plazo de la actividad económica se han debilitado, mientras que las expectativas inflacionarias a mediano plazo están trabadas considerablemente por debajo de la meta de inflación de 2%. Al mismo tiempo, el crecimiento del producto potencial sigue siendo bajo.

- En el flanco de la política monetaria, el Banco de Japón debería estar preparado para una distensión más profunda, preferentemente ampliando las compras de su programa de expansión monetaria cuantitativa y cualitativa para incluir activos a más largo

plazo. Asimismo, debería plantearse la posibilidad de brindar pautas más firmes a los mercados, adoptando un régimen de comunicación más orientado a los pronósticos. De esa manera imprimiría más transparencia a las evaluaciones de las perspectivas de inflación y demostraría su compromiso con la meta de inflación, sobre todo al analizar eventuales cambios a las políticas si la inflación no sigue el rumbo esperado.

- En el ámbito fiscal, el plan de consolidación fiscal de mediano plazo anunciado constituye un ancla útil para guiar la política fiscal. Japón debería proponerse imprimir a la deuda una trayectoria descendente, basada en supuestos económicos realistas, y definir desde el comienzo medidas estructurales específicas de ingreso y gasto.

En *Estados Unidos* están dadas las condiciones para una creación de empleos más vigorosa y una mejora de la situación del mercado laboral, pese al menor aumento de la productividad y a la desmejora de las perspectivas de exportación debido a la drástica apreciación del dólar.

- En lo que respecta a la política monetaria, el principal reto a corto plazo son los plazos y el ritmo de su normalización. Las decisiones del Comité Federal de Mercados Abiertos debería seguir guiándose por los datos, y la primera alza de la tasa de interés de los fondos federales debería esperar hasta que aparezcan indicios más firmes de un avance sostenido de la inflación hacia el objetivo de inflación a mediano plazo de 2% fijado por la Reserva Federal, acompañado de un vigor constante en el mercado laboral. En este momento, una amplia variedad de indicadores apuntan a una mejora notable del mercado laboral, pero hay pocos indicios de una aceleración de las presiones sobre los sueldos y los precios. Independientemente de cuándo ocurra el primer aumento de la tasa de política monetaria, los datos harían pensar que el ritmo de las siguientes alzas debería ser gradual. Seguirá siendo esencial mantener una estrategia de comunicación eficaz, sobre todo en un ambiente de mayor volatilidad de los mercados financieros en el cual los efectos de contagio a través de canales financieros podrían ser sustanciales.
- En el ámbito de la política fiscal, la prioridad sigue siendo acordar un plan de consolidación fiscal a mediano plazo a fin de prepararse para el aumento de los costos fiscales vinculados al envejecimiento de la población, evitando al mismo tiempo cambios desestabilizantes de la orientación fiscal a corto plazo debido a la parálisis política. Un plan fiscal a

mediano plazo creíble tendrá que incluir un nivel más alto de ingresos tributarios.

### *Reformas estructurales*

Según las proyecciones, el crecimiento del producto potencial de las economías avanzadas seguirá siendo débil, en comparación con los niveles previos a la crisis. Las principales razones de la timidez de este pronóstico son el envejecimiento de la población, que está detrás de la proyección de bajo crecimiento y la posible disminución del empleo tendencial en el contexto de las políticas que están afectando a la participación en la fuerza laboral, y el débil aumento de la productividad. Por ende, una de las primeras prioridades para las políticas estructurales consiste en fortalecer tanto la participación en la fuerza laboral como el empleo tendencial.

- En Japón, la eliminación de desincentivos tributarios y la mayor disponibilidad de guarderías a través de la desregulación contribuirían a promover más la participación de la mujer en la fuerza laboral. Un uso más intensivo de la mano de obra extranjera y la adopción de incentivos para que los trabajadores de mayor edad sigan trabajando también deberían contribuir a evitar la disminución del empleo tendencial.
- En la zona del euro, donde diversos tipos de desempleo —estructural, a largo plazo y juvenil— son elevados en muchas economías, un importante motivo de inquietud es la pérdida de aptitudes y su efecto en el empleo tendencial. Además de las políticas macroeconómicas encaminadas a estimular la demanda, las prioridades incluyen la eliminación de desincentivos al empleo —por ejemplo, reduciendo la cuña fiscal laboral—, así como programas de capacitación mejor focalizados y políticas laborales activas.
- En Estados Unidos, la ampliación del crédito impositivo por ingreso del trabajo, la mejora de las prestaciones familiares (incluida la asistencia para el cuidado infantil), y la reforma inmigratoria contribuirían a estimular la oferta de mano de obra. Promover el crecimiento de la productividad mediante políticas estructurales no es tarea fácil. Pero una serie de medidas estructurales de gran prioridad probablemente fomentaría la productividad a través de los efectos directos o indirectos en la inversión (a medida que la nueva tecnología queda plasmada en capital nuevo) y a través de los efectos que las reformas del mercado laboral tengan en los incentivos de aprendizaje y desarrollo del capital humano.
- En una serie de economías avanzadas (incluidos varios países de la zona del euro, así como Estados



Unidos), hay razones contundentes para incrementar la inversión en infraestructura. Además de estimular el producto potencial a mediano plazo —en parte al imprimir mayor eficiencia a la inversión privada—, esa inversión también brindaría un respaldo a corto plazo muy necesario a la demanda interna de algunas de estas economías.

- En las economías de la zona del euro, es crítico reducir los obstáculos al ingreso de los mercados de productos y reformar las regulaciones laborales que obstaculizan el ajuste. En las economías deudoras, estos cambios reforzarían la competitividad externa y contribuirían a sustentar los avances del ajuste externo mientras las economías se recuperan; entre tanto, en las economías acreedoras, fortalecerían más que nada la inversión y el empleo. Además, habría que avanzar en la implementación de la Directiva “Servicios” de la Unión Europea, promover los acuerdos de libre comercio, e integrar los mercados de capital y energía, lo cual podría fomentar la productividad. Como ya se indicó, emprendiendo reformas que aborden el sobreendeudamiento que ha quedado como legado (por ejemplo, solucionando los préstamos en mora, facilitando los acuerdos extrajudiciales y mejorando los regímenes de insolvencia) se promovería la recuperación de la oferta y la demanda de crédito.
- En Japón es necesario darle prioridad a una reforma estructural más decisiva (la tercera flecha de la abeonomía). Las medidas que incrementen la participación en la fuerza laboral son esenciales, como se explica arriba, pero también hay margen para incrementar la productividad en el sector de los servicios mediante la desregulación, vigorizar la productividad de la mano de obra reduciendo la dualidad del mercado laboral, y respaldar la inversión mediante la reforma de la gobernabilidad empresarial y la mejora del suministro de capital de riesgo por parte del sistema financiero.

### Políticas que permitan fomentar el crecimiento y manejar las vulnerabilidades de las economías de mercados emergentes y en desarrollo

Las autoridades de las economías de mercados emergentes se enfrentan al reto de lidiar con la desaceleración del crecimiento, condiciones externas más difíciles y vulnerabilidades más agudas después de más o menos una década de crecimiento vigoroso. Aunque la resiliencia a los shocks externos ha aumentado en muchas

economías de mercados emergentes gracias a la flexibilización del tipo de cambio, el aumento de las reservas en divisas, el robustecimiento de los patrones de financiamiento externo y el afianzamiento generalizado de los marcos de política, hay una serie de importantes retos para las políticas y disyuntivas que es necesario tener en cuenta.

- *El volumen de capacidad económica ociosa podría ser pequeño a pesar de la desaceleración del crecimiento.* Un factor importante en la calibración de las políticas macroeconómicas es el volumen de la capacidad económica ociosa. Esta quizá sea más pequeña que lo que llevaría a pensar la sustancial desaceleración del crecimiento registrada desde 2011 en muchas economías de mercados emergentes, dado que la desaceleración del crecimiento refleja en parte un regreso cíclico al producto potencial tras un sobrecalentamiento producido por amplios auges de la inversión y el crédito, alimentados a su vez por factores tales como el aumento de los precios de las materias primas y la mejora de las condiciones financieras para las economías de mercados emergentes<sup>11</sup>. Además, como explica el capítulo 2, en los países cuyo crecimiento se enfrió en parte por efecto del abaratamiento de las materias primas, el crecimiento del producto potencial probablemente también haya disminuido y podría disminuir aún más, ya que las perspectivas de los precios de las materias primas se han deteriorado. La evidencia de una desaceleración del aumento de la productividad en las grandes economías de mercados emergentes durante los últimos años exacerba estas preocupaciones<sup>12</sup>.
- *Las condiciones monetarias han mejorado gracias a la depreciación de los tipos de cambio, pero las vulnerabilidades podrían limitar el grado de distensión monetaria.* En un entorno de mayor flexibilidad cambiaria, la depreciación sustancial que han experimentado en términos efectivos reales las monedas de muchas economías de mercados emergentes ha contribuido a relajar las condiciones monetarias. Ahora bien, decidir si las condiciones económicas también justifican una distensión de la política monetaria plantea una disyuntiva difícil. Las tasas reales de política monetaria ya se encuentran por debajo de las tasas naturales en muchas economías, y el hecho de recortarlas podría producir una nueva depreciación

<sup>11</sup>Véase el recuadro 1.2 de la edición de octubre de 2013 del informe WEO.

<sup>12</sup>Véase el capítulo 3 de la edición de abril de 2015 del informe WEO.

sustancial. Esto podría exacerbar los riesgos para la estabilidad financiera, en vista de los riesgos que encierran el mayor apalancamiento empresarial y la exposición de los balances a monedas extranjeras en muchas economías de mercados emergentes (situación que analiza el capítulo 3 de la edición de octubre de 2015 del informe GFSR). Además, si los marcos de política monetaria carecen de credibilidad o si se pone a prueba la credibilidad de las políticas, preocupa la posibilidad de que la depreciación conduzca a un nivel de precios persistentemente más elevado y de que se autoalimente, algo especialmente preocupante en un momento en que la inflación ya está por encima de la meta.

- *La probabilidad de una mayor depreciación de las monedas de las economías de mercados emergentes quizá requiera marcos regulatorios y macroprudenciales más sólidos.* Las economías de mercados emergentes y en desarrollo que no se apoyan en paridades cambiarias deben estar preparadas para permitir que el tipo de cambio responda a shocks externos adversos. En algunos países, esto quizá exija reforzar la credibilidad de los marcos de política monetaria y fiscal; al mismo tiempo, las exposiciones de los balances a los riesgos cambiarios deben mantenerse dentro de límites manejables. Esto último conlleva la necesidad de hacer cumplir o (en caso necesario) de reforzar la regulación y la supervisión prudencial, así como de contar con marcos macroprudenciales adecuados.
- *La agudización de las vulnerabilidades también podría plantear una disyuntiva en el terreno fiscal.* Los coeficientes de deuda pública son relativamente bajos en una serie de economías de mercados emergentes, aunque los déficits presupuestarios por lo general se encuentran por encima de los niveles previos a la crisis, pese a la sólida recuperación que siguió a la crisis financiera internacional. La expansión fiscal podría apuntalar la demanda en los casos en que las brechas del producto sean elevadas y la política monetaria se encuentre limitada, pero a la vez haría recrudecer las vulnerabilidades en el contexto actual, principalmente debido al peligro de que —en un contexto más amplio caracterizado por el riesgo de que los flujos de capitales cambien de dirección— aumenten las primas por riesgo país. Por ende, las economías con vulnerabilidades fiscales preexistentes probablemente dispongan de un margen de maniobra limitado en el terreno fiscal. Además, en las economías cuyas perspectivas de crecimiento a mediano

plazo han sido revisadas a la baja, la política fiscal quizá deba adaptarse a un nivel más bajo de ingreso fiscal en situación de pleno empleo, una cuestión de primer orden especialmente para los exportadores de materias primas, dado su abaratamiento.

Más allá del contexto común, las consideraciones de política económica para los exportadores netos de materias primas generalmente difieren de aquellas para importadores netos de materias primas.

- En muchos importadores netos, la caída de los precios de las materias primas ha aliviado la presión inflacionaria y reducido las vulnerabilidades externas gracias a las ventajas inesperadas relativas a los términos de intercambio. En consecuencia, la tensión entre apuntalar la demanda si hay capacidad económica ociosa y reducir las vulnerabilidades macroeconómicas es menos pronunciada. Algunos importadores con subsidios vinculados a las materias primas han aprovechado los beneficios inesperados de la caída de los precios del petróleo para incrementar el ahorro del sector público y reforzar los saldos fiscales. La decisión de utilizar o no el margen de maniobra más amplio del que goza ahora la política fiscal depende de la magnitud de la capacidad económica ociosa, la fortaleza de la situación fiscal de la economía y la necesidad de reformas estructurales o de un gasto promotor del crecimiento (por ejemplo, en infraestructura).
- En los exportadores de materias primas, los saldos fiscales han empeorado y las vulnerabilidades externas y fiscales han recrudecido. La urgencia con que es necesario ajustar las políticas varía considerablemente, según los amortiguadores fiscales. Los exportadores que cuentan con un margen de protección pueden permitirse un ajuste gradual del gasto público para no exacerbar la desaceleración. No obstante, como se prevé que parte de la baja de los precios de las materias primas sea permanente, será importante evaluar las implicaciones para el ingreso y planificar un ajuste fiscal. En el caso de los exportadores cuyas políticas gozan de un margen de maniobra limitado, permitir una depreciación sustancial del tipo de cambio será la vía principal para amortiguar el impacto del shock de los precios de las materias primas en sus economías. Como lo explica la edición de octubre de 2015 del informe *Monitor Fiscal*, el debilitamiento de las perspectivas de los precios de las materias primas también pone de relieve el hecho de que algunos exportadores quizá tengan que poner al día los marcos de política

fiscal para reflejar la incertidumbre en torno a los mercados de materias primas y establecer un ancla a más largo plazo que guíe las decisiones de política.

En cuanto a las políticas necesarias en las economías de mercados emergentes grandes, las autoridades de *China* se enfrentan al reto de lograr tres objetivos simultáneamente: evitar una drástica desaceleración del crecimiento en medio de la transición hacia patrones de crecimiento más sostenibles, mitigar las vulnerabilidades generadas por el apalancamiento excesivo que dejó como secuela el boom de crédito e inversión, y reforzar el papel que juegan las fuerzas de mercado en la economía. Probablemente se necesite un refuerzo ligeramente mayor de las políticas para evitar que el crecimiento disminuya drásticamente, pero será crítico que las autoridades sigan avanzando en la implementación de las reformas estructurales para que el consumo privado pueda compensar parte de la inactividad atribuible al atenuado crecimiento de la inversión. El núcleo de las reformas consiste en lograr que los mecanismos de mercado desempeñen un papel más decisivo en la economía, eliminar las distorsiones y fortalecer las instituciones. Entre los ejemplos cabe mencionar reformas del sector financiero para afianzar la regulación y la supervisión, liberalizar las tasas de depósito, promover el uso de las tasas de interés como instrumento de política monetaria y eliminar las garantías implícitas generalizadas; reformas fiscales y de la seguridad social; y reformas de las empresas estatales, entre otras cosas nivelando el campo de juego entre el sector público y el privado. La reciente modificación del régimen cambiario de China ofrece un fundamento para un tipo de cambio más determinado por el mercado, pero mucho depende de la implementación. Un tipo de cambio flotante promoverá la autonomía de la política monetaria y contribuirá a que la economía se ajuste a los shocks externos, a medida que China continúa integrándose tanto a la economía mundial como a los mercados financieros internacionales.

En *India*, las perspectivas de crecimiento a corto plazo siguen siendo favorables, y la disminución del déficit en cuenta corriente ha mitigado las vulnerabilidades externas. La caída de la inflación, que ha ocurrido más rápido de lo previsto, ha abierto un margen de maniobra para plantearse modestos recortes de la tasa de política monetaria nominal, pero la tasa de política monetaria real debe seguir siendo restrictiva para que la inflación retroceda a la meta a mediano plazo, dados los riesgos al alza que la rodean. También es esencial continuar con la consolidación fiscal, que, sin embargo, debería

ser más propicia para el crecimiento (reforma tributaria, recorte de subsidios). Dadas las tensiones a las que se encuentran sometidos los balances del sector empresarial y bancario, se debería reforzar la regulación del sector financiero, incrementar el provisionamiento y reforzar la recuperación de deudas. Las reformas estructurales deberían centrarse en reducir las limitaciones de larga data que pesan sobre la oferta en los sectores de la energía, la minería y la electricidad. Entre las prioridades corresponde mencionar la fijación de precios de mercado para los recursos naturales a fin de estimular la inversión, la solución de los retrasos en la implementación de proyectos de infraestructura, y la mejora de los marcos de política en los sectores de la electricidad y la minería.

Varios años de deterioro de las perspectivas de crecimiento a mediano plazo hacen pensar que ha llegado la hora de que también las grandes economías de mercados emergentes se vuelquen a importantes reformas estructurales para incrementar la productividad y el crecimiento de manera duradera. Aunque la desaceleración del crecimiento estimado de la productividad total de los factores observada en las grandes economías de mercados emergentes es en parte una implicación natural del avance reciente hacia la convergencia, como explica el capítulo 3 de la edición de abril de 2015 del informe WEO, preocupa que el crecimiento del producto potencial sea excesivamente dependiente de la acumulación de factores en algunas economías. Lógicamente, el programa de reformas estructurales varía según el país, pero entre otras cosas requiere eliminar los estrangulamientos de infraestructura en el sector de la electricidad (India, Indonesia, Sudáfrica); rebajar los límites al comercio y la inversión y mejorar el clima empresarial (Brasil, Indonesia, Rusia); e implementar reformas a la educación y a los mercados de trabajo y de productos para estimular la competitividad y la productividad (Brasil, China, India, Sudáfrica), así como la prestación de servicios públicos (Sudáfrica).

### Las políticas de los países de bajo ingreso

El crecimiento se ha mantenido a niveles elevados en los países de bajo ingreso tomados como grupo, pero se ha atenuado en las economías de mercados emergentes. Sin embargo, en vista de la débil actividad de las economías avanzadas, la desaceleración de las economías de mercados emergentes y la caída de los precios de las materias primas, las perspectivas de crecimiento de los países de bajo ingreso a partir de 2015 han sufrido una revisión a la baja. Además, el mayor acceso

al financiamiento en los mercados externos ha aumentado la exposición de algunos países de bajo ingreso a una posible desmejora de las condiciones financieras mundiales.

Las políticas deben responder a la multiplicación de los retos y las vulnerabilidades. En algunos países, los saldos fiscales deben mejorar contra un trasfondo marcado por la caída de los ingresos generados por las materias primas y otras exportaciones, sumada a la posibilidad de que el crecimiento se modere en el futuro. Las necesidades concretas varían según el país, pero entre las prioridades generales cabe mencionar la ampliación de la base de recaudación y el ajuste del gasto no esencial, sin sacrificar el gasto de capital esencial para eliminar las lagunas en términos de infraestructura y gasto social.

En muchos países de bajo ingreso, la flexibilización del tipo de cambio facilitará el ajuste al deterioro de las condiciones financieras y de la demanda externa. Ahora bien, esa flexibilidad quizá requiera una orientación más restrictiva de la política macroeconómica y un fortalecimiento del marco de política monetaria para limitar efectos de segunda ronda perjudiciales para los precios internos. En el caso de los exportadores de materias primas, especialmente los que cuentan con márgenes de protección limitados, la consolidación fiscal tendrá que ajustarse a la caída de los ingresos generados por las materias primas. Además, necesitarán un ancla a más largo plazo para la política fiscal, dada la incertidumbre que rodea los precios de las materias primas. El ancla debería crear suficientes amortiguadores fiscales a largo plazo para afrontar shocks fuertes y persistentes, y, cuando corresponda, el agotamiento de los recursos. También será crítico que los exportadores de materias primas manejen con cuidado las exposiciones en moneda extranjera que tienen en los balances.

Los países de bajo ingreso también deben avanzar hacia el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible, que reemplazaron a los Objetivos de Desarrollo del Milenio en septiembre. El progreso logrado con los Objetivos de Desarrollo del Milenio fue desigual, y la crisis financiera internacional en muchos casos anuló los logros ganados con tanto esfuerzo. Los Estados más pobres, los frágiles y los afectados por conflictos continúan enfrentándose a retos difíciles en pos de las prioridades en materia de desarrollo.

Las medidas encaminadas a abordar los retos para el crecimiento y las vulnerabilidades antes mencionadas serán importantes para poder avanzar hacia estas metas

de desarrollo. También lo serán las políticas destinadas a promover la movilización sostenible de los recursos para estimular el crecimiento y promover la diversificación de la economía. Las prioridades varían según el país, pero en términos generales incluyen políticas que permitan fortalecer el ingreso fiscal, promover la profundización financiera y atraer flujos de capitales extranjeros. La comunidad internacional, incluidas las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes sistémicamente importantes, también deberán brindar un importante respaldo para mantener un ambiente externo propicio. Entre las prioridades, cabe mencionar una liberalización más profunda del comercio internacional, el suministro de ayuda y asistencia técnica para el desarrollo, la conclusión de un programa internacional de reformas regulatorias, y la cooperación en cuestiones atinentes a la tributación internacional y el cambio climático.

## Anexo 1.1. Proyecciones regionales

Los cuadros de este anexo figuraban en el capítulo 2 “Perspectivas regionales y nacionales”, que ha pasado a formar parte del capítulo 1. A partir de esta edición de *Perspectivas de la economía mundial*, estos cuadros aparecerán en este anexo del capítulo 1. Para comodidad del lector, la siguiente lista muestra el número antiguo y nuevo de cada cuadro:

Número (nuevo) del cuadro del anexo	Título	Número antiguo
1.1.1	PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de Europa	2.2
1.1.2	PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de Asia y el Pacífico	2.3
1.1.3	PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de las Américas	2.4
1.1.4	PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de la Comunidad de Estados Independientes	2.5
1.1.5	PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	2.6
1.1.6	PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de África subsahariana	2.7

**Cuadro del anexo 1.1.1. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de Europa**  
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>Europa</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	...	...	...
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>10,2</b>	<b>9,6</b>	<b>9,2</b>
Zona del euro <sup>4,5</sup>	0,9	1,5	1,6	0,4	0,2	1,0	2,0	3,2	3,0	11,6	11,0	10,5
Alemania	1,6	1,5	1,6	0,8	0,2	1,2	7,4	8,5	8,0	5,0	4,7	4,7
Francia	0,2	1,2	1,5	0,6	0,1	1,0	-0,9	-0,2	-0,4	10,3	10,2	9,9
Italia	-0,4	0,8	1,3	0,2	0,2	0,7	1,9	2,0	2,3	12,7	12,2	11,9
España	1,4	3,1	2,5	-0,2	-0,3	0,9	0,8	0,9	1,1	24,5	21,8	19,9
Países Bajos	1,0	1,8	1,9	0,3	1,0	1,3	10,2	9,6	9,2	7,4	7,2	7,0
Bélgica	1,1	1,3	1,5	0,5	0,7	1,1	1,6	2,1	2,1	8,5	8,5	8,3
Austria	0,4	0,8	1,6	1,5	1,0	1,7	0,7	1,6	1,7	5,6	5,8	5,6
Grecia	0,8	-2,3	-1,3	-1,5	-0,4	0,0	0,9	0,7	1,5	26,5	26,8	27,1
Portugal	0,9	1,6	1,5	-0,2	0,6	1,3	0,6	0,7	1,6	13,9	12,3	11,3
Irlanda	5,2	4,8	3,8	0,3	0,2	1,5	3,6	3,2	3,0	11,3	9,6	8,5
Finlandia	-0,4	0,4	0,9	1,2	0,0	1,3	-1,9	-1,1	-0,7	8,7	9,5	9,5
República Eslovaca	2,4	3,2	3,6	-0,1	-0,1	1,4	0,1	0,1	0,1	13,2	11,9	11,1
Lituania	2,9	1,8	2,6	0,2	-0,4	1,6	0,1	-2,2	-2,4	10,7	10,6	10,0
Eslovenia	3,0	2,3	1,8	0,2	-0,4	0,7	7,0	6,7	6,2	9,7	8,7	8,1
Luxemburgo	5,6	4,4	3,4	0,7	0,3	1,6	5,1	5,6	5,6	7,2	6,9	6,8
Letonia	2,4	2,2	3,3	0,7	0,4	1,8	-3,1	-1,7	-2,7	10,8	10,4	10,2
Estonia	2,9	2,0	2,9	0,5	0,2	1,6	0,1	0,6	0,3	7,4	6,8	6,5
Chipre	-2,3	0,5	1,4	-0,3	-1,0	0,9	-4,5	-4,2	-3,8	16,1	16,0	15,0
Malta	3,5	3,4	3,5	0,8	1,0	1,4	3,3	1,5	1,3	5,9	5,7	5,5
Reino Unido <sup>5</sup>	3,0	2,5	2,2	1,5	0,1	1,5	-5,9	-4,7	-4,3	6,2	5,6	5,5
Suiza	1,9	1,0	1,3	0,0	-1,1	-0,2	7,3	7,2	7,0	3,2	3,4	3,6
Suecia	2,3	2,8	3,0	0,2	0,5	1,1	6,2	6,7	6,7	7,9	7,7	7,6
Noruega	2,2	0,9	1,3	2,0	2,3	2,2	9,4	7,0	5,4	3,5	4,2	4,3
República Checa	2,0	3,9	2,6	0,4	0,4	1,5	0,6	1,7	1,2	6,1	5,2	4,9
Dinamarca	1,1	1,6	2,0	0,6	0,5	1,8	6,3	7,0	7,2	6,5	6,2	6,0
Islandia	1,8	4,8	3,7	2,0	2,1	4,5	3,4	4,6	3,4	5,0	4,3	4,1
San Marino	-1,0	1,0	1,1	1,1	0,4	0,9	...	...	...	8,7	8,4	7,9
<b>Economías emergentes y en desarrollo de Europa<sup>6</sup></b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,4</b>	...	...	...
Turquía	2,9	3,0	2,9	8,9	7,4	7,0	-5,8	-4,5	-4,7	9,9	10,8	11,2
Polonia	3,4	3,5	3,5	0,0	-0,8	1,0	-1,3	-0,5	-1,0	9,0	7,5	7,2
Rumania	2,8	3,4	3,9	1,1	-0,4	-0,2	-0,4	-0,7	-1,5	6,8	6,9	6,8
Hungría	3,6	3,0	2,5	-0,2	0,3	2,3	4,0	5,0	4,3	7,8	7,3	7,0
Bulgaria <sup>5</sup>	1,7	1,7	1,9	-1,6	-0,8	0,6	0,0	1,0	0,2	11,5	10,3	9,7
Serbia	-1,8	0,5	1,5	2,1	1,6	3,4	-6,0	-4,0	-3,8	19,7	20,6	21,8
Croacia	-0,4	0,8	1,0	-0,2	-0,4	1,1	0,7	1,7	1,5	17,1	16,6	16,1

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

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

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

<sup>4</sup>Los datos de Lituania se incluyen en los datos agregados para la zona del euro, pero no se incluyeron en la edición de abril de 2015 del informe WEO. Se presenta el saldo en cuenta corriente con corrección de discrepancias en las declaraciones sobre transacciones dentro de la zona del euro.

<sup>5</sup>Basado en el índice armonizado de precios al consumidor de Eurostat.

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



**Cuadro del anexo 1.1.2. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de Asia y el Pacífico**  
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>Asia</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	...	...	...
<b>Economías avanzadas de Asia</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>
Japón	-0,1	0,6	1,0	2,7	0,7	0,4	0,5	3,0	3,0	3,6	3,5	3,5
Corea	3,3	2,7	3,2	1,3	0,7	1,8	6,3	7,1	6,7	3,5	3,7	3,5
Australia	2,7	2,4	2,9	2,5	1,8	2,6	-3,0	-4,0	-4,1	6,1	6,3	6,2
Taiwan, provincia china de	3,8	2,2	2,6	1,2	-0,1	1,0	12,4	12,4	11,8	4,0	4,0	4,0
Singapur	2,9	2,2	2,9	1,0	0,0	1,8	19,1	20,8	18,0	2,0	2,0	2,0
Hong Kong, RAE de	2,5	2,5	2,7	4,4	2,9	3,0	1,9	2,2	2,5	3,2	3,2	3,1
Nueva Zelanda	3,3	2,2	2,4	1,2	0,2	1,5	-3,3	-4,7	-5,6	5,7	5,8	5,8
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	<b>6,8</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	...	...	...
China	7,3	6,8	6,3	2,0	1,5	1,8	2,1	3,1	2,8	4,1	4,1	4,1
India	7,3	7,3	7,5	5,9	5,4	5,5	-1,3	-1,4	-1,6	...	...	...
<b>ASEAN-5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	...	...	...
Indonesia	5,0	4,7	5,1	6,4	6,8	5,4	-3,0	-2,2	-2,1	6,1	5,8	5,6
Tailandia	0,9	2,5	3,2	1,9	-0,9	1,5	3,3	6,2	5,4	0,8	0,8	0,8
Malasia	6,0	4,7	4,5	3,1	2,4	3,8	4,3	2,2	2,1	2,9	3,0	3,0
Filipinas	6,1	6,0	6,3	4,2	1,9	3,4	4,4	5,0	4,5	6,8	6,3	6,0
Vietnam	6,0	6,5	6,4	4,1	2,2	3,0	4,9	0,7	-0,9	2,5	2,5	2,5
<b>Otras economías emergentes y en desarrollo de Asia<sup>4</sup></b>	<b>6,6</b>	<b>6,6</b>	<b>6,7</b>	<b>5,9</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,7</b>	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
Economías emergentes de Asia <sup>5</sup>	6,8	6,5	6,3	3,4	2,8	3,1	1,5	2,2	2,0	...	...	...

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

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

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

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

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

### Cuadro del anexo 1.1.3. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de las Américas

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>América del Norte</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,8</b>	...	...	...
Estados Unidos	2,4	2,6	2,8	1,6	0,1	1,1	-2,2	-2,6	-2,9	6,2	5,3	4,9
Canadá	2,4	1,0	1,7	1,9	1,0	1,6	-2,1	-2,9	-2,3	6,9	6,8	6,8
México	2,1	2,3	2,8	4,0	2,8	3,0	-1,9	-2,4	-2,0	4,8	4,3	4,0
<b>América del Sur<sup>4</sup></b>	<b>0,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>9,9</b>	<b>15,8</b>	<b>15,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,3</b>	...	...	...
Brasil	0,1	-3,0	-1,0	6,3	8,9	6,3	-4,4	-4,0	-3,8	4,8	6,6	8,6
Argentina <sup>5,6</sup>	0,5	0,4	-0,7	...	16,8	25,6	-1,0	-1,8	-1,6	7,3	6,9	8,4
Colombia	4,6	2,5	2,8	2,9	4,4	3,5	-5,2	-6,2	-5,3	9,1	9,0	8,9
Venezuela	-4,0	-10,0	-6,0	62,2	159,1	204,1	5,3	-3,0	-1,9	8,0	14,0	18,1
Chile	1,9	2,3	2,5	4,4	4,4	3,7	-1,2	-0,7	-1,6	6,4	6,6	7,0
Perú	2,4	2,4	3,3	3,2	3,2	2,8	-4,0	-3,7	-3,8	6,0	6,0	6,0
Ecuador	3,8	-0,6	0,1	3,6	4,1	2,9	-0,6	-2,6	-2,8	3,8	4,7	5,0
Bolivia	5,5	4,1	3,5	5,8	4,3	4,9	0,0	-4,5	-5,0	4,0	4,0	4,0
Uruguay	3,5	2,5	2,2	8,9	8,4	8,1	-4,4	-3,7	-3,7	6,6	6,6	7,0
Paraguay	4,4	3,0	3,8	5,0	3,3	4,2	0,1	-2,0	-1,9	5,5	5,5	5,5
<b>América Central<sup>7</sup></b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>	<b>2,1</b>	<b>3,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,9</b>	...	...	...
<b>El Caribe<sup>8</sup></b>	<b>4,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,1</b>	<b>4,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,3</b>	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>												
América Latina y el Caribe <sup>9</sup>	1,3	-0,3	0,8	7,9	11,2	10,7	-3,0	-3,3	-3,0	...	...	...
Excluido Argentina	1,4	-0,3	0,9	7,9	11,2	10,7	-3,2	-3,5	-3,2	...	...	...
Unión Monetaria del Caribe Oriental <sup>10</sup>	2,7	2,5	2,2	1,1	-0,1	1,5	-14,3	-12,9	-12,9	...	...	...

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

<sup>1</sup>La variación de los precios al consumidor se indica como promedio anual. Los datos correspondientes a los precios al consumidor de Argentina no están incluidos en los datos agregados para América Latina y el Caribe y América del Sur. Las variaciones de diciembre a diciembre pueden encontrarse en los cuadros A6 y A7 del apéndice estadístico.

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

<sup>4</sup>Incluye Guyana y Suriname. Véase la nota 6 sobre precios al consumidor.

<sup>5</sup>Las cifras de Argentina son los datos oficiales declarados, revisados en mayo de 2014. El 1 de febrero de 2013 el FMI emitió una declaración de censura, y en diciembre de 2013 instó a Argentina a adoptar medidas especificadas para mejorar la calidad de los datos oficiales del PBI dentro de un calendario especificado. El 3 de junio de 2015, el Directorio Ejecutivo reconoció las conversaciones en curso con las autoridades argentinas y el avance concreto en remediar las deficiencias en el suministro de datos desde 2013, pero observó que algunas de las medidas especificadas que había solicitado para fines de febrero de 2015 no se habían implementado completamente. El Directorio Ejecutivo volverá a examinar esta cuestión nuevamente el 15 de julio de 2016 y en consonancia con los procedimientos establecidos en el marco jurídico del FMI.

<sup>6</sup>A partir de diciembre de 2013, los datos de precios al consumidor reflejan el nuevo Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU), que difiere sustancialmente del anterior IPC (el IPC del Gran Buenos Aires, IPC-GBA). Dadas las diferencias en cobertura geográfica, ponderaciones, muestreo y metodología, los datos del IPCNU no pueden compararse directamente con los datos del anterior IPC-GBA. Debido a este corte estructural en los datos, en la edición de octubre de 2015 de *Perspectivas de la economía mundial* no se presentan los datos sobre la inflación del IPC promedio para 2014. Tras una declaración de censura emitida por el FMI el 1 de febrero de 2013, la divulgación pública de un nuevo IPC nacional a más tardar a fines de marzo de 2014 fue una de las medidas especificadas en la decisión del Directorio Ejecutivo del FMI de diciembre de 2013 en la que se solicitaba a Argentina que abordara la calidad de los datos oficiales de su IPC. El 3 de junio de 2015 el Directorio Ejecutivo reconoció las conversaciones en curso con las autoridades argentinas y el avance concreto en remediar las deficiencias en el suministro de datos desde 2013, pero observó que algunas de las medidas especificadas que había solicitado para fines de febrero de 2015 no se habían implementado completamente. El Directorio Ejecutivo volverá a examinar esta cuestión nuevamente el 15 de julio de 2016 y en consonancia con los procedimientos establecidos en el marco jurídico del FMI.

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

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

<sup>9</sup>América Latina y el Caribe incluye México y las economías del Caribe, América Central y América del Sur. Véase también la nota 6 relacionada con los precios al consumidor.

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

**Cuadro del anexo 1.1.4. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de la Comunidad de Estados Independientes**

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>Comunidad de Estados Independientes<sup>4</sup></b>	<b>1,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,5</b>	<b>8,1</b>	<b>15,9</b>	<b>8,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	...	...	...
<b>Exportadores netos de energía</b>	<b>1,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,4</b>	<b>7,5</b>	<b>13,9</b>	<b>8,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	...	...	...
Rusia	0,6	-3,8	-0,6	7,8	15,8	8,6	3,2	5,0	5,4	5,2	6,0	6,5
Kazajistán	4,3	1,5	2,4	6,7	6,3	8,6	2,1	-3,0	-4,1	5,0	5,0	5,0
Uzbekistán	8,1	6,8	7,0	8,4	9,7	9,2	1,7	0,2	0,3	...	...	...
Azerbaiyán	2,8	4,0	2,5	1,4	5,0	4,2	14,1	3,0	2,7	6,0	6,0	6,0
Turkmenistán	10,3	8,5	8,9	6,0	7,0	6,0	-5,8	-13,6	-12,1	...	...	...
<b>Importadores netos de energía</b>	<b>-2,6</b>	<b>-5,5</b>	<b>1,1</b>	<b>12,2</b>	<b>30,9</b>	<b>12,6</b>	<b>-6,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,1</b>	...	...	...
Ucrania <sup>5</sup>	-6,8	-9,0	2,0	12,1	50,0	14,2	-4,7	-1,7	-1,6	9,3	11,5	11,0
Belarús	1,6	-3,6	-2,2	18,1	15,1	14,2	-6,7	-4,9	-4,3	0,5	0,5	0,5
Georgia	4,8	2,0	3,0	3,1	3,7	5,0	-9,7	-10,7	-9,6	...	...	...
Armenia	3,4	2,5	2,2	3,0	4,3	3,4	-7,3	-5,9	-6,4	18,0	17,9	17,7
Tayikistán	6,7	3,0	3,4	6,1	10,8	8,2	-9,2	-7,5	-6,1	...	...	...
República Kirguisa	3,6	2,0	3,6	7,5	8,3	9,0	-16,8	-17,7	-15,7	7,6	7,5	7,4
Moldova	4,6	-1,0	1,5	5,1	8,4	7,4	-3,7	-6,2	-6,4	3,9	7,0	6,0
<i>Partidas informativas</i>												
Cáucaso y Asia central <sup>6</sup>	5,3	3,7	4,0	5,8	6,8	7,4	2,0	-3,4	-3,8	...	...	...
Países de bajo ingreso de la CEI <sup>7</sup>	6,7	4,8	5,4	6,9	8,5	8,1	-3,3	-3,8	-3,4	...	...	...
Exportadores netos de energía, excluido Rusia	5,4	3,8	4,1	5,9	6,8	7,6	3,3	-2,7	-3,2	...	...	...

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

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

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Porcentaje. Las definiciones nacionales del desempleo pueden variar.

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

<sup>5</sup>A partir de 2014 excluye Crimea y Sebastopol.

<sup>6</sup>Cáucaso y Asia central comprenden Armenia, Azerbaiyán, Georgia, Kazajistán, la República Kirguisa, Tayikistán, Turkmenistán y Uzbekistán.

<sup>7</sup>Las economías de bajo ingreso de la CEI comprenden Armenia, Georgia, Moldova, la República Kirguisa, Tayikistán y Uzbekistán.

**Cuadro del anexo 1.1.5. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán**

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>Oriente Medio, Norte de África,</b>												
<b>Afganistán y Pakistán</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,9</b>	<b>6,7</b>	<b>6,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>-4,3</b>		...	...
<b>Exportadores de petróleo<sup>4</sup></b>	<b>2,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>	<b>5,1</b>	<b>8,9</b>	<b>-3,4</b>	<b>-4,3</b>	...	...	...
Arabia Saudita	3,5	3,4	2,2	2,7	2,1	2,3	10,3	-3,5	-4,7	5,5	...	...
Irán <sup>5</sup>	4,3	0,8	4,4	15,5	15,1	11,5	3,8	0,4	1,3	10,6	11,7	12,3
Emiratos Árabes Unidos	4,6	3,0	3,1	2,3	3,7	3,0	13,7	2,9	3,1	...	...	...
Argelia	3,8	3,0	3,9	2,9	4,2	4,1	-4,5	-17,7	-16,2	10,6	11,6	11,7
Iraq	-2,1	0,0	7,1	2,2	1,9	3,0	-2,8	-12,7	-11,0	...	...	...
Qatar	4,0	4,7	4,9	3,0	1,6	2,3	26,1	5,0	-4,5	...	...	...
Kuwait	0,1	1,2	2,5	2,9	3,3	3,3	31,0	9,3	7,0	2,1	2,1	2,1
<b>Importadores de petróleo<sup>6</sup></b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>9,1</b>	<b>7,0</b>	<b>6,1</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,2</b>	...	...	...
Egipto	2,2	4,2	4,3	10,1	11,0	8,8	-0,8	-3,7	-4,5	13,4	12,9	12,4
Pakistán	4,0	4,2	4,5	8,6	4,5	4,7	-1,3	-0,8	-0,5	6,7	6,5	6,0
Marruecos	2,4	4,9	3,7	0,4	1,5	2,0	-5,5	-2,3	-1,6	9,9	9,8	9,7
Sudán	3,6	3,5	4,0	36,9	19,8	12,7	-7,7	-5,8	-5,6	13,6	13,3	13,0
Túnez	2,3	1,0	3,0	4,9	5,0	4,0	-8,8	-8,5	-7,0	15,3	15,0	14,0
Libano	2,0	2,0	2,5	1,9	0,1	1,5	-24,9	-21,0	-19,3	...	...	...
Jordania	3,1	2,9	3,7	2,9	0,2	3,1	-6,8	-7,4	-6,5	...	...	...
<i>Partidas informativas</i>												
Oriente Medio y Norte de África	2,6	2,3	3,8	6,5	6,5	5,5	6,1	-4,0	-4,7	...	...	...
Israel <sup>7</sup>	2,6	2,5	3,3	0,5	-0,1	2,0	4,3	4,6	4,7	5,9	5,3	5,2
Magreb <sup>8</sup>	0,7	2,5	3,6	2,5	3,9	4,0	-8,1	-15,8	-13,8	...	...	...
Mashreq <sup>9</sup>	2,2	3,9	4,1	8,9	9,4	7,8	-4,6	-6,3	-6,6	...	...	...

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

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

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

<sup>4</sup>Incluye Bahrein, Libia, Omán y Yemen.

<sup>5</sup>En el caso de Irán, los datos y las proyecciones se basan en el PIB a precios de mercado. Los datos utilizados por el personal técnico del FMI para el crecimiento del PIB en base a los precios de factores son 3,0%, -1,9% y -6,8% para 2014/15, 2013/14 y 2012/13, respectivamente.

<sup>6</sup>Incluye Afganistán, Djibouti y Mauritania. Excluye Siria debido a la incertidumbre de la situación política y la consiguiente falta de datos.

<sup>7</sup>Israel, que no es miembro de la región, se incluye por razones geográficas. Cabe notar que Israel no se incluye en los agregados regionales.

<sup>8</sup>El Magreb comprende Argelia, Libia, Marruecos, Mauritania y Túnez.

<sup>9</sup>El Mashreq comprende Egipto, Jordania y Libano. Excluye Siria debido a la incertidumbre de la situación política y la consiguiente falta de datos.

### Cuadro del anexo 1.1.6. PIB real, precios al consumidor, saldo en cuenta corriente y desempleo en las economías de África subsahariana

(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)

	PIB real			Precios al consumidor <sup>1</sup>			Saldo en cuenta corriente <sup>2</sup>			Desempleo <sup>3</sup>		
	2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones		2014	Proyecciones	
		2015	2016		2015	2016		2015	2016		2015	2016
<b>África subsahariana</b>	<b>5,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>	<b>6,4</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,5</b>	...	...	...
<b>Exportadores de petróleo<sup>4</sup></b>	<b>5,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>7,4</b>	<b>9,1</b>	<b>9,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,4</b>	...	...	...
Nigeria	6,3	4,0	4,3	8,1	9,1	9,7	0,2	-1,8	-1,2	7,8	8,2	...
Angola	4,8	3,5	3,5	7,3	10,3	14,2	-1,5	-7,6	-5,6	...	...	...
Gabón	4,3	3,5	4,9	4,5	0,6	2,5	8,3	-7,0	-4,2	...	...	...
Chad	6,9	6,9	4,2	1,7	4,3	3,1	-8,9	-10,4	-9,3	...	...	...
República del Congo	6,8	1,0	6,5	0,9	0,9	1,7	-9,4	-15,2	-14,6	...	...	...
<b>Economías de ingreso mediano<sup>5</sup></b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,4</b>	<b>-4,8</b>	...	...	...
Sudáfrica	1,5	1,4	1,3	6,1	4,8	5,9	-5,4	-4,3	-4,5	25,1	25,8	25,7
Ghana	4,0	3,5	5,7	15,5	15,3	10,1	-9,6	-8,3	-7,2	...	...	...
Côte d'Ivoire	7,9	8,2	7,6	0,4	1,6	1,5	-0,7	-1,0	-1,9	...	...	...
Camerún	5,7	5,3	5,4	1,9	2,0	2,1	-4,6	-5,0	-5,2	...	...	...
Zambia	5,6	4,3	4,0	7,8	7,3	7,5	-1,4	-1,4	-2,6	...	...	...
Senegal	4,7	5,1	5,9	-1,1	0,6	2,1	-8,8	-6,1	-5,2	...	...	...
<b>Economías de bajo ingreso<sup>6</sup></b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>-11,0</b>	<b>-11,7</b>	<b>-11,8</b>	...	...	...
Etiopía	10,3	8,7	8,1	7,4	10,0	9,0	-8,0	-12,5	-9,3	...	...	...
Kenya	5,3	6,5	6,8	6,9	6,3	5,9	-10,4	-9,6	-9,2	...	...	...
Tanzanía	7,0	6,9	7,0	6,1	5,6	5,9	-9,3	-8,2	-7,1	...	...	...
Uganda	4,8	5,2	5,5	4,6	5,7	6,5	-9,7	-10,5	-11,3	...	...	...
Madagascar	3,3	3,4	4,6	6,1	7,6	7,4	-0,2	-1,3	-2,2	...	...	...
República Democrática del Congo	9,2	8,4	7,3	1,0	1,0	1,7	-9,2	-7,6	-8,0	...	...	...
<i>Partida informativa</i>												
África subsahariana excluido												
Sudán del Sur	5,0	3,9	4,3	6,4	6,8	7,3	-4,1	-5,7	-5,5	...	...	...

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

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

<sup>2</sup>Porcentaje del PIB.

<sup>3</sup>Porcentaje. Las definiciones nacionales de desempleo pueden variar.

<sup>4</sup>Incluye Guinea Ecuatorial y Sudán del Sur.

<sup>5</sup>Incluye Botswana, Cabo Verde, Lesotho, Mauricio, Namibia, Seychelles y Swazilandia.

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



## Sección especial: Evolución y proyecciones de los mercados de materias primas, con especial atención a los metales en la economía mundial

*Tras experimentar grandes oscilaciones, los precios de las materias primas han disminuido significativamente desde la publicación de Perspectivas de la economía mundial (informe WEO, por sus siglas en inglés) de abril de 2015. Luego de una recuperación inicial, los precios del petróleo han bajado desde entonces como consecuencia de un alto nivel de oferta e inquietudes acerca de la demanda futura. Los precios de los metales han caído debido a un crecimiento más lento de la demanda de China y aumentos sustanciales en la oferta de la mayoría de los metales. Los precios de los alimentos también bajaron, empujados por la abundancia de las cosechas de este año. Debido a las dudas relativas al crecimiento de China, los riesgos para los precios del petróleo y los metales se inclinan a la baja. Los riesgos meteorológicos para el suministro de alimentos se han intensificado. Esta sección especial incluye un análisis en profundidad de los mercados de los metales en la economía mundial. En ella se ponen en perspectiva los acontecimientos recientes documentándose los drásticos cambios observados en la demanda y la oferta durante las últimas décadas y se argumenta que el balance entre las fuerzas de la demanda y la oferta indica un escenario en el que los precios de los metales se mantendrán bajos durante un largo tiempo.*

Los precios de las materias primas han descendido 14% desde febrero de 2015, el período de referencia del informe WEO de abril (gráfico 1.SE.1, panel 1). Inicialmente, los precios del petróleo se habían recuperado como respuesta a una fuerte caída de la inversión en el sector, pero desde entonces han seguido bajando a causa del elevado nivel de oferta proveniente de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y del acuerdo nuclear celebrado con la República Islámica del Irán. Los precios del gas natural y del carbón, que están principalmente indexados a los precios del petróleo, aunque con un rezago, también han descendido. Los precios de los productos básicos distintos de los combustibles también se han debilitado, cayendo 13% y 8%, respectivamente, los precios de los metales y los de las materias primas agrícolas.

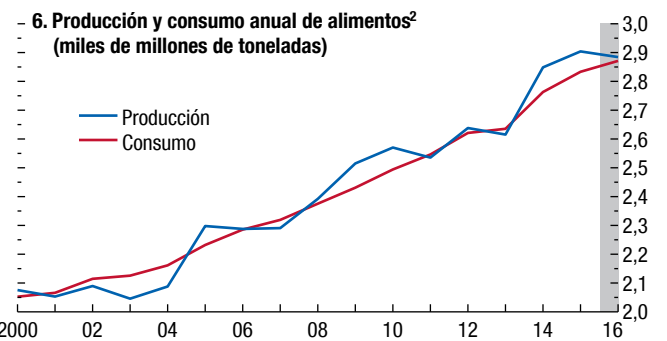
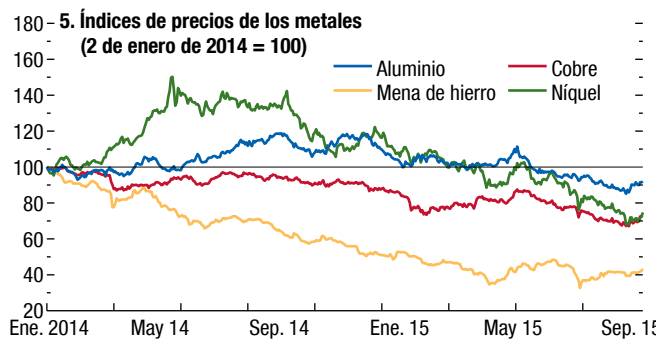
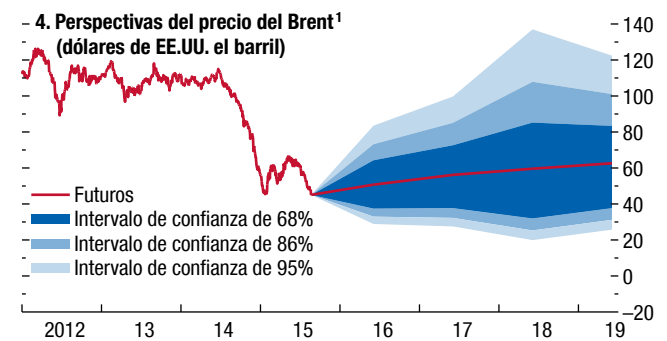
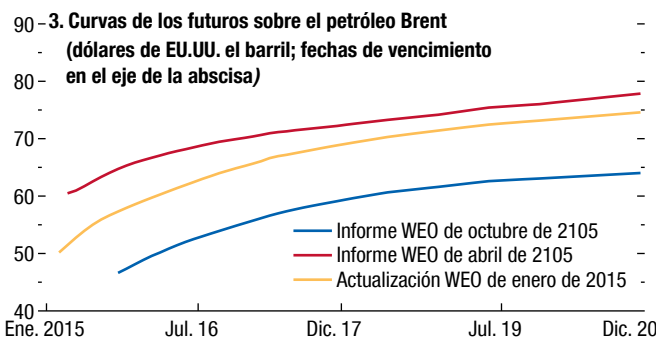
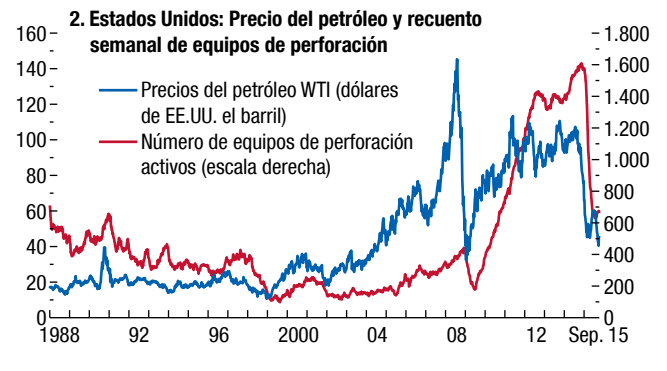
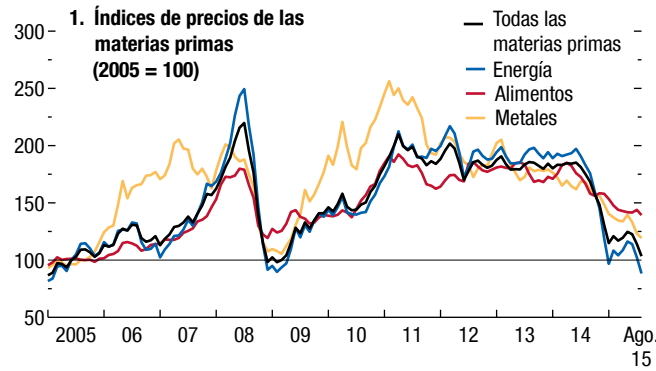
Los autores de esta sección son Rabah Arezki (jefe del equipo), Akito Matsumoto y Hongyan Zhao, quienes contaron con colaboraciones de Frederik Toscani y la asistencia de Rachel Yuting Fan y Vanessa Díaz Montelongo en la investigación.

El flujo excedente de oferta mundial de petróleo (la diferencia entre la producción y el consumo a nivel mundial) ha seguido aumentando en 2015 debido a la abundante oferta, a pesar de la drástica caída de la inversión en el sector petrolero. En Estados Unidos, el número de equipos de perforación petrolera en tierra es hoy la mitad de su nivel máximo registrado en octubre de 2014 (gráfico 1.SE.1, panel 2). En los países de la OPEP, la producción ha venido aumentando a pesar de los bajos precios del petróleo, superando en agosto, por más de 1,5 millones de barriles diarios (mbd), la meta de 30 mbd fijada por esa organización. Rusia también ha venido produciendo a niveles récord. Asimismo, el Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas ha adoptado una resolución que establece un mecanismo de monitoreo para el programa nuclear iraní, medida que prepara el terreno para la eliminación de todas las sanciones dispuestas contra Irán en materia nuclear. Por lo tanto, se espera un aumento de las exportaciones iraníes de petróleo crudo y se cree que el país cuenta con existencias petroleras de 30 millones de barriles. Al no existir tales sanciones, se espera también que la República Islámica del Irán incremente su capacidad a un nivel de entre 500.000 y 800.000 barriles diarios dentro de dos años. El grueso del aumento futuro de la oferta petrolera de Irán ya ha sido incorporado a los precios en los mercados de contado, contribuyendo así a un aplanamiento de las curvas de los contratos de futuros.

Aunque la demanda mundial efectiva de petróleo es vigorosa, hay inquietudes en cuanto a lo que encierra el futuro. Se prevé que en 2015 el crecimiento de la demanda mundial de petróleo superará el nivel tendencial en 1,7 mbd, el ritmo más rápido en cinco años, según la Agencia Internacional de Energía. Esto equivale a una revisión al alza de 0,9 mbd de la proyección de marzo. Sin embargo, la volatilidad que experimentaron recientemente los mercados bursátiles a nivel mundial ha suscitado inquietudes en torno al futuro crecimiento económico mundial que podrían llegar a afectar la demanda de petróleo. La pérdida de confianza en los mercados financieros internacionales intensificó la presión a la baja sobre los precios del petróleo en agosto.

Los contratos de futuros sobre petróleo indican un alza de los precios (gráfico 1.SE.1, panel 3). El precio promedio de entrega inmediata del petróleo estimado por el FMI, que se basa en los precios de los futuros y se

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



Fuentes: Baker Hughes Inc.; Bloomberg, L.P.; FMI, Sistema de precios de productos primarios; Thomson Reuters Datastream; Departamento de Agricultura de Estados Unidos, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: WTI = West Texas Intermediate.

<sup>1</sup>Derivadas de los precios de las opciones sobre futuros al 20 de agosto de 2015.

<sup>2</sup>Suma de los datos correspondientes a los principales granos y oleaginosas: cebada, maíz, mijo, arroz, centeno, sorgo, trigo, semilla de palma, semilla de colza, soja y semilla de girasol.

toma como supuesto en la línea de base, indica precios anuales promedio de US\$51,62 el barril en 2015, US\$50,36 en 2016 y US\$55,42 en 2017 (gráfico 1.SE.1, panel 4). Existe de todos modos un grado sustancial de incertidumbre en torno a los supuestos de base para los precios del petróleo, pero ligeramente menor que cuando se publicó el informe WEO de abril de 2015.

Los precios de los metales han bajado 13% desde febrero de 2015 (gráfico 1.SE.1, panel 5). Inicialmente

los precios habían repuntado a raíz de las preocupaciones acerca de la oferta, pero desde mediados de mayo han experimentado presiones a la baja. La caída de la moneda de China y la corrección de los mercados bursátiles han generado inquietud acerca de la fortaleza de la demanda de metales. China representa aproximadamente la mitad de la demanda mundial de los principales metales básicos y ha sido la principal fuente de impulso al crecimiento mundial desde 2002 (véase

“Los metales en la economía mundial”). Se proyecta que los precios de los metales bajen 22% en 2015 y 9% en 2016. Los precios de los futuros indican que los precios continuarán en niveles bajos pero con una creciente incertidumbre respecto tanto a la demanda (especialmente de China) como a una oferta más abundante.

Los precios de las materias primas agrícolas han disminuido en general un 8% en relación con febrero de 2015. Los precios de los alimentos han bajado 6%, registrándose caídas en todos los principales índices excepto en el de la carne, que mostró un leve aumento. Los precios de los cereales cayeron a pesar de las condiciones meteorológicas desfavorables imperantes en América del Norte y Europa. Los precios de las materias primas agrícolas también son más bajos que los registrados en febrero de 2015 y sus niveles máximos de 2011. Los precios del algodón, que han trepado debido a una menor oferta, constituyen una notable excepción. Los precios de las bebidas muestran tendencias divergentes: los precios del café han disminuido en respuesta a una modesta recuperación de la producción de arábica en Brasil, mientras que los del té han subido después de la reciente sequía en Kenia. Los precios del cacao subieron en el segundo trimestre de 2015, a causa de la escasez de oferta resultante de los fenómenos meteorológicos en Ghana, pero la demanda se mantiene sólida.

Se proyecta que los precios anuales de los alimentos bajarán 17% en 2015, al superar el crecimiento de la oferta, junto con los altos niveles de existencias, el incremento más lento de la demanda. Se esperan caídas importantes de los precios en el caso de los cereales y los aceites vegetales, particularmente el trigo y la soja. Para 2016, la caída prevista es relativamente menor (5%), tras disminuciones marginales en la producción proyectada de los principales cultivos (gráfico 1.SE.1, panel 6). Los riesgos para los precios de los alimentos están asociados con la variabilidad meteorológica habitual, particularmente las preocupaciones acerca de los efectos de la corriente de El Niño, que según se prevé serán más fuertes en todo el hemisferio norte y persistirán hasta el primer trimestre de 2016 inclusive.

### Los metales en la economía mundial

Aunque su reciente caída ha llamado la atención del público, en realidad los precios de los metales han estado en baja desde 2011. Algunos analistas sostienen que esta es una coyuntura crítica, indicando el final de lo que se ha dado en llamar el “superciclo” de las

materias primas. Si bien eso es difícil de afirmar con certeza, la prolongada caída de los precios de los metales es congruente con un típico ciclo de auge y caída de las materias primas. Por cierto, después de un período de altos precios de los metales durante la década de 2000, la inversión y, a su vez, la capacidad existente en el sector aumentaron sustancialmente. Al mismo tiempo, los altos precios provocaron ajustes a la baja del lado de la demanda. Estos ajustes contribuyeron a la declinación gradual que experimentan los precios de los metales desde 2011, lo cual ha provocado una reducción de la inversión en el sector, especialmente en las minas de alto costo, en vista de las menores utilidades esperadas. Esa menor inversión reducirá finalmente la capacidad, y la menor producción causaría un repunte de los precios de los metales. Cuanto más se prolongue la caída de esos precios, más fuerte será finalmente su probable reversión.

Es importante comprender la evolución de los mercados de los metales al menos por dos motivos. Primero, a nivel mundial, los metales son un elemento central de la economía del mundo porque son insumos intermedios esenciales para la producción industrial y la construcción. Los mercados de metales se configuran entonces según las variaciones en el volumen y la composición de la demanda y la oferta mundial. En tal sentido, sus transformaciones también son señales de cambios importantes en la economía del mundo. Segundo, para algunos países, las exportaciones de metales representan una gran parte de las exportaciones totales, y las fluctuaciones en los precios de esos bienes pueden tener importantes consecuencias macroeconómicas<sup>1</sup>. En las restantes subsecciones de esta sección especial se abordan los siguientes interrogantes:

- ¿Qué son los metales?
- ¿Dónde están los principales centros de producción y consumo de metales?
- ¿Cómo han evolucionado los mercados de metales?
- ¿Qué depara el futuro?

### ¿Qué son los metales?

Los metales son cuerpos minerales que existen en una variedad de formas, desde los metales básicos a los preciosos. Los metales básicos son aquellos que se oxidan o corroen con relativa facilidad. Dentro de

<sup>1</sup>En el capítulo 2 se analizan en profundidad las consecuencias macroeconómicas resultantes de las fluctuaciones en los precios de las materias primas.

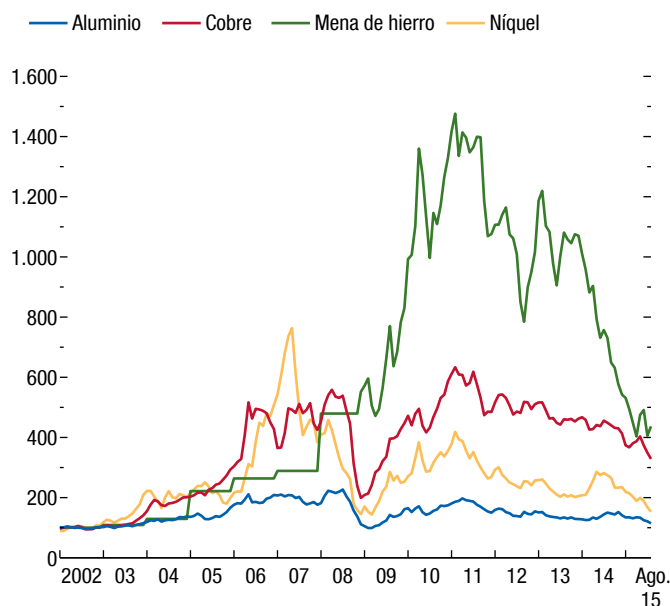
los metales básicos, se hace una distinción entre los ferrosos y los no ferrosos. Los metales ferrosos, típicamente el hierro, tienden a ser pesados y relativamente abundantes. Los metales no ferrosos no contienen hierro en cantidades significativas. Son generalmente más costosos que los metales ferrosos y tienen propiedades ventajosas tales como un peso bajo (por ejemplo, el aluminio), una mayor conductividad (por ejemplo, el cobre), propiedades no magnéticas o resistencia a la corrosión (por ejemplo, el cinc y el níquel). La expresión “metales básicos” se usa comúnmente por contraposición a “metales nobles”, que, a diferencia de la mayoría de los metales básicos, son resistentes a la corrosión o la oxidación. Los metales nobles tienden a ser metales preciosos, a menudo debido a la percepción de que son escasos. Algunos ejemplos son el oro, platino, plata, rodio, iridio y paladio. Químicamente, los metales preciosos son menos reactivos que la mayoría de los elementos y se caracterizan por tener un brillo intenso y alta conductividad eléctrica.

Salvo indicación en contrario, esta sección especial se concentra en cuatro metales básicos principales: mena de hierro, cobre, aluminio y níquel. Todos ellos han experimentado caídas de precios, aunque en diverso grado (gráfico 1.SE.2). El uso final de estos metales abarca un amplio espectro, pero la construcción y la maquinaria son los dos sectores clave para su uso, debido a sus propiedades dúctiles y maleables.

### ¿Dónde están los principales centros de producción y consumo de metales?

Los centros de producción y consumo de metales se concentran en unos pocos países, pero la ubicación de los centros de producción varía considerablemente según el metal de que se trate. Los principales centros de producción y consumo, sin embargo, con frecuencia se superponen: la mena de hierro, por ejemplo, debido a su volumen, debe estar cerca de los mercados. China ocupa un lugar protagónico tanto en el consumo como en la producción de metales, lo que también refleja su importancia en la producción industrial del mundo. Algunas empresas multinacionales o estatales tienen una gran participación de mercado en la producción y refinación de algunos de los principales metales. En ocasiones, ese alto grado de concentración ha generado preocupación acerca de la posible manipulación del mercado o de hechos de colusión, ya sea mediante restricciones a la producción, prohibiciones de exportar, acumulación de existencias o alguna combinación de esas prácticas

**Gráfico 1.SE.2. Índices de precios de los metales (2002 = 100)**



Fuentes: FMI, Sistema de precios de productos primarios, y cálculos del personal técnico del FMI.

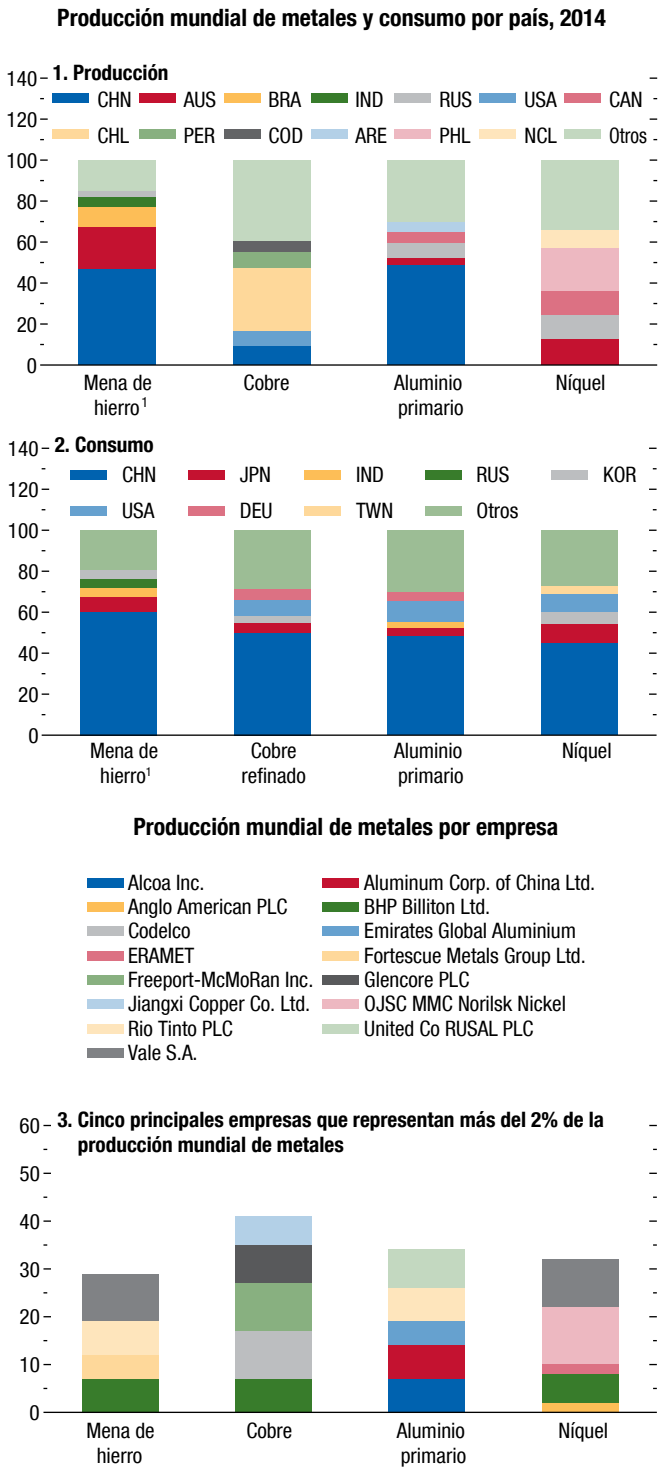
(véase en Rausser y Stuermer, 2014, un análisis de la colusión en el mercado del cobre).

Desde una perspectiva económica, la mena de hierro es claramente el metal básico más importante, con una industria que mueve US\$225.000 millones por año en términos de ventas mundiales<sup>2</sup>. El acero, que se produce a partir de la mena de hierro, es utilizado mayormente para construcción, equipo de transporte y maquinaria. En el pasado, los precios de la mena de hierro se determinaban en su mayor parte mediante negociaciones entre las empresas siderúrgicas de Japón y los productores. Últimamente, el mercado se ha vuelto más transparente, utilizándose el precio de entrega en los puertos de China como precio de referencia. El principal país productor de mena de hierro es China, cuya participación representa aproximadamente la mitad de la producción del mundo, seguido por Australia y Brasil<sup>3</sup>. Considerando que la

<sup>2</sup>La producción mundial de mena de hierro asciende actualmente a 3.000 millones de toneladas métricas; el contenido de metal pesa alrededor de 1.400 millones de toneladas, según el Servicio Geológico de Estados Unidos. En el último año, el precio de la mena de hierro con un contenido ferroso de 62% se ha ubicado en torno a US\$100 la tonelada métrica.

<sup>3</sup>La participación de China, sin embargo, es mucho menor cuando se toma en cuenta el contenido metálico del mineral. La mena de hierro es también importante para determinados países, como Ucrania, que depende del carbón y la mena de hierro para producir acero.

**Gráfico 1.SE.3. Producción y consumo de metales**  
(Porcentaje)



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Oficina Mundial de Estadísticas del Metal, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

<sup>1</sup>En el caso de China, la producción minera se basa en el mineral crudo, en lugar del mineral utilizable, que es el presentado respecto de los demás países.

**Cuadro 1.SE.1. Producción mundial de acero crudo en 2014**  
(Millones de toneladas métricas)

País	Producción (Millones de toneladas métricas)	Participación (porcentaje)
Mundo	1.643,51	
China	822,70	50
Japón	110,67	7
Estados Unidos	88,17	5
India	86,53	5
Rusia	71,46	4
Corea	71,04	4
Alemania	42,94	3
Turquía	34,04	2
Brasil	33,90	2
Ucrania	27,17	2
Italia	23,71	1
Taiwan, provincia china de	23,12	1

Fuente: Asociación Mundial del Acero.

extracción de mena de hierro es intensiva en capital, su producción se concentra entre los mayores productores (cuadro 1.SE.1, gráfico 1.SE.3). La producción de mena de hierro depende en forma crucial del nivel de la actividad inversora en el sector, que en los últimos años ha venido disminuyendo. La demanda de mena de hierro proviene principalmente de los países que son grandes productores de acero tales como China, que consume más de la mitad de la mena de hierro producido en el mundo.

El cobre es el segundo metal básico más importante en términos de valor, cuya industria mueve aproximadamente US\$130.000 millones por año<sup>4</sup>. El cobre se utiliza para la construcción y el cableado eléctrico. Chile es el mayor productor, seguido por China y Perú. Unas pocas compañías intervienen en la producción de cobre, siendo la mayor de ellas la empresa chilena Codelco. Los precios de este metal han sido más transparentes que los de la mena de hierro porque se utiliza como referencia la liquidación de operaciones en el mercado de futuros sobre cobre y en la Bolsa de Metales de Londres. China consume alrededor de la mitad del cobre refinado del mundo.

El tercer metal básico en orden de importancia es el aluminio (con una industria de US\$90.000 millones anuales)<sup>5</sup>. El aluminio se usa en la industria aeroespacial así como en otras industrias que requieren un metal liviano. Los grandes productores de aluminio están situados allí donde la electricidad es barata y abundante. El mayor productor es China, seguido por Rusia, Canadá

<sup>4</sup>La producción minera mundial fue de 18,7 millones de toneladas métricas en 2014. Se la evalúa en US\$7.000 la tonelada métrica, valor cercano al precio promedio registrado en 2014.

<sup>5</sup>El año pasado, la producción mundial de aluminio primario ascendió a 49,3 millones de toneladas métricas, y el precio correspondiente fue de US\$1.900 la tonelada métrica.



y los Emiratos Árabes Unidos. Los precios del aluminio son los más estables entre los metales debido a que su producción depende del suministro eléctrico, y precisamente los precios de la electricidad están fuertemente regulados en la mayoría de los países.

El reciclaje ha pasado a ser una parte importante de la producción de aluminio porque el proceso de reciclado es mucho menos intensivo en energía que la producción de aluminio primario. China consume alrededor de la mitad de la producción mundial de aluminio primario. En cambio, las economías avanzadas se basan más en el reciclaje y a su vez tienen menos influencia sobre los precios del aluminio primario.

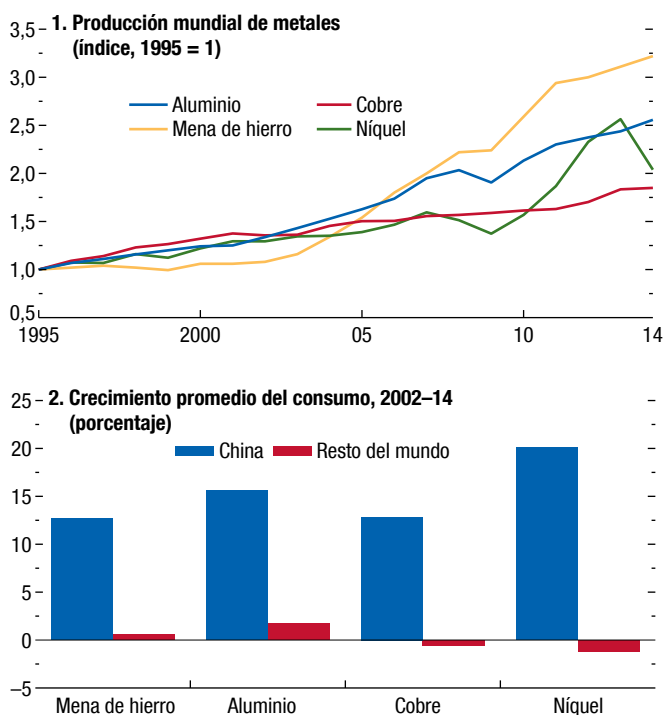
El cuarto metal básico más importante es el níquel (que representa un mercado de US\$40.000 millones)<sup>6</sup>, utilizado para aleaciones tales como el acero inoxidable. La mena de níquel es extraída en varios países, como Filipinas. El grupo brasileño Vale y la empresa Norilsk con sede en Rusia son los dos mayores productores, y en conjunto su participación representa 23% de la producción mundial. El níquel se extrae comúnmente de la mena mediante procesos convencionales de calcinación y reducción que generan un metal con un grado de pureza superior al 75%. China consume alrededor de la mitad de la producción mundial de níquel fundido y refinado, seguido por Japón. Indonesia, cuya participación en la producción era de 27% en 2012, impuso una prohibición a las exportaciones de mena de níquel en enero de 2014 para incentivar su procesamiento dentro del país. Filipinas y Nueva Caledonia han aprovechado la oportunidad generada por esa prohibición para incrementar su participación de mercado, pero quizá no estén en condiciones de cubrir la porción de la demanda china que dependía de la producción de Indonesia. Por otra parte, en cambio, las existencias mundiales de níquel refinado han venido en aumento, lo que indicaría la posibilidad de una sobreoferta.

### ¿Cómo han evolucionado los mercados de metales?

En las últimas décadas, los mercados de metales han experimentado drásticos cambios en el volumen y la estructura tanto de la demanda como de la oferta. La producción mundial ha aumentado de forma generalizada en la mayoría de los metales debido a un intenso proceso de inversión en capacidad durante la década de

<sup>6</sup>La producción minera de níquel alcanzó 2,4 millones de toneladas en 2014, y el precio del níquel refinado fue de aproximadamente US\$17.000 la tonelada métrica.

Gráfico 1.SE.4. Evolución de los mercados de metales



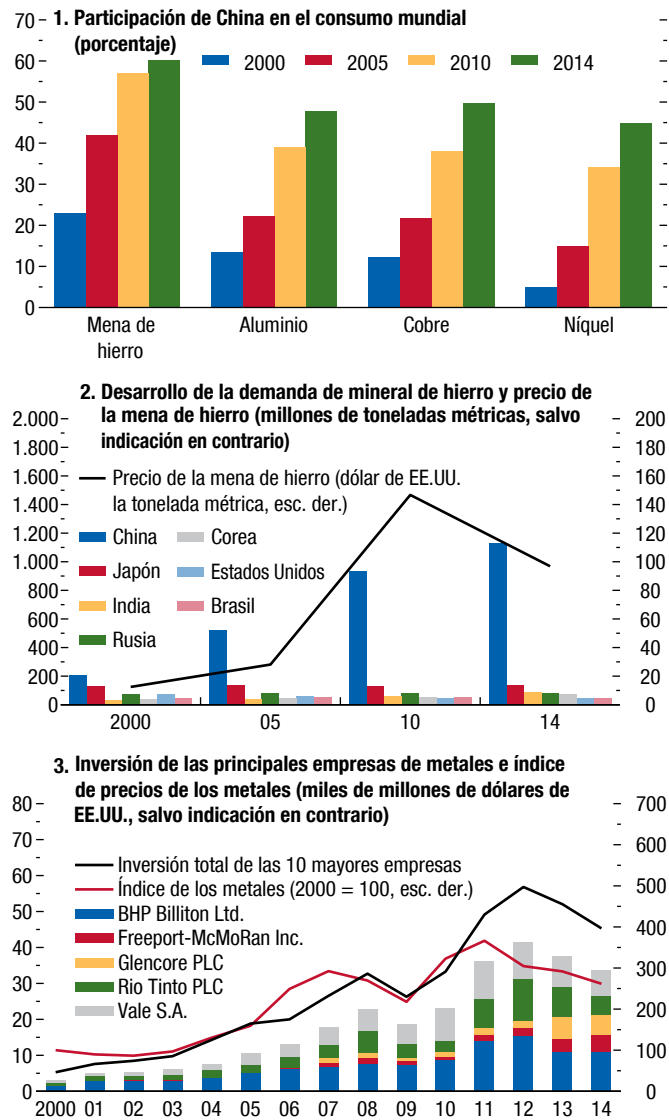
Fuentes: Bloomberg, L.P.; Oficina Mundial de Estadísticas del Metal, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las cifras declaradas para la producción de mena de hierro en China se basan en términos brutos, contrariamente a las cifras que declaran otros países. Por lo tanto, los datos sobre producción de mena de hierro deben interpretarse con cautela. Asimismo, las cifras de producción de este producto no son coherentes con las cifras de consumo del mismo debido a que estas últimas están basadas en el consumo efectivo de mena de hierro.

2000 (gráfico 1.SE.4, panel 1). Del lado de la demanda, esta se ha desplazado desde Occidente a Oriente, es decir, desde un consumo concentrado en las economías avanzadas hacia otro concentrado en los mercados emergentes, especialmente China como resultado de su rápido crecimiento (gráfico 1.SE.4, panel 2). Por el lado de la oferta, lo que se conoce como la frontera de extracción de metales no ferrosos, incluidos los metales preciosos como el oro, se ha desplazado desde el Norte al Sur —es decir, desde las economías avanzadas hacia las economías en desarrollo— debido a la rápida mejora del clima de inversión, primero en América Latina y luego en África subsahariana (véase el recuadro 1.SE.1). Mientras que entre 1950 y 1990 cerca de la mitad de los descubrimientos mundiales de grandes minas tuvieron lugar en los países de ingreso alto que integran la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, desde 1990 África subsahariana y América



**Gráfico 1.SE.5. Desarrollo del mercado de metales**



Fuentes: Bloomberg, L.P.; FMI, Sistema de precios de productos básicos; Oficina Mundial de Estadísticas del Metal, y estimaciones del personal técnico del FMI. Nota: Las inversiones están deflactadas por el índice de precios de la maquinaria de minería y de yacimientos petrolíferos. Inversión total: suma de los gastos de capital de Anglo American PLC, BHP Billiton Ltd., Codelco, Freeport-McMoRan Inc., Glencore PLC, Grupo México S.A.B. de C.V., Mitsubishi Corp., Mitsui & Co., Rio Tinto PLC y Vale S.A.

Latina y el Caribe han duplicado su respectiva participación en los descubrimientos totales, que equivalen a alrededor de la mitad de los registrados en el período precedente. El patrón del comercio mundial de metales se ha modificado radicalmente como resultado de esos cambios en la ubicación de los grandes descubrimientos. Cabe señalar que, en el caso del acero y el aluminio, la

producción tiende a estar situada en países donde existe una combinación de yacimientos de mena de hierro o bauxita —que abundan en todo el mundo— e instalaciones portuarias, fácil acceso a la energía y proximidad a los mercados.

Desde el lado de la demanda, el hecho más drástico que explica el desplazamiento desde Occidente a Oriente es el formidable crecimiento de China. El crecimiento del consumo de metales en ese país ha sido la principal fuente de impulso al consumo mundial de esos productos desde comienzos de la década de 2000 (gráfico 1.SE.5, paneles 1 y 2). Como resultado, China es hoy el principal centro de consumo de la mayoría de los metales. Muy por detrás, India, Rusia y Corea también han aumentado su consumo de metales, mientras que en Japón el consumo se ha estancado un poco. El rápido aumento de la demanda desde los mercados emergentes ha sido un determinante clave de los precios de los metales y de otras materias primas (véase en Gauvin y Rebillard, 2015, y Aastveit, Bjørnland y Thorsrud, de próxima publicación, evidencia sistemática sobre la importancia de China y los mercados emergentes como factor determinante de los precios de los metales y del petróleo).

Por el lado de la oferta, la inversión en el sector ha venido decayendo. Los datos disponibles sobre la inversión realizada por las principales empresas de metales que producen mena de hierro indican que tras el rápido aumento de la inversión durante el período de altos precios de los metales a comienzos de la década de 2000 hubo una caída gradual desde 2011, que siguió estrechamente la trayectoria de los precios de los metales (gráfico 1.SE.5, panel 3). Como se mencionó anteriormente, en el caso de los metales ferrosos, la inversión es un buen indicador de la capacidad de oferta futura. En cuanto a los metales no ferrosos, la cantidad real disponible de los yacimientos minerales es mucho más pertinente para predecir la oferta. En el presente análisis se usa un conjunto exclusivo de datos sobre descubrimientos que permite evaluar el surgimiento de nuevas fronteras de extracción de metales. Esa evaluación ofrece evidencia de que los precios han tenido una escasa influencia en la promoción de los descubrimientos de yacimientos minerales (véase el recuadro 1.SE.1). En cambio, las rápidas mejoras logradas en el plano institucional, incluidas las relativas a los derechos de propiedad en América Latina y África, han generado un aumento gradual del número de importantes descubrimientos metalíferos registrados en esas regiones desde los años noventa. Los resultados tienen

**Cuadro 1.SE.2. Evolución del comercio de metales**  
(Millones de dólares de EE.UU.)

1. Comercio bilateral de metales, 2002					
País	China	Alemania	Japón	Corea	Estados Unidos
Australia	1.043	63	2.309	1.067	181
Brasil	605	360	700	179	754
Canadá	90	270	353	212	4.232
Chile	784	197	768	541	687
Rusia	196	161	716	93	1.061
2. Comercio bilateral de metales, 2014					
País	China	Alemania	Japón	Corea	Estados Unidos
Australia	52.153	53	10.985	6.283	268
Brasil	12.851	1.194	3.004	1.368	1.207
Canadá	2.496	311	1.522	1.074	8.815
Chile	15.249	415	4.875	3.252	2.349
Perú	5.621	593	1.030	856	351

Fuentes: Naciones Unidas, Comtrade, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los datos señalan la exportación de metales proveniente de los países que figuran en la columna izquierda a los países que figuran en la fila superior de las columnas. La variación del color de verde a rojo indica el tamaño absoluto del volumen de comercio para cada panel.

importantes consecuencias tanto para el bienestar de los países a título individual como para la comprensión mundial del equilibrio de fuerzas que dan forma a los mercados de metales y el patrón de comercio mundial de esos bienes.

El patrón observado en el comercio mundial de metales ha variado drásticamente en las últimas décadas<sup>7</sup>, desplazándose los principales países de destino desde Occidente a Oriente y los países de origen desde el Norte al Sur. En 2002, los metales se exportaban principalmente desde Canadá y Rusia a Estados Unidos o desde Australia a Japón, Corea y China. En cambio, para 2014 casi la mitad de las exportaciones de metales iban desde Australia, Brasil y Chile hacia China. Este último país se ha convertido en el mayor importador de metales, incrementando su participación desde menos de 10% a 46% entre 2002 y 2014 (cuadro 1.SE.2).

Muchas economías en desarrollo dependen fuertemente de las exportaciones de metales. Dichas exportaciones han aumentado drásticamente como porcentaje del PIB, y el grupo de los mayores exportadores de metales (según el porcentaje del PIB) ha variado sustancialmente en consecuencia (cuadro 1.SE.3). Las exportaciones de metales desde Chile, Mauritania y Níger representan ahora más de la mitad

de las exportaciones totales de bienes que realizan esos países. Eso los vuelve vulnerables a las fluctuaciones de precios de los metales como las que han ocurrido recientemente a causa de los cambios en la demanda de grandes importadores tales como China. Los descubrimientos de nuevos yacimientos de metales han ampliado la lista de países dependientes de los recursos naturales que enfrentan nuevos desafíos para su gestión macroeconómica.

Los recientes intentos de China para reequilibrar su economía pasando de la inversión hacia el consumo interno están generando no solo una caída en su demanda de metales, sino también un cambio en la composición de esa demanda, que puede tener diferentes consecuencias para los diferentes metales. Los metales se usan abundantemente en la maquinaria, la construcción, los equipos de transporte y las industrias manufactureras, mientras que el petróleo se utiliza principalmente en el transporte. Por ello, debido a un menor crecimiento de las manufacturas, la maquinaria y la construcción, la demanda de metales se ha desacelerado desde 2010 (gráfico 1.SE.6). Como consecuencia, el índice de precios de los metales ha descendido. El potencial incremento futuro de la participación del sector de los servicios debería traer aparejado un menor consumo de metales. No obstante el drástico aumento de las importaciones chinas de metales, ellas representan menos del 2% del PIB de China (gráfico 1.SE.7).

<sup>7</sup>Aquí los metales incluyen aluminio, cobre, mena de hierro, plomo, níquel, estaño, uranio y cinc.

**Cuadro 1.SE.3. Exportaciones netas de metales**  
(Porcentaje del PIB)

2002	Zambia	11,27
	Chile	8,82
	Guinea	8,02
	Mozambique	7,27
	Papua Nueva Guinea	7,07
	Níger	4,31
	Islandia	4,21
	Perú	3,62
	Namibia	2,88
	Bolivia	2,16
2014	Mongolia	26,52
	Mauritania	21,06
	Chile	15,00
	Zambia	14,76
	Islandia	8,67
	Perú	6,23
	Níger	5,94
	Australia	5,23
	Bolivia	4,75
	Guyana	4,64

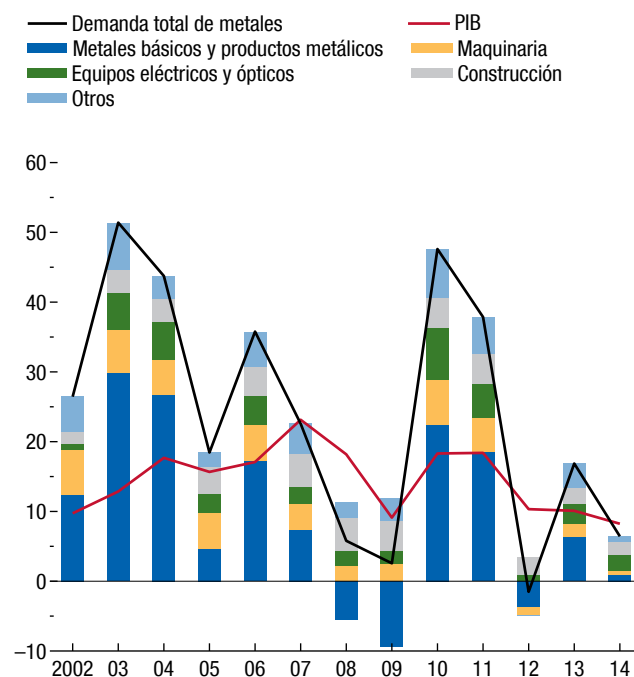
Fuentes: Naciones Unidas, Comtrade; informe WEO, y cálculos del personal técnico del FMI.

### ¿Qué depara el futuro?

El ritmo más lento de inversión en China, la fuerte caída de sus mercados bursátiles desde junio y la abundante oferta de metales han venido ejerciendo presión a la baja sobre los precios de esos productos. Considerando que la caída de esos precios comenzó mucho antes, tiene sentido preguntarse qué cabe esperar de ahora en adelante. Como se mencionó anteriormente, los mercados de futuros apuntan a un escenario de precios más bajos, aunque se proyecta que la caída llegará a su fin. Pero a este respecto es conveniente avanzar más allá de lo que indican los contratos de futuros y analizar las fuerzas que sustentan la demanda y la oferta de metales.

Por el lado de la demanda, se proyecta que la economía china seguirá desacelerándose, aunque en forma gradual, pero con considerable incertidumbre en cuanto a los tiempos y el alcance de la desaceleración. Un ejercicio econométrico básico que emplea datos históricos y relaciona el índice de precios de los metales del FMI con la producción industrial de China (expresando ambas variables como logaritmos) muestra que la caída de los precios puede explicarse de manera bastante adecuada por la disminución de la producción industrial (gráfico 1.SE.8), obedeciendo 60% de la varianza de los precios de los metales a las fluctuaciones de la producción industrial de China. Asimismo, esta regresión simple muestra que la reducción que registró

**Gráfico 1.SE.6. China: Composición del uso de metales, tasas de crecimiento por sector**  
(Porcentaje)



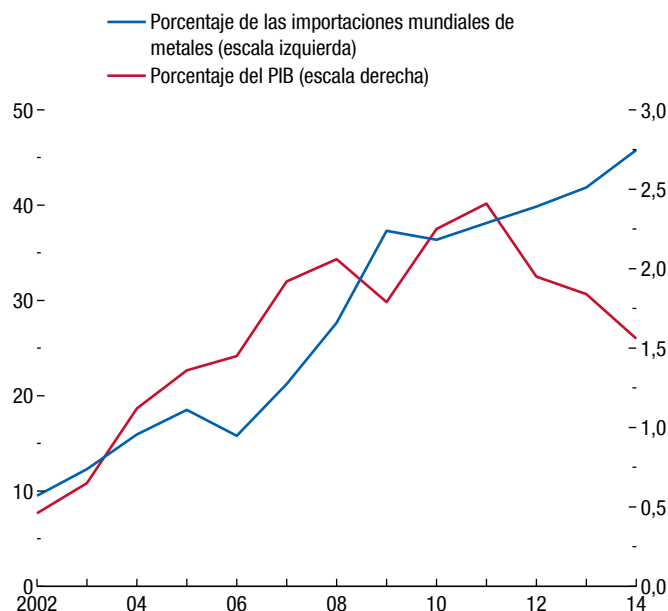
Fuentes: Oficina Nacional de Estadísticas de China, base de datos mundial de insumo-producto (WIOD) y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las tasas de crecimiento de la demanda total de metales se calculan como la suma ponderada de las tasas de crecimiento del producto de cada sector, utilizándose como ponderación la correspondiente proporción de insumo de metales del sector respecto de la economía total. La proporción de insumo de metales de cada sector se calcula según la base de datos mundial de insumo-producto (WIOD, por sus siglas en inglés). Para el cálculo se toma el valor de la proporción del insumo de metales en el año más reciente que es 2011, considerando que esa proporción se ha mantenido bastante estable a través de los años. Como no se dispone de los datos sobre el producto de China a nivel de los sectores, se utilizan los datos de utilidades por sector como variable sustituta para la mayoría de las industrias y, para los sectores no industriales, los datos del PIB por clasificación industrial.

la producción industrial de China en los últimos meses podría ocasionar más caídas en los precios de los metales, como lo evidencia la disociación entre las tasas de crecimiento ajustadas y reales en el índice de precios de los metales.

Desde el lado de la oferta, es improbable que la caída de la inversión genere un repunte sustancial de los precios en el corto plazo. De hecho, los bajos precios de la energía han contribuido a reducir los costos de extracción minera y refinación, incluidos los del cobre, el acero y el aluminio. Las minas de alto costo serán ciertamente las que cierren primero, considerando que los actuales precios de los metales pueden

**Gráfico 1.SE.7. China: Importaciones de metales**

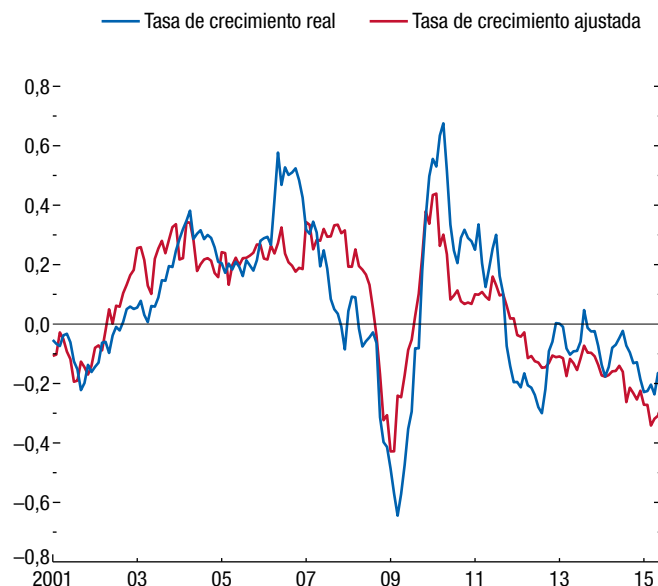


Fuentes: Naciones Unidas, Comtrade, y cálculos del personal técnico del FMI.

estar cerca del punto de equilibrio de dichas minas. Sin embargo, en un análisis reciente de la relación costo-precio dado a conocer por la consultora SNL Metals & Mining se llega a la conclusión de que durante los mínimos cíclicos de los precios de los metales, el precio del cobre ha caído al menos hasta el noveno decil de los productores de alto costo, lo que indica que los precios deberían caer más antes de que un grado sustancial de capacidad se vuelva vulnerable a un cierre de las operaciones<sup>8</sup>. Además, es improbable que haya una importante reversión de la expansión secular de la frontera de extracción metalífera hacia América Latina y África que han inducido las mejoras en el clima de inversión. Por el contrario, dichas

<sup>8</sup>Véase <http://www.snl.com/Sectors/MetalsMining/Default.aspx>.

**Gráfico 1.SE.8. Tasas de crecimiento del índice de precios de los metales (Porcentaje)**



Fuentes: FMI, Sistema de precios de productos básicos; Global Data Source, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El gráfico muestra la tasa de crecimiento anual real y ajustada del índice de precios de los metales. La tasa de crecimiento ajustada se basa en la regresión de la tasa de crecimiento anual del índice de precios de los metales sobre la tasa de crecimiento anual de la producción industrial de China.

mejoras habrán de continuar de manera sostenida. Por ello, la abundante oferta tenderá a seguir empujando los precios de los metales hacia niveles más bajos.

El balance entre una demanda más débil y un aumento sostenido de la oferta indica que, dada la estructura de costos existente, los mercados de metales experimentarán probablemente una continua sobreoferta, que dará lugar a un escenario de precios bajos durante un largo tiempo. A su vez, los riesgos asociados con un escenario de ese tipo consisten en que la inversión siga debilitándose y genere un fuerte aumento de los precios en el futuro.

### Recuadro 1.SE.1. Las nuevas fronteras de la extracción de metales: Desplazamiento del Norte al Sur

Los factores fundamentales que determinan la demanda de materias primas, como los metales, han sido objeto de mucha atención, pero no así los factores por el lado de la oferta. Como se señaló en el texto de la sección especial, el centro de gravedad de la demanda mundial se ha desplazado desde Occidente a Oriente como resultado del alto crecimiento experimentado por los mercados emergentes —especialmente China— en las últimas dos décadas. En este recuadro se argumenta que la evolución de la oferta de metales ha sido quizás igualmente impactante. El recuadro se concentra en los descubrimientos de importantes yacimientos metalíferos que revelan posibilidades antes desconocidas para ampliar la oferta mundial<sup>1</sup>. La principal observación es que las nuevas fronteras de la explotación metalífera se desplazaron desde el Norte al Sur, es decir, desde las economías avanzadas a las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

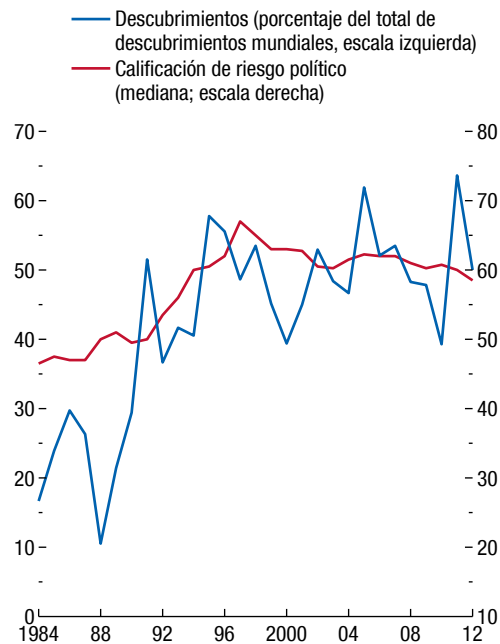
#### Descubrimientos metalíferos a través del espacio y del tiempo

De una observación crítica de los datos sobre las reservas conocidas de activos del subsuelo surge que las economías de mercados emergentes y en desarrollo tienen importantes yacimientos metalíferos que aún no se han descubierto. Existen activos de ese tipo por un monto estimado de US\$130.000 debajo del kilómetro cuadrado promedio de los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), suma que contrasta con solo US\$25.000 aproximadamente en el caso de África (véanse Collier, 2010; McKinsey Global Institute, 2013). Es improbable que esas diferencias representen diferencias en las formaciones geológicas entre las economías avanzadas y en desarrollo. Más bien, son las diferencias en la calidad de los derechos de propiedad y la estabilidad política las que pueden contribuir a explicar por qué se ha dedicado un esfuerzo de exploración relativamente menor a las economías de mercados emergentes y en desarrollo. Las mejoras del contexto institucional de estas economías se aceleraron rápidamente en los años

Los autores de este recuadro son Rabah Arezki y Frederik Toscani.

<sup>1</sup>Los datos utilizados en este recuadro se obtuvieron de MinEx Consulting. La lista de metales que se usa en el análisis es amplia e incluye metales preciosos y tierras raras. Los datos no incluyen mena de hierro y bauxita, que tienden a ser relativamente más abundantes que otros metales y cuya explotación exige la cercanía de instalaciones portuarias en el caso del primero y una sustancial disponibilidad de energía en el del segundo.

**Gráfico 1.SE.1.1. Descubrimientos en América Latina y el Caribe y en África subsahariana**



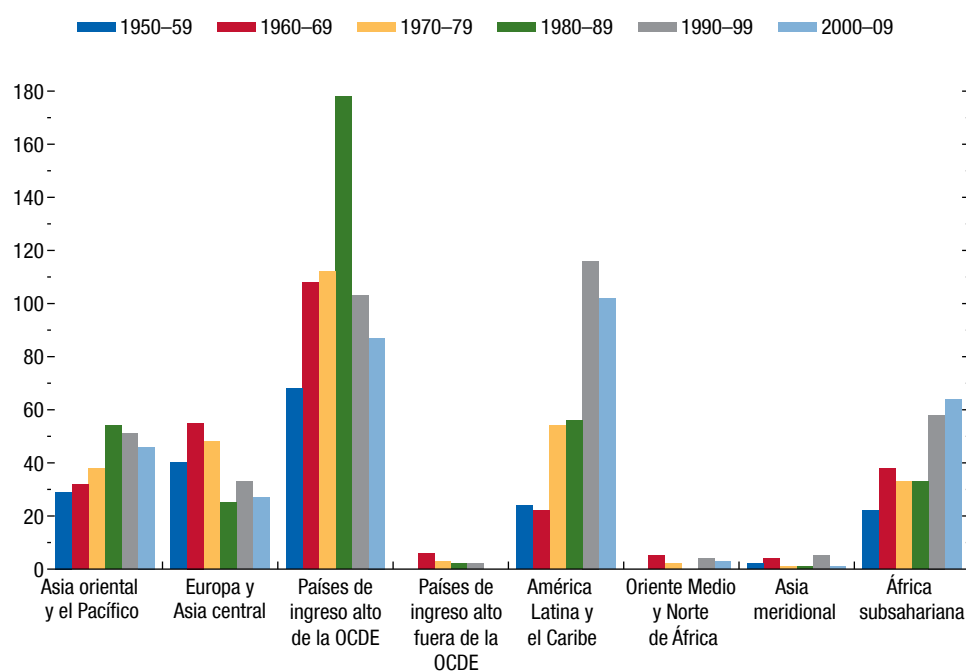
Fuentes: MinEX Consulting; PRS Group; Guía Internacional de Riesgo País, y cálculos del personal técnico del FMI.

noventa, sin embargo, y una mirada somera a los datos sobre riesgo político parece indicar que la oportunidad de las mejoras coincide con el aumento en la proporción de descubrimientos hechos en América Latina y África (gráfico 1.SE.1.1).

Los datos sobre descubrimientos de una amplia gama de yacimientos metalíferos obtenidos de la consultora MinEx indican que la frontera de explotación de metales se ha movido gradualmente desde las economías avanzadas a las economías de mercados emergentes y en desarrollo (gráfico 1.SE.1.2). El número total de descubrimientos se ha mantenido constante en líneas generales, pero su distribución ha variado. Aunque entre 37% y 50% de todos los descubrimientos realizados durante 1950–89 tuvieron lugar en los países de alto ingreso que integran la OCDE, esa proporción cayó a 26% en la primera década de este siglo, mientras que África subsahariana y América Latina y el Caribe duplicaron su respectiva participación. En las últimas dos décadas, la mayoría de los descubrimientos de yacimientos metalíferos tuvieron lugar en América Latina.

Recuadro 1.SF.1 (continuación)

Gráfico 1.SE.1.2. Número de descubrimientos mineros por región y década



Fuente: MinEX Consulting.

Nota: OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

¿Qué muestran los datos acerca de los factores determinantes de los descubrimientos?

Las inversiones en actividades de exploración y extracción involucran costos irrecuperables y por lo tanto están sujetos al problema de “cautividad”<sup>2</sup>. Para prever que una inversión será rentable, es fundamental que exista un contexto político estable, un bajo riesgo de expropiación y un clima de inversión favorable (Acemoglu, Johnson y Robinson, 2001; Bohn y Deacon, 2000). Cust y Harding (2014) brindan evidencia de que la institucionalidad incide sustancialmente en la exploración petrolera y gasífera<sup>3</sup>. La minería podría considerarse

<sup>2</sup>Los resultados presentados en esta sección son también robustos a una variedad de comprobaciones, que incluyen estimadores y controles adicionales. Arezki, van der Ploeg y Toscani (de próxima publicación) presentan extensos detalles técnicos y un análisis profundo de la endogeneidad.

<sup>3</sup>La estrategia de identificación empleada por estos autores se basa en utilizar las variaciones relativas a las instituciones y los yacimientos de petróleo situados a ambos lados de una frontera.

como más expropiable que la extracción de petróleo porque la producción minera no se mueve a través de oleoductos y tiene lugar exclusivamente en tierra.

El enfoque de este recuadro consiste en estimar, utilizando un conjunto de datos de panel, un modelo de Poisson inflado por ceros tomándose el número de descubrimientos mineros por país, año y metal como la variable dependiente<sup>4</sup>.  $N_{itm}$  denota el número de minas descubiertas en el país  $i$  en el momento  $t$  y para un metal específico  $m$ . Se supone que  $N_{itm}$  sigue una distribución de Poisson.

La principal variable explicativa de interés es la calificación de riesgo político de un país, obtenida del índice

<sup>4</sup>Grandes cantidades de ceros y la heterocedasticidad de errores pueden implicar que los resultados de mínimos cuadrados ordinarios sean sesgados e incongruentes. Silva y Tenreyro (2006) sugieren el estimador de Poisson de pseudo máxima verosimilitud para abordar este problema. En este recuadro se sigue dicha sugerencia y se usan modelos Poisson inflados con ceros. Los datos de recuento se modelan como un modelo de conteo de Poisson y se usa un modelo logit para predecir los ceros.



**Recuadro 1.SE.1 (continuación)**

**Cuadro 1.SE.1.1. Impacto de las instituciones políticas en los descubrimientos de minerales**

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)
Calificación de riesgo político, rezagada	0,0216*** (0,00729)	0,0171** (0,00782)	0,0192** (0,00783)	0,0195** (0,00787)
Puntuación Polity2, rezagada		0,0128 (0,0155)	0,0179 (0,0156)	0,0173 (0,0155)
Stock de descubrimientos, rezagado			0,0161*** (0,00343)	0,0162*** (0,00344)
Calificación de riesgo político x Variación del precio de los metales				-0,00635 (0,0165)
Variación logarítmica del precio de los metales	-0,449 (0,316)	-0,464 (0,320)	-0,466 (0,320)	-0,0207 (1,159)
Variación logarítmica del precio de los metales, rezagada	-0,334 (0,315)	-0,341 (0,314)	-0,345 (0,322)	-0,345 (0,322)
Número de observaciones	37.252	35.480	31.812	31.812

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Errores estándar robustos entre paréntesis. En todas las regresiones se incluyen el país, el año y los efectos fijos por metal.

\* $p < 0,1$ ; \*\* $p < 0,05$ ; \*\*\* $p < 0,01$ .

de riesgo político de la Guía Internacional de Riesgo País (ICRG, por sus siglas en inglés). Las regresiones incluyen los efectos fijos de cada metal porque los metales difieren en su abundancia y ubicación. Se incluyen también los efectos fijos del país para recoger las características del país invariantes en el tiempo que son difíciles de observar, tales como la geología real, y los efectos fijos del año para controlar el efecto de la tecnología y otros shocks mundiales. Asimismo, se controla el efecto de las variaciones de precios para los metales correspondientes durante los últimos cinco años. La especificación de base emplea el enfoque log-lineal estándar para modelar el número previsto de descubrimientos de minas del metal  $m$  en el país  $i$  en el momento  $t$  en el modelo de regresión de Poisson de tres vías:

$$\ln E(N_{itm}) = \alpha + \beta \Delta p_{t-1,m} + \gamma ICRG_{it-1} + \delta X_{itm}$$

donde el vector  $\alpha$  incluye efectos fijos correspondientes a un país, momento y metal. Los principales controles de interés son el logaritmo natural del precio de mercado mundial del metal  $m$  y el indicador del riesgo político  $ICRG$ . El vector  $X$  incluye otros controles. Cabe señalar que la calidad de las instituciones puede ser endógena a los descubrimientos de metales por cuanto esos hallazgos pueden, por ejemplo, desencadenar conflictos respecto de los recursos y erosionar las instituciones (Ross, 2001, 2012). Cualquier endogeneidad de ese tipo tenderá, sin embargo, a sesgar el coeficiente asociado con las instituciones hacia cero y, por lo tanto, debería interpretarse que ese

coeficiente presenta un límite inferior. Para atenuar en alguna medida los problemas de causalidad inversa, la calificación de riesgo político se incluye con un año de rezago. Asimismo, se controla el efecto de los descubrimientos rezagados, para dar cuenta del agrupamiento de los descubrimientos. También se exploran las interacciones entre el índice  $ICRG$  y el precio de los metales y entre el precio y los efectos fijos. Otras pruebas de robustez consisten en sumar controles tales como el PIB per cápita y el stock de capital inicial y usar los niveles de precios en lugar de sus variaciones. Los principales resultados no varían.

Se observa que la calificación de riesgo político, que refleja los derechos de propiedad y la estabilidad política, es estadística y económicamente significativa (cuadro 1.SE.1.1). Los resultados indican que una mejora de una desviación estándar en la calificación de riesgo político (que corresponde a un desplazamiento, por ejemplo, de Malí a Sudáfrica, de Sudáfrica a Chile, o de Chile a Canadá) aumentaría 1,2 veces los descubrimientos de metales en esos países. Para dar una mejor idea de la magnitud pertinente, se realiza un ejercicio mental en el que la mediana de derechos de propiedad en América Latina y África subsahariana salta repentinamente a los niveles de las economías más avanzadas en cada una de esas regiones, que son, respectivamente, Chile y Botswana. Este experimento arroja un aumento de 15% en el número de minas descubiertas en el mundo, de mantenerse los demás aspectos en iguales condiciones. La cifra aumenta a 25% si en

**Recuadro 1.SE.1 (continuación)**

cambio América Latina y África subsahariana adoptarían de repente el mismo nivel de derechos de propiedad que los vigentes en Estados Unidos, nuevamente en igualdad de circunstancias. No obstante el drástico aumento de la institucionalidad que surge obligadamente del ejercicio mental, las magnitudes indican que las instituciones cumplen un papel importante como factor de impulso de la exploración de metales y, en última instancia, su descubrimiento. Las instituciones inciden en los descubrimientos a través de diversos canales, además de la percepción de riesgo por parte de los potenciales inversores extranjeros. Por ejemplo, la existencia de mejores instituciones podría influir en la adopción de mejores tecnologías o mejorar la calidad de la fuerza laboral y a su vez incidir en la cantidad de descubrimientos. En el análisis aquí realizado no se intenta separar esos canales.

Los resultados también indican que los movimientos en los precios de los metales durante los últimos cinco años no son estadísticamente significativos para explicar el número de descubrimientos. La probabilidad de que haya más descubrimientos al parecer aumenta en función de los descubrimientos anteriores, como cabría esperar dado el menor riesgo de explorar cerca de un yacimiento conocido.

*¿Cuáles son las consecuencias?*

El desplazamiento desde el Norte al Sur de la frontera de explotación metálica probablemente tendrá importantes consecuencias para las economías donde se hayan encontrado nuevos yacimientos de metales, especialmente en América Latina y África. Por cierto, esos descubrimientos amplían la lista de países ricos en recursos naturales. Las nuevas minas suponen más inversión y más puestos de trabajo, especialmente en el sector de los recursos, y un aumento de los ingresos públicos. Se han inaugurado nuevas rutas comerciales desde América Latina y África a las economías emergentes de Asia. Sin embargo, esos nuevos hallazgos de recursos plantean desafíos para el ejercicio de la política macroeconómica en las economías en desarrollo tanto a corto como a largo plazo.

Si bien la demanda de metales que proviene de los mercados emergentes ha sido un factor clave en la reciente evolución del mercado mundial de esos productos, los avances logrados en materia de calidad de las instituciones han contribuido a aumentar su oferta y modificaron su composición. Un futuro crecimiento sostenido de la institucionalidad junto con una desaceleración de la demanda podría derivar en un exceso de oferta y ejercer más presión bajista sobre los precios.

### Recuadro 1.1. ¿Qué efecto tienen las recesiones?

La crisis financiera mundial situó la histéresis —la hipótesis de que las recesiones podrían tener efectos permanentes y provocar más adelante un descenso del producto— en el punto de mira. El gráfico 1.1.1 muestra por qué. El gráfico muestra la evolución del producto en Estados Unidos y la zona del euro desde el año 2000. En él se observa de forma sorprendentemente gráfica que, desde la crisis financiera mundial, parece que el producto evoluciona siguiendo una trayectoria más baja, incluso quizás una trayectoria de crecimiento inferior, en especial en la zona del euro.

Para entender hasta qué punto no es habitual una evolución así, Blanchard, Cerutti y Summers (2015) examinan 122 recesiones de 23 economías avanzadas ocurridas desde los años sesenta. Su análisis de la evolución relativa del producto tras cada recesión adopta un enfoque no paramétrico, con arreglo al cual se estiman y extrapolan las tendencias previas a la recesión, teniendo en cuenta, entre otros factores, la posibilidad de que una economía podría haber estado en un período de auge, y por tanto por encima de la tendencia, antes de iniciarse la recesión. El gráfico 1.1.2 muestra el caso de Portugal, representativo de otros países. Todas las recesiones sufridas por Portugal desde 1960 excepto una parecen estar relacionadas no solo con un producto inferior al tendencial, sino también con un descenso posterior del crecimiento tendencial, lo que aumenta las brechas entre el producto tendencial efectivo y anterior.

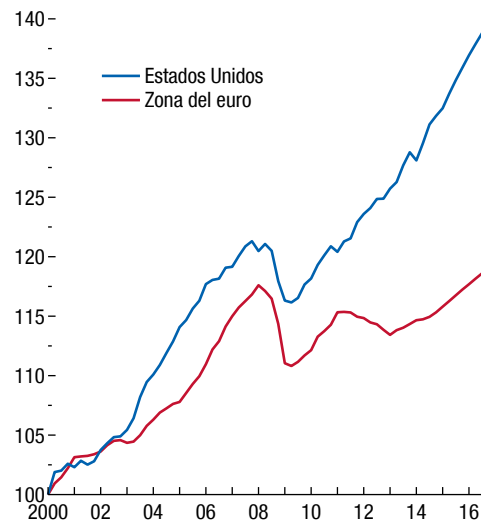
En líneas más generales, el análisis llevado a cabo por estos autores de las brechas del producto promedio entre la tendencia previa a la recesión y el logaritmo del PIB corriente (que abarca de tres a siete años después de la recesión) concluye que nada menos que dos tercios de las recesiones vienen seguidas de un producto inferior, comparado con la tendencia previa a la recesión. Sorprende todavía más que casi la mitad de ellas no solo vayan seguidas de una contracción del producto, sino también de un menor crecimiento del producto en relación con la tendencia previa a la recesión.

No obstante, correlación no implica necesariamente causalidad. Pueden plantearse tres explicaciones distintas:

- *Histéresis*: Son varios los mecanismos que podrían dar lugar a una trayectoria inferior del producto tras una recesión. Las crisis financieras, como la reciente

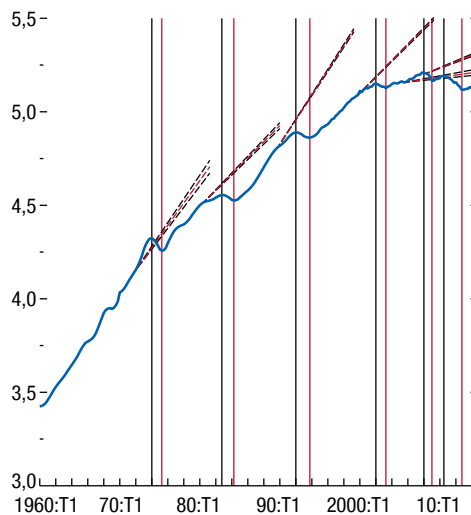
Los autores de este recuadro son Olivier Blanchard y Eugenio Cerutti, que se basan en Blanchard, Cerutti y Summers (2015).

**Gráfico 1.1.1. Economías avanzadas: PIB real**  
(Índice, 2000: T1 = 100)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

**Gráfico 1.1.2. Portugal: Evolución del logaritmo del PIB real y tendencias extrapoladas**



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.  
Nota: Los niveles máximos del logaritmo del PIB se indican mediante líneas verticales negras; los mínimos, mediante líneas verticales rojas. Las fechas de las recesiones son: 1974:T1–75:T2; 1982:T4–84:T2; 1992:T1–93:T4; 2002:T1–03:T2; 2008:T1–09:T1; 2010:T1–12:T4.

**Recuadro 1.1 (continuación)**

debacle mundial, suelen provocar cambios institucionales, como un endurecimiento de los requerimientos de capital o una modificación de los modelos de actividad bancaria, y eso podría afectar al nivel del producto a largo plazo. En el mercado laboral, una recesión y el elevado desempleo que se le asocia podrían provocar que algunos trabajadores o bien lo abandonasen de manera permanente, o terminaran siendo imposibles de emplear<sup>1</sup>. Durante una recesión, es posible que las empresas introduzcan recortes en investigación y desarrollo, lo que se traduciría en un descenso del nivel de productividad con respecto al que se observaría si no hubiese habido recesión. Más difícil, aunque no imposible, resulta pensar en mecanismos a través de los cuales una recesión provoque más adelante un *crecimiento* del producto inferior<sup>2</sup>. Una recesión puede desencadenar cambios de comportamiento o hacer que las instituciones recorten permanentemente la investigación y el desarrollo, o reduzcan para siempre su reasignación. Estos cambios pueden ir de un aumento de las restricciones jurídicas o autorrestricciones en cuanto a la asunción de riesgos de las instituciones financieras a cambios tributarios que desincentiven el espíritu empresarial.

- *Efectos dinámicos de los shocks de la oferta*: Los shocks de la oferta (por ejemplo, shocks del petróleo y crisis financieras) pueden estar detrás tanto de la recesión como del posterior descenso de la producción. Por ejemplo, es plausible alegar que el pronunciado descenso del producto al comienzo de la crisis mundial y la posterior trayectoria de crecimiento inferior provienen de una misma causa subyacente: la crisis del sistema financiero, que se manifestó a través de

efectos agudos al principio y de efectos de carácter crónico después.

- *Causalidad inversa*: Una recesión podría deberse en parte a expectativas de un menor crecimiento futuro. Por ejemplo, una disminución exógena del crecimiento potencial subyacente podría provocar que los hogares redujesen el consumo y las empresas la inversión, lo cual desembocaría en una recesión inicial.

Para distinguir entre estas tres explicaciones, Blanchard, Cerutti y Summers (2015) se centran en descomposiciones basadas en la causa próxima de las recesiones. Toman en consideración las recesiones provocadas por una desinflación intencionada —recesiones por shock de la demanda caracterizadas por un abultado aumento de las tasas de interés nominales, seguido de la posterior desinflación—, en las cuales es más probable que la correlación refleje una histéresis que las dos otras hipótesis. Los autores concluyen que, incluso en el caso de esas recesiones, la proporción de las que van seguidas de un producto inferior en relación con la tendencia previa a la recesión es sustancial (aproximadamente 17 de las 28 recesiones por desinflación intencionada).

Las repercusiones de estas conclusiones para la formulación de las políticas son importantes, pero posiblemente contradictorias. En general, cuando existe histéresis, las políticas macroeconómicas deben ser más agresivas. Las desviaciones del producto respecto a su nivel óptimo son mucho más duraderas y, por tanto, su costo es mayor de lo que suele creerse. No obstante, en la medida en que las otras dos explicaciones también son relevantes, existe el riesgo de sobrestimar el producto potencial durante y después de una recesión e, implícitamente, de sobrestimar la brecha del producto. Las políticas macroeconómicas basadas en una sobrestimación de la brecha del producto podrían resultar demasiado agresivas. De ahí que la combinación de políticas macroeconómicas no deba ser solo específica de cada país, sino también de cada recesión.

<sup>1</sup>Blanchard y Summers (1986) también relacionan el aumento del desempleo en Europa durante los años ochenta con una histéresis en forma de episodios de desempleo prolongados que provocaron cambios en las instituciones del mercado laboral.

<sup>2</sup>Para poder distinguir las consecuencias de una recesión sobre la tasa de crecimiento de sus repercusiones sobre el nivel del producto, Ball (2014) se refiere a las primeras como “superhistéresis”.

### Recuadro 1.2. Pequeñas economías; grandes déficits en cuenta corriente

Aun cuando los desequilibrios mundiales en cuenta corriente se han reducido, sigue habiendo muchos países con grandes déficits. Durante el período 2012–14, 62 países registraron un déficit promedio en cuenta corriente del 7% del PIB; tan solo cuatro menos que en el período 2005–08<sup>1</sup>. Este recuadro presenta datos estilizados sobre las características de estos países y procura echar luz sobre los posibles factores que causan su endeudamiento externo y vulnerabilidades exógenas.

El primer hecho destacado sobre estos países es su pequeño tamaño. Pese a representar alrededor de una tercera parte de los países miembros del FMI y la mitad de los países con déficits en cuenta corriente, su PIB agregado es inferior al 1½% del PIB mundial a precios de mercado, y su déficit agregado en cuenta corriente aproximadamente una décima parte de los déficits globales en cuenta corriente (algo menor que el déficit del Reino Unido). Su distribución geográfica es heterogénea: 22 economías de África subsahariana, 12 del Caribe, 3 de América Central, 5 islas del Pacífico, 4 de Asia, 7 de Oriente Medio y Norte de África, 5 países emergentes de Europa y 4 de la Comunidad de Estados Independientes. Alrededor de la mitad son países de bajo ingreso, y la otra mitad son mercados

Los autores de este recuadro son Carolina Osorio-Buitrón y Gian Maria Milesi-Ferretti.

<sup>1</sup>La cantidad de países con superávits en cuenta corriente superiores al 7% del PIB en 2012–14 era mucho menor (15), pero su tamaño agregado era cuatro veces mayor. La mayoría son exportadores de petróleo.

**Cuadro 1.2.1. Características del país que representa la mediana de la muestra**  
(Promedio de 2012–14)

	Población (millones)	PIB per cápita (miles de US\$)	Exportaciones netas de petróleo (% del PIB)
Grandes déficits en cuenta corriente	3,8	2,4	-7,3
Otros	10,5	9,3	-2,9

Fuentes: Banco Mundial, *World Development Indicators*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

emergentes. El cuadro 1.2.1 presenta una comparación de las características del país que representa la mediana del grupo, en comparación con el resto del mundo; cabe destacar que estos países tienen poblaciones pequeñas y un bajo PIB per cápita. Asimismo, dependen mucho de las importaciones de petróleo.

El cuadro 1.2.2 examina más formalmente si las variables del cuadro 1.2.1 están sistemáticamente relacionadas con los saldos en cuenta corriente; para ello estima una regresión transversal simple en la cual la variable dependiente es el ratio promedio cuenta corriente-PIB a lo largo del período 2012–14 y el conjunto parsimonioso de variables explicativas incluye el PIB per cápita, la población y una variable representativa de las exportaciones e importaciones netas de petróleo durante el mismo período. Por cierto, hay abundante bibliografía que estima regresiones

**Cuadro 1.2.2. Modelos transversales de cuenta corriente**  
(Variables expresadas como promedios de 2012–14, salvo indicación en contrario)

	(1)	(2) <sup>1</sup>	(3)	(4)
Logaritmo del PIB per cápita	3,40*** (0,44)	2,22*** (0,31)	3,49*** (0,43)	3,34*** (0,43)
Logaritmo de la población	1,43*** (0,29)	1,40*** (0,28)	0,97** (0,31)	1,13*** (0,32)
Variable ficticia: Riqueza hidrocarburos	9,18*** (1,82)	8,65*** (2,04)	9,02*** (1,77)	
Variable ficticia: Caribe			-7,36** (2,42)	-3,55 (2,41)
Exportaciones netas de petróleo (porcentaje PIB)				0,24*** (0,06)
Observaciones	188	172	188	171
R <sup>2</sup>	0,40	0,46	0,42	0,49
R <sup>2</sup> ajustado	0,39	0,45	0,41	0,48

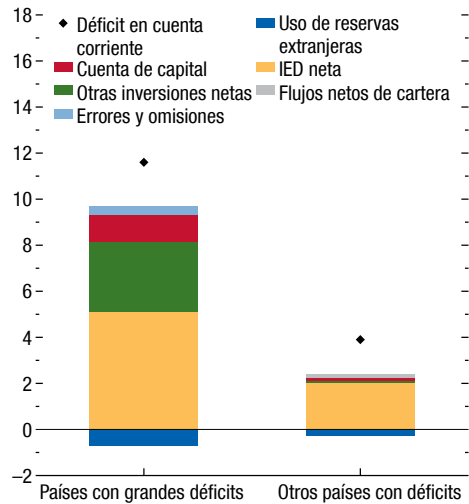
Nota: Errores estándar en paréntesis.

<sup>1</sup>Las variables dependientes y explicativas se expresan en promedios de 1995–2014.

\*\* $p < 0,01$ ; \*\*\* $p < 0,001$ .

## Recuadro 1.2 (continuación)

**Gráfico 1.2.1. Fuentes de financiamiento externo, países con déficits en cuenta corriente**  
(Porcentaje del PIB, valores medios, 2012–14)



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*, y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: El gráfico presenta los valores medios de los promedios de 2012–14 para cada grupo de países correspondiente a cada fuente de financiamiento. IED = inversión extranjera directa.

de cuentas corrientes (véase, por ejemplo, Chinn y Prasad, 2003; Lee *et al.*, 2008, y Prati *et al.*, 2011). A diferencia de lo que se observa en la mayoría de la bibliografía, en este caso el énfasis se ha puesto meramente en la transversalidad, y la cantidad muy limitada de variables de control permite una auténtica muestra global (más amplia que las muestras comúnmente utilizadas).

Los resultados indican que existe una relación transversal muy fuerte entre los saldos en cuenta corriente y el PIB per cápita: por ejemplo, un país con un PIB per cápita de US\$5.000 tendrá, en promedio, un saldo en cuenta corriente 6 puntos porcentuales del PIB más sólido que un país con un PIB per cápita de US\$1.000. La regresión también arroja una relación positiva entre los saldos en cuenta corriente y la población, con valor estadístico y económico significativo, tras neutralizar la variable del PIB per cápita. Por ejemplo, un país con una población de 10 millones tiene, en promedio, un saldo en cuenta corriente alrededor de 2,8 puntos porcentuales del PIB más sólido

que un país con el mismo PIB per cápita pero una población de 1 millón. Estos resultados no son específicos para el período 2012–14, como se observa en la columna (2) del cuadro 1.2.2. Las posibles razones por las que los países con poblaciones más pequeñas tienen en promedio déficits más grandes se analizan más adelante en este recuadro<sup>2</sup>. Una variable ficticia para los exportadores de petróleo también es muy significativa, y más aún el saldo comercial petrolero. En la columna (3) se observa que la importancia de la población no solo es más significativa en las islas del Caribe, que tienen grandes déficits y poblaciones muy pequeñas, sino que además sugiere que estos países registran déficits más grandes que otros, una vez neutralizadas las variables de tamaño y nivel de desarrollo. El grado de dependencia del petróleo es, a todas luces, un factor determinante de sus déficits; como se observa en la columna (4), al utilizar el saldo petrolero en lugar de la variable ficticia de exportador de petróleo se reduce la significancia estadística y económica de la variable ficticia del Caribe.

#### Financiamiento externo

El gráfico 1.2.1 proporciona información sobre la estructura de financiamiento externo para los países en la muestra de naciones con grandes déficits. Estos países han dependido en gran medida de flujos de inversión extranjera directa (IED) neta —la mediana es del orden de 5 puntos porcentuales del PIB—, como así también de flujos netos de otras inversiones (una categoría amplia que incluye préstamos oficiales y del sector privado). Esta variable subestima las entradas netas de capitales cuando hay mecanismos de alivio de la deuda, pues esto último se registra como una transferencia de la cuenta de capital acompañada por un reembolso de otros pasivos de inversión. De hecho, las transferencias de la cuenta de capital representan cerca del 1% del PIB del financiamiento mediano en cuenta corriente. La mediana de los flujos de cartera es insignificante, aun cuando algunos países han recurrido intensamente a ese tipo de financiamiento. Por otro lado, ni las variaciones

<sup>2</sup>Dado que el ratio cuenta corriente-PIB en las economías pequeñas tiende a ser más volátil que en las economías más grandes, los países con pequeñas poblaciones podrían estar sobrerrepresentados en la muestra de países con grandes déficits. Pero la volatilidad difícilmente sea el principal catalizador de la relación entre población y cuenta corriente, pues la correlación negativa entre ambas variables es sistemática en todos los países. Más aún, las pequeñas economías no están sobrerrepresentadas en la muestra de países con grandes déficits.



### Recuadro 1.2 (continuación)

medianas de las reservas en divisas ni los errores y omisiones tienen un peso importante.

Dada la identidad de la balanza de pagos, las fuentes netas de financiamiento de la cuenta corriente también están correlacionadas con el PIB per cápita y la población. La correlación es especialmente fuerte en las transferencias de la cuenta de capital, los flujos oficiales extranjeros y la inversión extranjera directa, todos los cuales son proporcionalmente más elevados —como porcentaje del PIB del país— en los países pobres y en los países con poblaciones pequeñas.

#### *Catalizadores de un gran financiamiento externo*

Los grandes déficits en cuenta corriente en principio pueden estar asociados a una variedad de factores:

- *Considerable dependencia de la asistencia para el desarrollo, en especial en las economías pequeñas:* Los países con poblaciones más pequeñas tienden a recibir más ayuda, en relación con el PIB, que las naciones más grandes (véase Alesina y Dollar, 2005)<sup>3</sup>. Dada la mayor dependencia de los flujos de ayuda, el saldo de la cuenta corriente posiblemente exagere el acceso al endeudamiento externo (mediante donaciones clasificadas en la cuenta de capital), y los costos de endeudamiento pueden ser más bajos que los de otros países, debido a los préstamos concesionales. De hecho, si se utiliza la cuenta financiera como variable dependiente en las regresiones del cuadro 1.2.2 (restando así la parte del financiamiento de la cuenta corriente que corresponde a transferencias de capital), la relación con el tamaño de la población pierde significancia económica y estadística.
- *Legado de gran endeudamiento externo, lo que implica un saldo de ingresos muy negativo:* Estos efectos se intensifican a raíz del bajo crecimiento de la economía.
- *Shocks de crecimiento negativo, como catástrofes naturales o conflictos, que reducen (temporariamente) las posibilidades de producción de un país, así como también el aumento inducido del gasto público asociado con las necesidades de reconstrucción:* En los Estados pequeños, las consecuencias macroeconómicas de las catástrofes naturales son especialmente importantes, pues estos shocks tienden a afectar a una proporción

<sup>3</sup>Por lo tanto se ha utilizado el tamaño del país, medido por su población, para medir el interés de los donantes (Bräutigam y Knack, 2004) y como instrumento para medir los flujos de ayuda (véase, por ejemplo, Rajan y Subramanian, 2008).

mayor de la población y de la economía<sup>4</sup>. Si bien las estimaciones existentes del costo de las catástrofes naturales para el PIB no son un factor determinante significativo de los saldos en cuenta corriente cuando se los incorpora en las especificaciones de regresión del cuadro 1.2.2, la cobertura incompleta de estas estimaciones plantea una dificultad a la hora de verificar el valor empírico de manera confiable.

- *Problemas de medición:* La muestra de países con grandes déficits incluye 18 economías basadas en el turismo, de las cuales hay evidencia anecdótica de una posible subestimación del gasto de los turistas y, por ende, de sobreestimación del déficit en cuenta corriente (véase, por ejemplo, FMI, 2015d). Cuando se los incorpora a las regresiones del cuadro 1.2.2, los ingresos del turismo como proporción de las exportaciones totales tienen una correlación negativa con el saldo en cuenta corriente (y se reducen el tamaño y la significancia del coeficiente de población), lo que confirma la hipótesis de una posible subestimación de los ingresos. De manera análoga, los países con grandes déficits dependen más de las remesas que otros países con déficits<sup>5</sup>. Sin embargo, resulta notablemente difícil distinguir estos flujos de capitales de las entradas de capitales y medirlos correctamente, por ejemplo, porque las remesas suelen ser inferiores a los umbrales de declaración fijados para las instituciones financieras (véase UNECE, 2011).

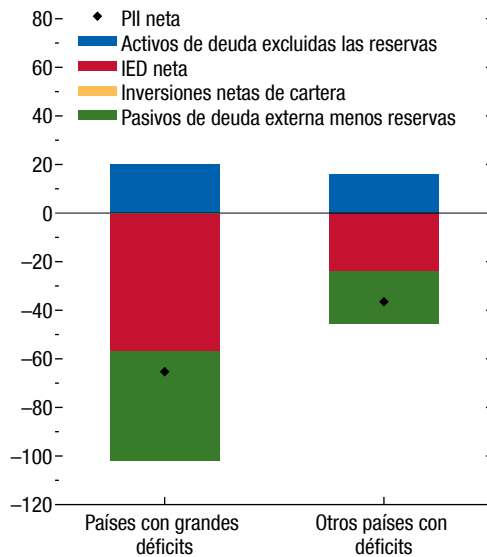
Distintos países de la diversa muestra de naciones con grandes déficits en cuenta corriente corresponden a cada una de estas categorías. Los déficits crónicos en cuenta corriente con un bajo PIB per cápita y gran dependencia de la asistencia para el desarrollo conforman el perfil más habitual entre los países que integran la muestra. De hecho, si bien alrededor de 50 países en el grupo experimentaron un deterioro de los déficits en cuenta corriente en relación con sus valores promedio de cuenta corriente en el período 1995–2011, tan solo 11 de ellos tenían déficits promedio inferiores al 5% del PIB durante el período anterior. En varios de estos países, los efectos del endeudamiento externo se aliviaron mediante acuerdos de condonación o reducción de deuda, bien en el período 2012–14 o en

<sup>4</sup>Se estima que las catástrofes naturales le cuestan a los microestados (países con 200.000 o menos habitantes) entre 3% y 5% del PIB anualmente (Jahan y Wang, 2013).

<sup>5</sup>La relación media entre remesas y PIB es del orden del 3% en los países con grandes déficits, y cercana a cero para los otros países con déficit.

## Recuadro 1.2 (continuación)

**Gráfico 1.2.2. Composición de la posición de inversión internacional neta, países con déficits en cuenta corriente**  
(Porcentaje del PIB, valores medios, 2013)



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics*, y Lane y Milesi-Ferretti (2007).

Nota: El gráfico presenta los valores medios de 2013 para cada grupo de países correspondiente a cada tipo de inversión. IED = inversión extranjera directa; PII = posición de inversión internacional.

la década anterior (por ejemplo, Liberia, Mozambique y Saint Kitts y Nevis). Sin embargo, como se analiza en la siguiente sección, todavía hay muchos países con pasivos externos netos muy elevados.

En cuanto a las razones de las grandes variaciones de los saldos en cuenta corriente, Mauritania, Mongolia, Mozambique y Papua Nueva Guinea han tenido auges de IED relacionados con sus recursos naturales, y Las Bahamas, Granada y Guyana han sufrido catástrofes naturales cuyos costos macroeconómicos estimados superaron 2 puntos porcentuales del PIB por año.

#### Riesgos externos para países con grandes déficits

Muchos países de la muestra de naciones con grandes déficits tienen vulnerabilidades estructurales. Por ejemplo, los pequeños Estados en desarrollo, que representan una tercera parte de la muestra, son vulnerables y tienen dificultades en materia de políticas

a raíz de su tamaño, lo que encarece la producción y la distribución, dificulta la prestación de bienes públicos, plantea otras limitaciones de capacidad administrativa, y los somete a un nivel mínimo de diversificación frente a los shocks externos, incluidas las catástrofes naturales (FMI, 2013, 2015e).

En líneas más generales, dada la considerable dependencia del financiamiento externo, los países de esta muestra en general son sensibles a los cambios en el panorama macroeconómico global, debido a su tamaño generalmente pequeño, su apertura y su dependencia del financiamiento externo. Por ejemplo, estos cambios incluyen el endurecimiento de las condiciones de financiamiento externo y la desaceleración del crecimiento de las economías de mercados emergentes. La disminución de los precios de las materias primas afecta a los países exportadores de recursos naturales, pero como se destaca en el cuadro 1.1.1, la caída de los precios del petróleo de hecho favorece a una gran mayoría de países de este grupo. Desde luego, una evaluación de los riesgos del sector externo tiene que tener en cuenta importantes diferencias en el contexto macroeconómico, además del nivel y la estructura del financiamiento externo, y los riesgos asociados con factores externos se ven exacerbados por shocks de la macroeconomía local y el débil crecimiento económico.

Una fuerte dependencia de los flujos de cartera para financiar importantes déficits en cuenta corriente puede conllevar un riesgo mayor de reversión de los flujos de capitales al cambiar la actitud global respecto del riesgo. Durante el período 2012–14, 10 países del grupo de naciones con grandes déficits (con exclusión de los centros financieros, que de por sí tienen grandes flujos de cartera) registraron, en promedio, entradas netas de capital superiores al 2% del PIB (por ejemplo, Ghana, Kenya, Mongolia y Serbia).

Por otro lado, cinco países de la muestra, entre los que se incluyen países en conflicto como Ucrania, además de otros como Papua Nueva Guinea, sufrieron importantes reducciones de sus reservas internacionales durante el período 2012–14 (en promedio, más de 2% del PIB por año).

Por otra parte, una cantidad considerable de países de la muestra —con déficits grandes y persistentes en cuenta corriente— tienen importantes pasivos externos netos, a pesar de las transferencias externas y de los convenios de reducción de deuda analizados anteriormente (gráfico 1.2.2). En muchos países, la IED neta representa la mayor parte de los pasivos externos netos. El valor de los pasivos por IED suele estar ligado a las

**Recuadro 1.2 (continuación)**

**Cuadro 1.2.3. Perfil de los países con grandes déficits en cuenta corriente**

	Alivio significativo de la deuda <sup>1</sup>	Frágil <sup>2</sup>	Rico en recursos naturales <sup>3</sup>	Basado en el turismo <sup>4</sup>	Centro financiero
Albania				Sí	
Anguilla					
Antigua y Barbuda				Sí	Sí
Armenia					
Bahamas, Las				Sí	Sí
Barbados					Sí
Benín	Sí				
Bután					
Bosnia y Herzegovina		Sí			
Burundi	Sí	Sí			
Cabo Verde				Sí	
Camboya				Sí	
Chad		Sí	Sí		
Comoros	Sí	Sí			
Congo, Rep. Dem. del	Sí	Sí	Sí		
Djibouti					
Dominica				Sí	
Fiji				Sí	
Gambia					
Georgia					
Ghana			Sí		
Granada				Sí	
Guinea		Sí	Sí		
Guyana	Sí				
Honduras					
Jamaica				Sí	
Jordania				Sí	
Kenya					
Kiribati		Sí			
Kosovo		Sí			
Líbano				Sí	Sí
Lesotho					
Liberia	Sí	Sí	Sí		
Islas Marshall		Sí			
Mauritania			Sí		
Mongolia			Sí		
Montenegro				Sí	
Montserrat					
Marruecos					
Mozambique	Sí				
Nicaragua	Sí				
Níger					
Palau				Sí	
Panamá					Sí
Papua Nueva Guinea			Sí		
Rep. Dem. Popular Laos					
República Kirguisa			Sí		
Rwanda	Sí				
Santo Tomé y Príncipe	Sí	Sí	Sí		
Senegal	Sí				
Serbia					
Seychelles	Sí			Sí	Sí
Sierra Leona	Sí	Sí	Sí		

## Recuadro 1.2 (continuación)

Cuadro 1.2.3. Perfil de los países con grandes déficits en cuenta corriente (continuación)

	Alivio significativo de la deuda <sup>1</sup>	Frágil <sup>2</sup>	Rico en recursos naturales <sup>3</sup>	Basado en turismo <sup>4</sup>	Centro financiero
Saint Kitts y Nevis				Sí	
Santa Lucía				Sí	
San Vicente y las Granadinas				Sí	
Sudán		Sí			
Tanzania	Sí				
Togo	Sí	Sí			
Túnez		Sí			
Tuvalu		Sí			
Uganda		Sí			
Ucrania	Sí				
Zimbabwe		Sí			

<sup>1</sup>Países con un alivio acumulado de deuda desde 2000 superior al 10% del PIB.

<sup>2</sup>Países clasificados como frágiles en FMI, 2015c.

<sup>3</sup>Países ricos en hidrocarburos, que pueden llegar a ser ricos en hidrocarburos, o ricos en minerales, según la *Guía sobre la transparencia del ingreso proveniente de recursos naturales* del FMI.

<sup>4</sup>Las economías basadas en el turismo tienen una relación entre ingresos por turismo internacional y exportaciones totales que supera el 25% y de ingresos provenientes de turismo internacional superiores al 10% del PIB.

perspectivas económicas del país, lo que supone una mayor transferencia del riesgo en comparación con la deuda en moneda extranjera<sup>6</sup>. Pese a ello, los grandes pasivos de IED también implican importantes salidas de ingresos, y un país con importantes pasivos por IED sigue siendo vulnerable a una fuerte caída de los flujos de IED si sus perspectivas o las del sector en la que se concentra fundamentalmente esa IED (por ejemplo, extracción de recursos naturales o turismo) se deterioran.

El gráfico 1.2.2 también muestra que los pasivos de deuda externa, excluidas las reservas, superan 40% del PIB en más de la mitad de los países que conforman la muestra, y la evidencia empírica sugiere que la posición de deuda externa neta de un país está correlacionada con la probabilidad de una crisis externa (Catão y Milesi-Ferretti, 2014). En varios países de la muestra, la importante proporción de préstamos concesionales es un factor atenuante (en más de 20, la proporción superaba 50% en 2013). Sin embargo, la proporción

<sup>6</sup>En varios casos, una gran proporción de entradas de IED está asociada con igual cantidad de importaciones de maquinaria y equipo. En consecuencia, una caída de la IED podría reducir las importaciones relacionadas con la IED y fortalecer el saldo de la cuenta corriente, como sucedió en muchos países del Caribe durante la crisis financiera mundial.

de préstamos concesionales en general está en descenso y es inferior a una tercera parte en alrededor de la mitad de los países de la muestra.

En síntesis, este recuadro documenta que una cantidad importante de países siguen teniendo grandes déficits en cuenta corriente. Estos países son abrumadoramente pequeños en términos del PIB per cápita, de la población, o de ambos. Los factores que pueden ayudar a entender la incidencia de los grandes déficits en países con poblaciones pequeñas incluyen un nivel más alto de donaciones y asistencia externa en relación con el tamaño de la economía y las vulnerabilidades de especial importancia para los países pequeños (tales como los efectos de catástrofes naturales recurrentes), además de los problemas de medición (por ejemplo, en relación con los ingresos provenientes del turismo o de remesas). En los últimos años, estos países se han beneficiado de un contexto de financiamiento externo muy favorable, y varios han emitido por primera vez títulos en el mercado internacional. Es probable que cambie el contexto, y esto planteará dificultades en materia de políticas, en especial para aquellos países con pasivos externos netos de gran magnitud que recurren en gran medida a deuda no concesionaria.

### Recuadro 1.3. Flujos de capitales y profundización financiera en las economías en desarrollo

Al largo de las últimas décadas, los países en desarrollo de bajo ingreso se han integrado de forma significativa en los mercados financieros mundiales: las entradas anuales brutas de capital privado han pasado de los US\$4.000 millones de comienzos de los años ochenta a más de US\$60.000 millones en los últimos años, alcanzando en 2013 casi el 6,4% del PIB<sup>1</sup>. Esta aceleración, paralela al auge del precio de las materias primas, se ha visto impulsada por la inversión extranjera directa, que rondaba 2% del PIB a comienzos de la década de 2000 pero que rebasa el 4% desde 2011. Las otras entradas de capitales del sector no oficial también han registrado un aumento en los últimos años, pero siguen representando menos del 1,5% del PIB. Los flujos de inversión de cartera han sido una fuente de financiamiento externo insignificante en los países en desarrollo de bajo ingreso, si bien recientemente registraron aumentos en algunas economías de frontera (Araujo *et al.*, 2015).

Los países en desarrollo de bajo ingreso suelen presentar mayores restricciones al crédito que las economías avanzadas. Para estas economías, las entradas de capitales pueden ser una fuente importante de profundización financiera para estimular la inversión y asignar los recursos de forma eficiente. Las entradas de capitales permiten incrementar el crédito privado directamente —a través de un aumento de los depósitos bancarios y los efectos sobre la valoración de garantías (gracias al aumento de los precios de los activos)— e indirectamente, a través de sus efectos sobre las variables macroeconómicas y financieras que influyen en la demanda y la oferta de crédito<sup>2</sup>. Por

Los autores de este recuadro son Filippo Gori, Bin Grace Li y Andrea F. Presbitero.

<sup>1</sup>Media ponderada; la media no ponderada se sitúa en el 9,6% del PIB. La definición de entradas de capitales privados utilizada aquí se basa en Bluedorn *et al.*, 2013 y excluye de las entradas de capitales totales las variaciones en las reservas registradas, los préstamos del FMI y otros flujos que registren el sector oficial como contraparte (por ejemplo, otros flujos hacia el banco central o la autoridad monetaria y el gobierno general, habitualmente préstamos o ayudas oficiales).

<sup>2</sup>Estudios recientes han analizado la relación entre integración financiera y profundización financiera interna en las economías avanzadas y de mercados emergentes, pero no en países en desarrollo de bajo ingreso. Se ha demostrado que la envergadura del sistema bancario nacional y el grado de globalización financiera guardan una estrecha relación (Lane y Milesi-Ferretti, 2008), y los episodios de entradas de capitales, principalmente impulsados por la deuda, están relacionados con un incremento del crecimiento del crédito interno (Furceri, Guichard y Rusticelli, 2012; Lane y McQuade, 2014; Igan y Tan, 2015).

ejemplo, la inversión extranjera directa podría tener efectos de contagio positivos sobre las empresas locales, paliando las restricciones de financiamiento (Harrison, Love y McMillan, 2014), y podría incrementar su demanda de crédito<sup>3</sup>.

Con este telón de fondo, el presente recuadro analiza el papel de los flujos de capitales mundiales como impulsores del crédito al sector privado en los países en desarrollo de bajo ingreso. El gráfico 1.3.1 indica un fuerte comovimiento de los préstamos bancarios nacionales y los flujos de capitales internacionales en estos países, si bien la aceleración del crédito desde mediados de la década de 2000 ha sido superior a la de las entradas de capitales. La aportación específica de estas últimas al impulso del crédito privado (como porcentaje del PIB) se identifica aquí mediante la estimación de la siguiente especificación:

$$CRED_{i,t} = \alpha CRED_{i,t-1} + \beta CF_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \delta_i + \varepsilon_{i,t}.$$

El vector  $X_{i,t}$  incluye un conjunto de variables de control estándares (PIB per cápita real, tasa de interés, crecimiento del PIB y una crisis bancaria ficticia), mientras que  $\alpha$  mide la persistencia del crédito privado. La estimación del modelo se efectúa con datos anuales de una muestra de 36 países en desarrollo de bajo ingreso durante el período 1980–2012, con efectos fijos de país  $\delta_i$  y errores estándar sólidos agrupados<sup>4</sup>.

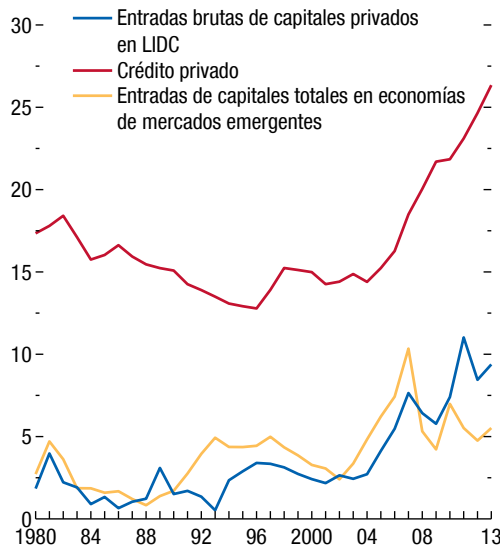
Ante los obvios retos que plantea la definición de una relación causal entre flujos de capitales y crédito interno, el análisis se basa en un instrumento para las entradas de capitales, que no están correlacionadas con las condiciones económicas internas de las economías receptoras (véase Gori, Li y Presbitero, de próxima publicación). Las entradas de capitales brutas

<sup>3</sup>Si bien la inversión extranjera directa suele concentrarse en sectores enclaves, está cobrando una importancia cada vez mayor en los sectores manufacturero y de servicios, con significativos efectos de contagio sobre las empresas nacionales (Amendolagine *et al.*, 2013).

<sup>4</sup>A fin de resolver la cuestión de la volatilidad de los flujos de capitales durante la crisis financiera mundial (véase el gráfico 1.3.1), se añadió una variable ficticia para 2008–12. La muestra incluye Bangladesh, Benin, Bolivia, Burkina Faso, Camboya, Camerún, Etiopía, Djibouti, Gambia, Ghana, Guinea, Guinea-Bissau, Haití, Honduras, Islas Salomón, Kenya, Lao, RDP, Lesotho, Madagascar, Malawi, Mali, Mongolia, Mozambique, Nepal, Nicaragua, Níger, Nigeria, Papua Nueva Guinea, República del Congo, Rwanda, Senegal, Sierra Leona, Tanzania, Togo, Uganda y Zambia. El análisis se centra en la relación general entre el crédito interno y los flujos de capitales, y si bien se controla la incidencia de crisis bancarias, no se abordan aquí los riesgos para la estabilidad financiera relacionados con el carácter cíclico de los flujos de capitales.

## Recuadro 1.3 (continuación)

**Gráfico 1.3.1. Entradas de capitales brutas y crédito privado en países en desarrollo de bajo ingreso (LIDC) seleccionados**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Medias no ponderadas. Las entradas de capital privado brutas (calculadas excluyendo los flujos transfronterizos al sector oficial dentro de otras entradas de capital) correspondientes a una muestra de 36 países en desarrollo de bajo ingreso (los que se utilizan en las regresiones, con al menos 10 observaciones de cada variable) y las entradas de capital brutas totales en mercados emergentes proceden de cálculos del personal técnico del FMI; el crédito privado se refiere a la misma muestra de 36 países en desarrollo de bajo ingreso y se obtiene de la base de datos Global Financial Development Database, integrada con la base de datos de World Development Indicators del Banco Mundial.

en mercados emergentes se toman como instrumento para las entradas de capitales en países en desarrollo de bajo ingreso, con arreglo a las tres condiciones siguientes. En primer lugar, existe una fuerte correlación positiva entre las entradas de capitales agregadas en mercados emergentes y las entradas de capitales en países en desarrollo de bajo ingreso, como muestra el gráfico 1.3.1, especialmente durante el período previo a la crisis financiera mundial, lo cual viene a confirmar los coeficientes iniciales (cuadro 1.3.1)<sup>5</sup>. En

<sup>5</sup>Asimismo, las estadísticas  $F$  iniciales suelen ser cercanas o estar por encima del valor fundamental 10, que en el caso de los valores siguientes refleja la debilidad del instrumento. Los resultados

segundo lugar, es improbable que se vean afectados por los resultados económicos de estos países. En tercer lugar, en relación con la condición de unicidad, el instrumento solo es válido si repercute sobre el crédito privado a través de sus efectos sobre las entradas de capitales. No es restrictivo imaginar que las entradas de capitales en mercados emergentes podrían afectar a los países en desarrollo de bajo ingreso a través de los flujos de capitales internacionales, pero es posible que intervengan otros canales, como el comercio. A fin de neutralizar el canal comercial, el conjunto de controles incluye el saldo comercial de los mercados emergentes.

Si varios factores mundiales afectasen al mismo tiempo a las economías avanzadas y las economías en desarrollo, podría debilitarse la estrategia de identificación, en la medida en que las variaciones en dichos factores afectasen simultáneamente a las entradas de capitales en mercados emergentes y países en desarrollo de bajo ingreso. Para elaborar un indicador sustitutivo de estos factores se extrae el primer componente principal del PIB real de una amplia muestra de 135 economías avanzadas, de mercados emergentes y en desarrollo. Esta variable explica más del 82% del comovimiento multinacional del PIB real y se incluye como medida del ciclo económico mundial. Dado que una amplia proporción de los países de la muestra son exportadores de materias primas, los precios de las materias primas y los shocks de las relaciones de intercambio pueden impulsar tanto el crédito privado como las entradas de capitales. Para mostrar que los resultados no responden al estímulo de los precios de las materias primas, el modelo se estima también con la muestra de los exportadores no relacionados con las materias primas.

Los resultados principales indican que las entradas de capitales mundiales contribuyen a la creación de crédito privado en los países en desarrollo de bajo ingreso, y que lo mismo ocurre en los exportadores no relacionados con las materias primas (columnas (4)–(6) del cuadro)<sup>6</sup>. Cuantitativamente, un incremento de 1 punto porcentual de las entradas totales de capitales privados (como porcentaje del PIB) provoca un aumento del ratio crédito privado/

resisten la exclusión de los años de crisis y el uso de instrumentos alternativos, como los primeros componentes principales de las salidas de capital de las economías avanzadas y las salidas de capital de Estados Unidos.

<sup>6</sup>Los resultados resisten la inclusión de relaciones de intercambio netas de las materias primas por país (según la definición de Gruss 2014; véase el capítulo 2 para más información).



**Recuadro 1.3 (continuación)**
**Cuadro 1.3.1. Entradas de capitales brutas y crédito privado: Estimaciones por mínimos cuadrados en dos etapas**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Variable dependiente:						
Crédito privado (% del PIB) <sub>t</sub>						
Entradas de capitales privados totales (% del PIB) <sub>t</sub>	0,320*** (0,006)			0,283** (0,028)		
Entradas de inversión extranjera directa (% del PIB) <sub>t</sub>		0,611*** (0,007)			0,492** (0,031)	
Otras entradas del sector no oficial (% del PIB) <sub>t</sub>			0,693** (0,022)			0,731* (0,082)
Crédito privado (% del PIB) <sub>t-1</sub>	0,827*** (0,000)	0,802*** (0,000)	0,856*** (0,000)	0,849*** (0,000)	0,847*** (0,000)	0,836*** (0,000)
PIB per cápita real <sub>t-1</sub>	3,208*** (0,004)	3,624** (0,014)	3,100*** (0,003)	3,418 (0,144)	3,500 (0,178)	3,638* (0,088)
Crecimiento del PIB real <sub>t-1</sub>	0,016 (0,442)	0,013 (0,594)	0,019 (0,437)	-0,002 (0,924)	0,006 (0,813)	-0,023 (0,468)
Tasa de interés <sub>t</sub>	-0,700** (0,023)	-1,176*** (0,004)	-0,228 (0,443)	-0,458 (0,335)	-0,804 (0,217)	-0,004 (0,990)
Crisis bancaria <sub>t-1</sub> (0/1)	-1,772** (0,015)	-1,869** (0,023)	-1,371 (0,108)	-1,190 (0,138)	-1,443* (0,051)	-0,744 (0,474)
Saldo comercial de las economías de mercados emergentes y en desarrollo <sub>t</sub>	-0,133 (0,139)	-0,217* (0,073)	-0,028 (0,735)	-0,101 (0,312)	-0,111 (0,348)	-0,058 (0,546)
Ciclo económico mundial <sub>t</sub>	-0,065 (0,823)	-0,528 (0,205)	0,400 (0,241)	-0,158 (0,653)	-0,518 (0,319)	0,271 (0,429)
Coefficiente inicial (entradas de capitales en economías de mercados emergentes y en desarrollo)	0,628*** (0,200)	0,324*** (0,113)	0,290** (0,111)	0,537*** (0,119)	0,302*** (0,094)	0,208** (0,073)
Número de observaciones	939	927	939	540	532	540
R <sup>2</sup>	0,796	0,742	0,765	0,813	0,782	0,802
Muestra	Países en desarrollo de bajo ingreso			Países en desarrollo de bajo ingreso no exportadores de materias primas		
Número de países	36	36	36	21	21	21
Prueba de subidentificación (Kleibergen-Paap rk LM)	0,005	0,008	0,015	0,001	0,005	0,016
Prueba de identificación débil (Kleibergen-Paap rk Wald)	9,817	8,183	6,864	20,440	10,346	8,025

Fuente: Cálculos de los autores.

Nota: El cuadro presenta los resultados de la regresión de un modelo por mínimos cuadrados en dos etapas, en el cual la variable dependiente es el coeficiente de crédito privado sobre PIB en un país *i* en un tiempo *t*. Las entradas de capitales se instrumentan a través de las entradas de capitales totales en mercados emergentes. Los errores estándares, agrupados a nivel de país, se presentan entre paréntesis. La estadística Kleibergen-Paap rk LM prueba la hipótesis nula de que los instrumentos excluidos no se correlacionen con el regresor endógeno; la estadística *F* de Kleibergen-Paap rk Wald prueba la identificación débil. Todas las regresiones incorporan efectos fijos de país y una variable ficticia para el período de crisis 2008-12.

\**p* < 0,10; \*\**p* < 0,05; \*\*\**p* < 0,01.

PIB de 0,32 puntos porcentuales (columna 1). Estos resultados responden en gran medida a la inversión extranjera directa y otras entradas de capitales privados (flujos al sector no oficial, incluidos préstamos bancarios y crédito comercial)<sup>7</sup>. La respuesta del

<sup>7</sup>Al medir los flujos de capitales según los flujos de inversión de cartera, la identificación del modelo es débil y la estimación de los coeficientes sobre flujos de capitales es imprecisa. Por esta razón, los resultados no se incluyen en el cuadro 1.3.1. Al utilizar flujos netos se obtienen resultados similares.

crédito interno a la inversión extranjera podría ser un reflejo de que el financiamiento local directo de empresas extranjeras y los posibles efectos de contagio positivos de la inversión extranjera directa incrementan la demanda de crédito de las empresas locales. La relación estadísticamente significativa entre el crédito privado y otros flujos privados, en cambio, refleja que el canal de la oferta opera a través de flujos bancarios transfronterizos (si bien la magnitud de los otros flujos privados sigue siendo relativamente escasa en

**Recuadro 1.3 (continuación)**

los países en desarrollo de bajo ingreso). Estos resultados contrastan con los de estudios de economías avanzadas y de mercados emergentes, en los cuales se concluye que los flujos de inversión de cartera en títulos de deuda son más importantes como factores impulsores del crédito privado (Furceri, Guichard y Rusticelli, 2012; Lane y McQuade, 2014). En el caso de los países en desarrollo de bajo ingreso, los flujos de inversión de cartera en títulos de deuda y en renta fija y variable representan una minúscula fracción de

los flujos totales, y no existe una sólida correlación con el crédito interno.

Este análisis identifica una relación causal entre los flujos de capitales y el crédito privado interno en los países en desarrollo de bajo ingreso, lo que confirma el papel potencialmente facilitador de la integración financiera mundial para la profundización financiera en estos países, siempre y cuando esta profundidad financiera sea un sólido factor impulsor del crecimiento y el desarrollo económicos.

## Referencias

- Aastveit, Knut Are, Hilde C. Bjørnland y Leif Anders Thorsrud. De próxima publicación. “What Drives Oil Prices? Emerging versus Developed Economies”. *Journal of Applied Econometrics*.
- Acemoglu, Daron, Simon Johnson y James A. Robinson. 2001. “The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation”. *American Economic Review* 91 (5): 1369–1401.
- Alesina, Alberto, y David Dollar. 2005. “Who Gives Foreign Aid to Whom and Why?”. *Journal of Economic Growth* 5 (1): 33–63.
- Amendolagine, Vito, Amadou Boly, Nicola Daniele Coniglio, Francesco Prota y Adnan Seric. 2013. “FDI and Local Linkages in Developing Countries: Evidence from Sub-Saharan Africa”. *World Development* 50: 41–56.
- Araujo, Juliana D., Antonio C. David, Carlos van Hombeeck y Chris Papageorgiou. 2015. “Non-FDI Capital Inflows in Low-Income Developing Countries: Catching the Wave?”. IMF Working Paper 15/86, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Arezki, Rabah, Rick van der Ploeg y Frederik Toscani. De próxima publicación. “Shifting Frontiers in Global Resource Extraction: The Role of Institutions”. IMF Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Ball, Lawrence. 2014. “Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries”. NBER Working Paper 20185, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Blanchard, Olivier, Eugenio Cerutti y Lawrence Summers. 2015. “Inflation and Activity: Two Explorations and Their Monetary Policy Implications”. Estudio presentado en el Foro del BCE sobre banca central, Sintra, Portugal, 18 de mayo.
- Blanchard, Olivier, y Lawrence Summers. 1986. “Hysteresis and the European Unemployment Problem”. En *NBER Macroeconomics Annual 1986*, editado por Stanley Fischer, 15–90. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Bluedorn, John, Rupa Duttagupta, Jaime Guajardo y Petia Topalova. 2013. “Capital Flows Are Fickle: Anytime, Anywhere”. IMF Working Paper 13/183, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Bohn, Henning, y Robert T. Deacon. 2000. “Ownership Risk, Investment, and the Use of Natural Resources”. *American Economic Review* 90 (3), 526–49.
- Bräutigam, Deborah A., y Stephen Knack. 2004. “Foreign Aid, Institutions, and Governance in Sub-Saharan Africa”. *Economic Development and Cultural Change* 52 (2): 255–85.
- Catão, Luis A. V., y Gian Maria Milesi-Ferretti. 2014. “External Liabilities and Crises”. *Journal of International Economics* 94 (1): 18–32.
- Chinn, Menzie D., y Eswar S. Prasad. 2003. “Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration”. *Journal of International Economics* 59 (1): 47–76.
- Collier, Paul. 2010. *The Plundered Planet: Why We Must—and How We Can—Manage Nature for Global Prosperity*. Oxford, U.K.: Oxford University Press.
- Comisión Económica de las Naciones Unidas para Europa (UNECE). 2011. “Remittances”. En *The Impact of Globalization on National Accounts*, cap. 11. Nueva York y Ginebra.
- Cust, James, y Torfinn Harding. 2014. “Institutions and the Location of Oil Exploration”. OxCare Research Paper 127, Department of Economics, Oxford Centre for the Analysis of Resource Rich Economies, Universidad de Oxford, Oxford, Reino Unido.
- Fernald, John. 2014. “Productivity and Potential Output before, during, and after the Great Recession”. En *NBER Macroeconomics Annual 2014*, vol. 29, editado por Jonathan A. Parker y Michael Woodford, 1–51. Chicago: University of Chicago Press.
- Fondo Monetario Internacional (FMI). 2013. “Asia and Pacific Small States: Raising Potential Growth and Enhancing Resilience to Shocks”. Washington.
- . 2015a. *2015 External Sector Report*. Washington.
- . 2015b. *2015 Spillover Report*. Washington.
- . 2015c. “IMF Engagement with Countries in Postconflict and Fragile Situations—Stocktaking”. IMF Policy Paper. Washington.
- . 2015d. *Maldives 2014 Article IV Consultation—Staff Report*. IMF Country Report 15/68. Washington.
- . 2015e. *Macroeconomic Developments and Selected Issues in Small Developing States*. IMF Staff Report. Washington.
- Furceri, Davide, Stéphanie Guichard y Elena Rusticelli. 2012. “The Effect of Episodes of Large Capital Inflows on Domestic Credit”. *North American Journal of Economics and Finance* 23 (3): 325–44.
- Gauvin, Ludovic, y Cyril Rebillard. 2015. “Towards Recoupling? Assessing the Global Impact of a Chinese Hard Landing through Trade and Commodity Price Channels”. Working Paper 562, Banque de France, París.
- Gordon, Robert J. 2014. “The Demise of U.S. Economic Growth: Restatement, Rebuttal and Reflections”. NBER Working Paper 19895, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Gori, Filippo, Bin Grace Li y Andrea Presbitero. De próxima publicación. “Capital Inflows and Private Credit Growth”. Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Gruss, Bertrand. 2014. “After the Boom—Commodity Prices and Economic Growth in Latin America and the Caribbean”. IMF Working Paper 14/154, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Harrison, Ann E., Inessa Love y Margaret S. McMillan. 2004. “Global Capital Flows and Financing Constraints”. *Journal of Development Economics* 75 (1): 269–301.

- Husain, Aasim M., Rabah Arezki, Peter Breuer, Vikram Hak-sar, Thomas Helbling, Paulo A. Medas y Martin Sommer. 2015. "Global Implications of Lower Oil Prices". Staff Discussion Note 15/15, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Igan, Deniz, y Zhibo Tan. 2015. "Capital Inflows, Credit Growth, and Financial Systems". IMF Working Paper 15/193, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Jahan, Sarwat, y Ke Wang. 2013. "Los Estados pequeños ante un gran interrogante". *Finanzas & Desarrollo* 50 (3): 44–47.
- Lane, Philip R., y Peter McQuade. 2014. "Domestic Credit Growth and International Capital Flows". *Scandinavian Journal of Economics* 116 (1): 218–52.
- Lane, Philip R., y Gian Maria Milesi-Ferretti. 2007. "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004". *Journal of International Economics* 73 (2): 223–50.
- . 2008. "The Drivers of Financial Globalization". *American Economic Review* 98 (2): 327–32.
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan Ostry, Alessandro Prati y Luca Antonio Ricci. 2008. *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*. IMF Occasional Paper 261. Washington: Fondo Monetario Internacional.
- McKinsey Global Institute. 2013. *Reverse the Curse: Maximizing the Potential of Resource-Driven Economies*. Londres.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). 2015. *The Future of Productivity*. Versión preliminar. París.
- Prati, Alessandro, Luca Antonio Ricci, Lone Christiansen, Stephen Tokarick y Theiry Tressel. 2011. *External Performance in Low-Income Countries*. Occasional Paper 272. Washington: Fondo Monetario Internacional.
- Rajan, Raghuram, y Arvind Subramanian. 2008. "Aid and Growth: What Does the Cross-Country Evidence Really Show?". *Review of Economics and Statistics* 90 (4): 643–65.
- Rausser, Gordon, y Martin Stuermer. 2014. "Collusion in the Copper Commodity Market: A Long-Run Perspective". Inédito, Universidad de California en Berkeley.
- Ross, Michael L. 2001. "Does Oil Hinder Democracy?" *World Politics* 53 (3): 325–61.
- . 2012. *The Oil Curse: How Petroleum Wealth Shapes the Development of Nations*. Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press.
- Silva, J. M. C. Santos, y Silvana Tenreiro. 2006. "The Log of Gravity". *Review of Economics and Statistics* 88 (4): 641–58.